

# O papel especial do dólar nos portfólios Brasileiros

Março / 2022

**Benjamin Mandel**

Head of Portfolio Strategy na Itaú Asset

**Investidores brasileiros enfrentam uma difícil escolha em relação à sua exposição ao dólar.** De um lado, o dólar mostrou-se extremamente útil como um hedge para o que deu (ou poderia ter dado) de errado na economia doméstica. Por outro lado, a moeda americana está cara, tanto em termos de seu valuation caro relativo ao seu preço justo de longo prazo quanto pelo alto custo de oportunidade.

Aparentemente, também há uma forte tendência comportamental entre os investidores de vender dólares à medida que o ambiente macroeconômico doméstico melhora. Ou seja, **o dólar é visto predominantemente como um trade tático de curto prazo que deve ser revertido junto com a recuperação de ativos brasileiros.**

Em nossa experiência na gestão de portfólios globais altamente diversificados, a estratégia vencedora é justamente o contrário. Uma posição estrutural comprada no dólar é essencial na busca de um equilíbrio entre diferentes cenários para o investidor brasileiro, mesmo quando consideramos o custo de carregamento e o fato de que é esperada certa depreciação no futuro. Assim, um real

que aprecia acaba sendo uma razão para o portfólio médio brasileiro comprar dólares ao invés de vendê-los.

A principal motivação para carregar dólar em um portfólio de longo prazo é a diversificação. Não se trata de um conceito estatístico abstrato, mas, sim, uma questão de equilíbrio. Fora a moeda americana, nenhuma outra classe de ativo chega perto em cenário de hedge quando o crescimento da economia brasileira é baixo. Renda variável tem correlação positiva com atividade econômica, ao passo que o CDI e títulos ligados à inflação estão mais correlacionados com cenários de inflação.

O que isso significa para alocações estratégicas de longo prazo? Partimos de uma premissa de que **um portfólio ideal de longo prazo aloca exposições a risco de maneira equitativa em diferentes cenários de alta e baixa inflação e crescimento.** Este modelo de “equilíbrio macro” é muito similar ao de paridade de risco (risk parity), que espalha o risco do portfólio igualmente entre as classes de ativos. No caso de equilíbrio macro, ele espalha o risco igualmente em ambientes macroeconômicos.

Para um portfólio global brasileiro que busca um balanço entre cenários macroeconômicos doméstico e internacional, estimamos que o dólar deveria representar uma posição estrutural comprada significativa. Neste sentido, portfólios de “equilíbrio macro” são de fato revolucionários no Brasil, dado que hoje a exposição internacional é ainda uma parcela pequena dos investimentos de forma geral. Um importante detalhe sobre paridade de risco é que ele ignora o custo de carregamento de posições cambiais nos portfólios. Por exemplo, o custo de oportunidade de reais convertidos em dólares; investidores abrem mão do rendimento que teriam se estivessem com o dinheiro em caixa. E esse custo pode ser gigantesco, com o carregamento do CDI sobre a

Libor (taxa interbancária de Londres, que é referência para mercado internacional) rendendo em média 8,65% ao ano desde 2005.

Este alto custo de oportunidade gera a possibilidade de trade-offs eficientes. Para um CDI alto o suficiente, um portfólio otimizado deveria abrir mão dos benefícios de diversificação do dólar em troca de um retorno maior da posição em caixa.

Vemos evidências limitadas para esse argumento em nossas simulações. Desde 2005, um portfólio com cerca de 4% a menos de exposição ao dólar versus o cenário-base teria apresentado um resultado melhor para o investidor. Mas a ideia geral se sustenta: a consideração do custo de carregamento na análise reduz apenas uma pequena parte da alocação estratégica no dólar.

Uma consideração similar é se o dólar está caro ou barato. Em relação aos parceiros comerciais, o USD está atualmente cerca de 5-10% mais valorizado em termos paritários de poder de compra. Contra o BRL, está aproximadamente 15-20% mais caro. **No longo prazo, portanto, à medida que o real se valoriza, as posições em dólares deveriam perder valor.**

Mas isto também tem efeitos leves na alocação estratégica em dólar do portfólio. Distorções no valuation entre moedas levam um tempo para serem corrigidas. Além do mais, considerando que a inflação no Brasil provavelmente deverá superar a inflação dos EUA, o ajuste à taxa de câmbio nominal para se chegar ao valor justo do real brasileiro é menos do que estaria implícito pela distorção da taxa de câmbio real.



**Em resumo, o dólar não é um ativo trivial em termos de alocação estratégica. Este resultado reforça a noção de que o portfólio “típico” brasileiro estaria com uma exposição em dólares significativamente abaixo da ideal e alerta contra uma redução exagerada da exposição internacional quando o ambiente doméstico melhora.**

**Logo, olhando por esse ângulo, a correlação do dólar com outros ativos sugere que eventuais perdas na parcela cambial seriam mais que compensadas pela performance positiva no resto do portfólio. O importante é sempre olhar o portfólio como um todo e uma eventual under-performance nas posições em dólares são simplesmente o outro lado da balança de um portfólio equilibrado.**

Itaú Asset



[www.itaubase.com.br](http://www.itaubase.com.br)



@itaubase



@itaubasemanagement



/itaubase



Mind Asset



/t.me/itaubase