

Carta aos Investidores

Agosto 2019



Abandonando os traumas com a taxa de câmbio.

Agosto não foi positivo para as nossas estratégias, e o Persevera Compass FIC FIM teve um retorno de -0,62% no mês. Aproveitamos a queda dos preços para aumentar gradualmente as posições em ativos que achamos bastante atrativos, como NTN-Bs longas e ações. Para as informações mensais completas do Persevera Compass FIC FIM, acesse o material informativo.

A ideia de que o atual patamar do Dólar em relação ao Real¹ poderia ser algo positivo, e que não deveria ser temido, pode parecer meio maluca ou, no mínimo, muito diferente do que vivenciamos nesses 20 anos no regime de flutuação cambial. Mas essa é a visão que temos na Persevera: nos próximos anos, taxas de câmbio depreciadas deverão ser vistas como uma componente favorável do ambiente econômico, e não como presságio de crises ou recessões. Nós brasileiros nos acostumamos a encarar o país como uma jabuticaba, diferente de todos os outros. Mas o Brasil vem, por vários motivos, se tornando cada vez mais normal e mais acoplado ao mundo. Nesse sentido, a percepção de que ter uma moeda depreciada pode ser positivo para a economia é mais uma etapa dessa normalização. Não estamos defendendo que o Brasil se tornou um país excepcional e sem problemas, pelo contrário, temos enormes desafios, alguns dos quais levarão décadas para serem resolvidos. Em nossas apresentações e cartas mensais, no entanto, o que defendemos há algum tempo é que o Brasil está se tornando mais funcional e, portanto, mais “regular”, apesar de ainda ser um país emergente e cheio de desafios.

O primeiro passo desse processo foi a eliminação da hiperinflação crônica e dos singulares mecanismos de indexação que aqui se desenvolveram, e que perpetuavam o processo inflacionário. Depois avançamos para o regime de câmbio flutuante e conseguimos aproveitar o *boom* de *commodities* da década passada para acumular um relevante estoque de reservas internacionais que serve de defesa adicional em um mundo integrado e com grande mobilidade de capital. Finalmente, percebemos que o desenvolvimento econômico sem controle fiscal não duraria muito, ainda mais numa economia com tamanha participação do Estado, quando visto pelo lado do gasto público total. Para termos esses três pilares mais bem endereçados, estamos pagando um elevado custo social na forma da exorbitante taxa de desemprego. Como decorrência, experimentamos 4 anos em que a inflação surpreende consistentemente para baixo. Isso trouxe a taxa de juros para um patamar mais civilizado, reduzindo a distorção mais gritante do Brasil em relação outros países emergentes.

Como argumentamos em carta anterior, acreditamos que a redução do diferencial de taxas de juros do Brasil em relação ao exterior fará com que os movimentos na taxa de câmbio sejam menos violentos do que os que vivenciamos no passado. Essa redução na volatilidade do preço da moeda é uma outra faceta da normalização do Brasil: o período de enormes valorizações, que chegaram a levar o Dólar para a faixa de R\$2, seguidas por traumáticas elevações de até 100% na cotação da moeda americana para a faixa de R\$4 são, em nossa visão, fenômenos superados. Claro que toda taxa de câmbio livre flutua, mas não no nível disfuncional que ocorria no Brasil. É possível que vejamos desvalorizações de 5% a 10% em nossa taxa de câmbio em anos ruins, com valorizações também dessa magnitude em ciclos positivos, mas oscilações de 40% ou 50% não deverão mais ocorrer.

A mensagem que gostaríamos de passar nesta carta é que o próximo passo dessa modernização econômica será dissociar uma taxa de câmbio depreciada de um ambiente

¹ A moeda americana encerrou o mês de agosto cotada a R\$4,1385 de acordo com a PTAX divulgada pelo Banco Central

Carta aos Investidores

Agosto 2019



de crise. Esse trauma não existe em países mais funcionais, e deverá gradativamente se reduzir também no Brasil. As selvagens desvalorizações cambiais pelas quais passamos, principalmente em momentos de enormes crises, ficaram intimamente associadas a desestabilização completa que se seguia no país, algumas vezes nos levando à beira da insolvência. Mas, ao nosso ver, tal associação não é mais verdadeira, os movimentos de valorização e, principalmente, desvalorização do Real serão eventos mais normais e ocorrerão sem estarem associados a crises ou rupturas. Em países com regimes econômicos mais normais, a desvalorização da moeda é vista como um desenvolvimento positivo, que estimula atividade econômica ao promover a competitividade da economia, sendo, portanto, comemorada. Por anos, vimos os países desenvolvidos dizimando as taxas de juros e implementando políticas de compra de títulos em uma batalha para recompor suas economias após a crise financeira global. Um dos objetivos dessa avalanche monetária era também estimular o setor externo, através de desvalorizações cambiais que permitissem um maior dinamismo do setor exportador. Mais recentemente, vemos que um tema constante nos ataques verbais do Presidente Donald Trump ao Fed, à China e até à Europa é a percepção de que as moedas desses países estão excessivamente desvalorizadas em relação ao Dólar, prejudicando o desempenho de setores da economia americana. Em outras palavras, Trump adoraria um Dólar mais fraco, assim como o setor exportador europeu se beneficia de um Euro mais fraco e assim como a China tem permitido uma maior desvalorização do Yuan.

No Brasil, o trauma de décadas em que as desvalorizações cambiais eram presságio de crises ainda impede que observemos altas mesmo moderadas do Dólar sem ter calafrios. Além disso, o mantra de se chegar a um câmbio desvalorizado forçando os juros para baixo, independente das condições de inflação associou a moeda desvalorizada às crises decorrentes dessas políticas heterodoxas que buscaram forçar essa combinação.

Achamos, porém, que essa aversão à desvalorização cambial também deve mudar daqui para frente. Nos últimos cinco anos, nossa visão menos consensual tem sido a convicção de que o Brasil vive uma enorme recessão de balanços e que o crescimento econômico ainda terá dificuldades de se recuperar. Desde 2015 temos um cenário mais pessimista em relação à atividade econômica e muito mais benigno em relação à inflação, o que nos fez acreditar, com uma boa dose de acerto, que as taxas de juros precisavam ser reduzidas de forma muito relevante. Nesse contexto de atividade fraca, a contaminação de um Real mais depreciado para a taxa de inflação, conhecida em economia como o *pass-through* da taxa de câmbio, vai se mostrar muito menor do que no passado, como de fato já tem acontecido. Embora a expectativa de *pass-through* dos analistas de mercado já fosse reduzida, a contaminação do nível de preços pela taxa de câmbio se mostrou ainda mais baixo do que o esperado.

A tabela a seguir mostra que sempre que a cotação média do Dólar² se elevou em cerca de 20% a taxa de inflação³ respondeu fortemente. As duas exceções foram os períodos destacados no Gráfico 1: a crise financeira global de 2009 e o episódio de alta do Dólar no período encerrado em março deste ano, e, portanto, concomitante à recessão de balanços que vivemos.

² Variação da média da PTAX de fechamento de 12 meses sobre 12 meses anteriores.

³ Medida pelo IPCA acumulado em 12 meses.

Carta aos Investidores

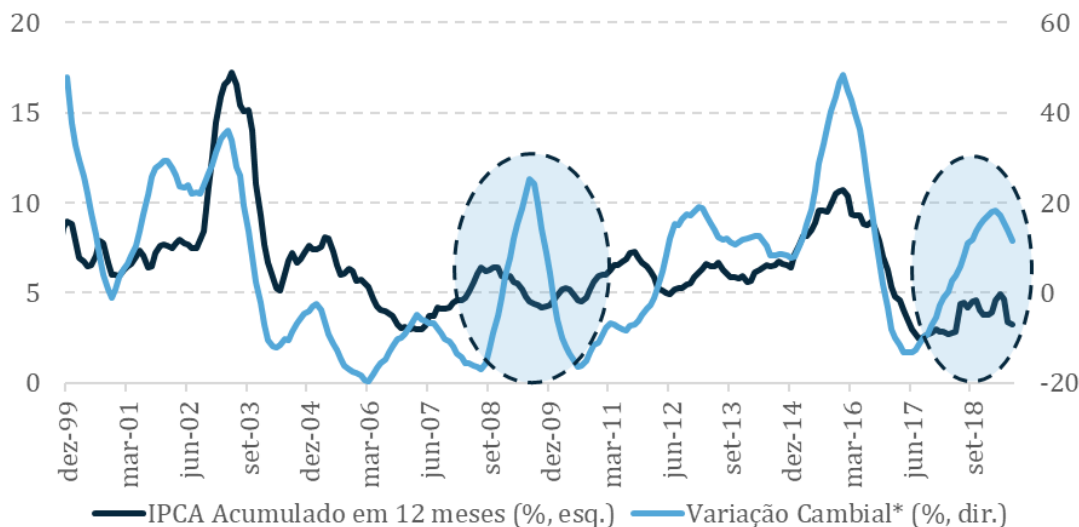
Agosto 2019



	Variação Cambial (%)	Inflação em 12 meses (%)
dez-99	48	8,9
dez-01	29	7,7
jan-03	31	14,5
set-09	20	4,3
fev-13	19	6,3
mai-15	19	8,5
mar-19	18	4,6

Fonte: Bloomberg

Gráfico 1 - Variação cambial e inflação



Fonte: Bloomberg

*Variação da média da PTAX de fechamento de 12 meses sobre 12 meses anteriores

Para um país que não consegue crescer, mas que passou ser relativamente normal e mais funcional, não existe melhor combinação para atividade econômica que inflação controlada e juros baixos, que por sua vez levem a uma taxa de câmbio mais depreciada, num ambiente sem crise. Juros baixos e câmbio depreciado é uma combinação excepcional para qualquer país que enfrente dificuldades de crescimento. Nós estamos exatamente nessa situação no Brasil, mas desta vez chegamos a ela da forma correta, com a inflação baixa e controlada. Portanto, ao invés de tremer a cada alta de 3% ou 4% no Dólar, deveríamos comemorar, seguindo o exemplo da Alemanha, do Japão, dos Estados Unidos. O Dólar acima de R\$4,0, com a inflação baixa e ancorada, Banco Central com credibilidade, alta capacidade ociosa, reforma da Previdência aprovada e gastos fiscais controlados não é um problema e sim parte da solução. É assim que nós brasileiros deveríamos passar a enxergar o comportamento do câmbio.

O exercício de prever as oscilações cambiais é ingrato, então vale enfatizar mais uma vez que não estamos projetando que o Real continue desvalorizado. Nossa visão continua sendo de que a moeda americana deve oscilar com menos volatilidade entre os patamares de R\$3,50 e R\$4,50.

Carta aos Investidores

Agosto 2019



No entanto, não será ruim para a economia brasileira se a taxa de câmbio permanecer por um tempo na região mais desvalorizada dessa faixa, ou seja, acima de R\$4/US\$.

Nos últimos anos, a condução do ambiente econômico no Brasil mostrou melhora expressiva, mas principalmente ao custo de uma importante redução na demanda incentivada pelo setor público. Os imensos subsídios seletivos promovidos pelo BNDES foram reduzidos, a reforma trabalhista trouxe maior flexibilidade e segurança nas relações de trabalho e a reforma da previdência, em vias de ser aprovada pelo Senado, permitirá que o país cumpra o limite de crescimento dos gastos públicos que se impôs. Num ambiente de forte queda da inflação no mundo e no Brasil, a combinação de juros baixos por muitos anos, com a taxa Selic podendo chegar a 4%a.a. ou menos em nossa visão, com uma taxa de câmbio desvalorizada, na casa dos R\$4/US\$, é o que provavelmente vai nos arrancar deste estado de letargia econômica. Essa dobradinha não deveria ser temida pelo cidadão brasileiro, não deveria ser temida pelo mercado financeiro e muito menos pelo Banco Central. Deveríamos, sim, celebrar a confluência de um Real desvalorizado, mesmo que temporariamente, com uma taxa de juros nas mínimas históricas, impedindo que o país permaneça estagnado por mais 5 anos. Que venha a dobradinha do 4: juros abaixo de 4%a.a. com câmbio acima de R\$4,0/US\$, sem crise e com menos volatilidade. O Brasil conquistou e precisa dessa combinação.

Equipe Persevera

Disclaimer: As informações contidas nesta carta têm objetivo exclusivamente informativo e não constituem recomendação de investimento nem tampouco oferta de venda de quaisquer valores mobiliários. Esta carta e as informações nela contidas são estritamente confidenciais, para uso exclusivo de quem as recebeu, e não poderão ser divulgadas ou distribuídas a terceiros, total ou parcialmente, sem a prévia autorização por escrito da Persevera. Qualquer oferta ou solicitação para oferta de quaisquer valores mobiliários somente será realizada em observância à regulamentação aplicável. Ao receber esta carta, o receptor concorda em não divulgar ou disponibilizar cópias desta carta, tampouco qualquer informação aqui contida. Esta carta e as informações aqui contidas não devem ser levadas em consideração como aconselhamento financeiro, jurídico, contábil, tributário ou como recomendação de investimento. Os receptores desta carta poderão entrar em contato com a Persevera a fim de sanar quaisquer dúvidas, procedimentos e metodologias aqui descritas. Embora os autores desta carta tenham tomado todas as precauções para assegurar que as informações aqui contidas sejam verdadeiras, eles não se responsabilizam pela exatidão, veracidade ou abrangência de tais informações, tendo em vista que as informações aqui descritas podem mudar a qualquer momento, inclusive, por razões alheias a vontade da Persevera.

