

Brasil – Câmbio

Juros Baixos, Real Fraco

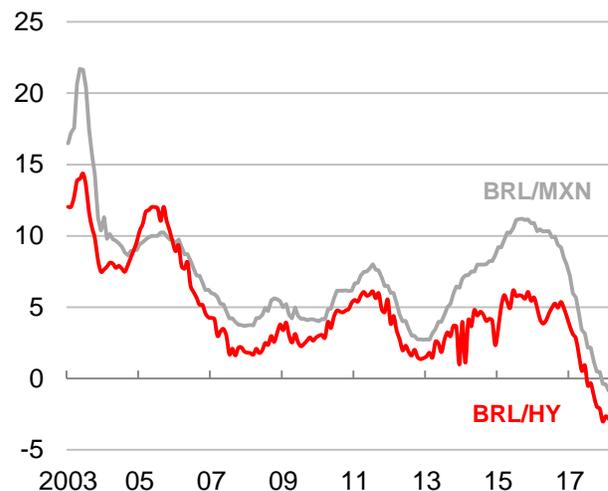
Luciano Sobral
lusobral@santander.com.br
 11-3553-3753

- O real vem tendo um desempenho fraco com relação a outras moedas de países emergentes, mesmo em um período no qual o dólar americano tem perdido valor contra outras moedas de países desenvolvidos e o risco-país (medido pelo preço dos swaps de crédito – CDS) está em queda.
- Atribuímos esse desempenho fraco sobretudo à queda nas taxas de juros, que estão levando os diferenciais de juros e custos de proteção cambial (*hedge*) aos níveis mais baixos em muitos anos. O diferencial entre os juros de um dia no Brasil e a média de sete outros países com juros altos caiu, em doze meses, de +600 pontos-base para -280 pontos-base ao final de Março.
- Acreditamos que a combinação de baixo custo de proteção cambial, balanços de companhias brasileiras com grandes descasamentos de exposição a moedas e incerteza em torno das eleições presidenciais de Outubro podem estar levando a uma alta demanda por *hedges* em dólar, também contribuindo para a fraqueza do real.
- Esses elementos devem permanecer ativos durante os próximos meses, em nossa opinião, já que os diferenciais de juros devem seguir caindo (esperamos que o Banco Central do Brasil continue cortando juros até Maio, enquanto o banco central americano e outros seguem retirando estímulos monetários) e a incerteza eleitoral deve prevalecer até perto do dia da votação (7 de Outubro).
- Reafirmamos nossas projeções para o câmbio reais/dólar no final de 2018 e 2019 em 3,50 e 3,57, respectivamente.

Figura 1. Diferencial entre juros em BRL e USD e indicador de custo de hedge



Figura 2. Diferencial de juros de um dia entre BRL/cesta de moedas de juros altos (HY) e BRL/MXN (%)



Diferencial entre juros de seis meses em reais e dólares (cupom cambial). O indicador de custo de hedge soma a volatilidade ATM de seis meses do câmbio USD/BRL a esse diferencial. A cesta de moedas de juros altos inclui MXN, IDR, INR, ZAR, TRY, COP E ARS. Fontes: Bloomberg e Santander.



Nos últimos dias, a cotação do dólar ante o real voltou a ultrapassar os R\$ 3,30 e a chamar a atenção dos agentes do mercado. Apesar de a última “perna” desse movimento poder ser explicada por uma alta no risco-país (o CDS de cinco anos subiu de 144 pontos, no melhor momento de março, para perto de 170 pontos), durante os últimos vinte meses esse indicador praticamente caiu pela metade, enquanto o câmbio manteve-se ao redor do patamar atual. Em novembro de 2014, quando o CDS também era cotado a 170 pontos, o real valia 30% mais, cotado a R\$ 2,56. A forte correlação histórica entre esses dois preços de mercado desapareceu em meados de fevereiro do ano passado (ver a Figura 4 abaixo).

Figura 3. Desempenho das moedas (%)

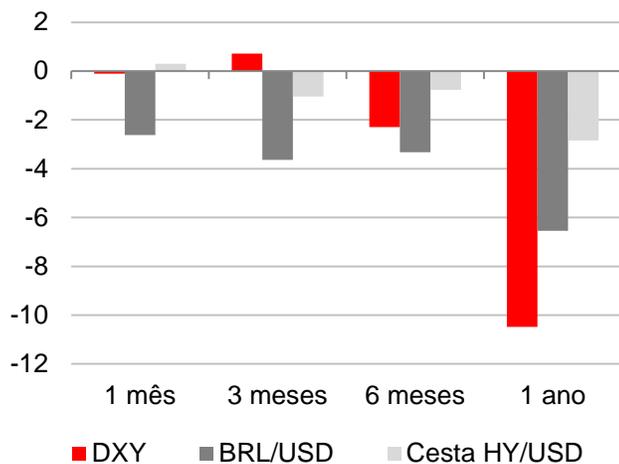
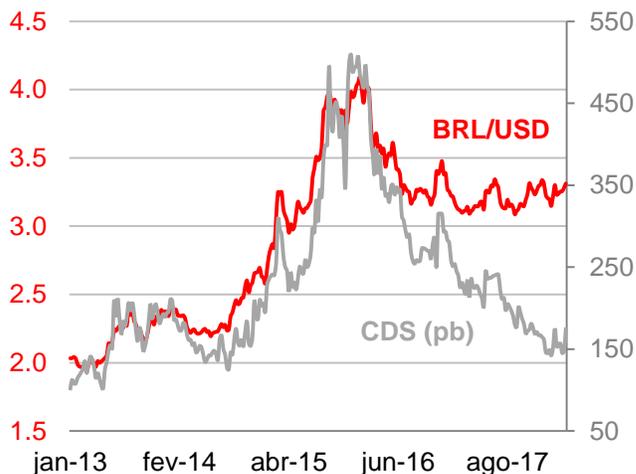


Figura 4. Câmbio BRL/USD e CDS de 5 anos



Dados atualizados até 30 de Março. Variações negativas significam que os índices/moedas subjacentes perderam valor no período. Cesta HY inclui MXN, IDR, INR, ZAR, TRY, COP e ARS. Fontes: Bloomberg e Santander.

Além disso, nos últimos doze meses, o dólar se enfraqueceu ante as principais moedas de países desenvolvidos: o índice DXY caiu mais de 10% nesse período, enquanto a cotação reais/dólar subiu 7%. Uma cesta com pesos iguais em moedas de outros emergentes com juros altos (México, Colômbia, Argentina, Turquia, Indonésia, Índia e África do Sul) teria perdido menos de 3% ante o dólar no mesmo período (ver a Figura 3 acima).

Outro ponto que poderia explicar esse momento é o preço das commodities que, geralmente, ajuda a entender os movimentos da moeda brasileira. Desta vez, porém, a explicação tampouco está aqui. O índice CRB, principal medida agregada global de preços de produtos primários, opera hoje bem próximo de onde estava em março de 2017.

O que mudou – e muito – nos últimos meses foi a taxa de juros brasileira. A taxa Selic, que começou 2017 a 13,75%, hoje está em 6,5%, patamar mais baixo da história desse indicador e que deve ser renovado nos próximos meses. Em dezembro passado, pela primeira vez em décadas, os juros de um dia no México ficaram acima dos brasileiros. Hoje, a taxa básica no Brasil é igual a da África do Sul e menor que as de Turquia e Argentina (ver as Figuras 1 e 2 acima).

Esses diferenciais de juros historicamente baixos têm consequências importantes para o mercado de câmbio. Primeiro, investimentos estrangeiros de curto prazo no Brasil (o chamado *carry trade*) perderam muito a atratividade, tanto em absoluto (pelos retornos esperados) quanto relativo (em comparação com outros emergentes). Com menos capitais desse tipo entrando no País, a moeda fica mais vulnerável e sujeita à depreciação (ver a Figura 5 abaixo).

Um outro fator talvez ainda mais importante é a demanda por proteção cambial (*hedge*). Muitas companhias brasileiras têm receitas em reais e dívida em moeda estrangeira (ver a Figura 6 abaixo), de forma que a variação cambial é sempre um risco a ser gerenciado. O prudente diretor financeiro de uma dessas empresas, que, como eu e você, se preocupa com o resultado das eleições de outubro, vê, no mercado financeiro, os menores custos de *hedge* (diferencial de juros ajustado pela volatilidade implícita das opções) desde que começou a carreira e, racionalmente, reduz o risco cambial de pelo menos parte do seu balanço, comprando derivativos de dólar. Isso também leva o câmbio a se depreciar.



¹ Este material foi preparado pelo Banco Santander (Brasil) S.A. e não constitui uma oferta ou solicitação de oferta para aquisição de valores mobiliários. Ele pode conter informações sobre eventos futuros e estas projeções/estimativas estão sujeitas a riscos e incertezas relacionados a fatores fora de nossa capacidade de controlar ou estimar precisamente, tais como condições de mercado, ambiente competitivo, flutuações de moeda e da inflação, mudanças em órgãos reguladores e governamentais e outros fatores que poderão diferir materialmente daqueles projetados. A informação nele contida baseia-se na melhor informação disponível, recolhida a partir de fontes oficiais ou críveis. Não nos responsabilizamos por eventuais omissões ou erros. As opiniões expressas são as nossas opiniões no momento. Reservamo-nos o direito de, a qualquer momento, comprar ou vender valores mobiliários mencionados. Estas projeções e estimativas não devem ser interpretadas como garantia de performance futura. O Banco Santander (Brasil) S.A. não se obriga em publicar qualquer revisão ou atualizar essas projeções e estimativas frente a eventos ou circunstâncias que venham a ocorrer após a data deste documento. Este material é para uso exclusivo de seus receptores e seu conteúdo não pode ser reproduzido, redistribuído, publicado ou copiado de qualquer forma, integral ou parcialmente, sem expressa autorização do Banco Santander (Brasil) S.A..

©2017 Banco Santander (Brasil) S.A.. Direitos reservados

