

Palavra do *Especialista*

por **André Leite**, CIO da TAG Investimentos

O Brasil vai virar a Turquia?

Pensando no ilusório conforto do CDI

São Paulo, julho de 2024

Neste “*short paper*” temos 3 objetivos bem definidos;

- 1) Responder à pergunta se o Brasil poderia virar uma Turquia.
- 2) Aproveitar o assunto para falarmos da ilusória segurança do pós-fixado no CDI.
- 3) Fazer uma avaliação de longo prazo, com a taxa de sucesso dos investimentos nos títulos de inflação (NTN-Bs) a depender do preço de compra.

E aí, vamos virar Turquia?

Recentemente um gestor de fundos multimercado, desses que gosta de uma frase de efeito para dar um gás nas suas posições, afirmou com todas as letras que o Brasil estava no caminho de virar uma Turquia. **No atual ambiente em que estamos é uma afirmação que além de levar temor (e eventualmente más decisões) aos investidores menos experientes, não para de pé em um exame minimamente atento.**

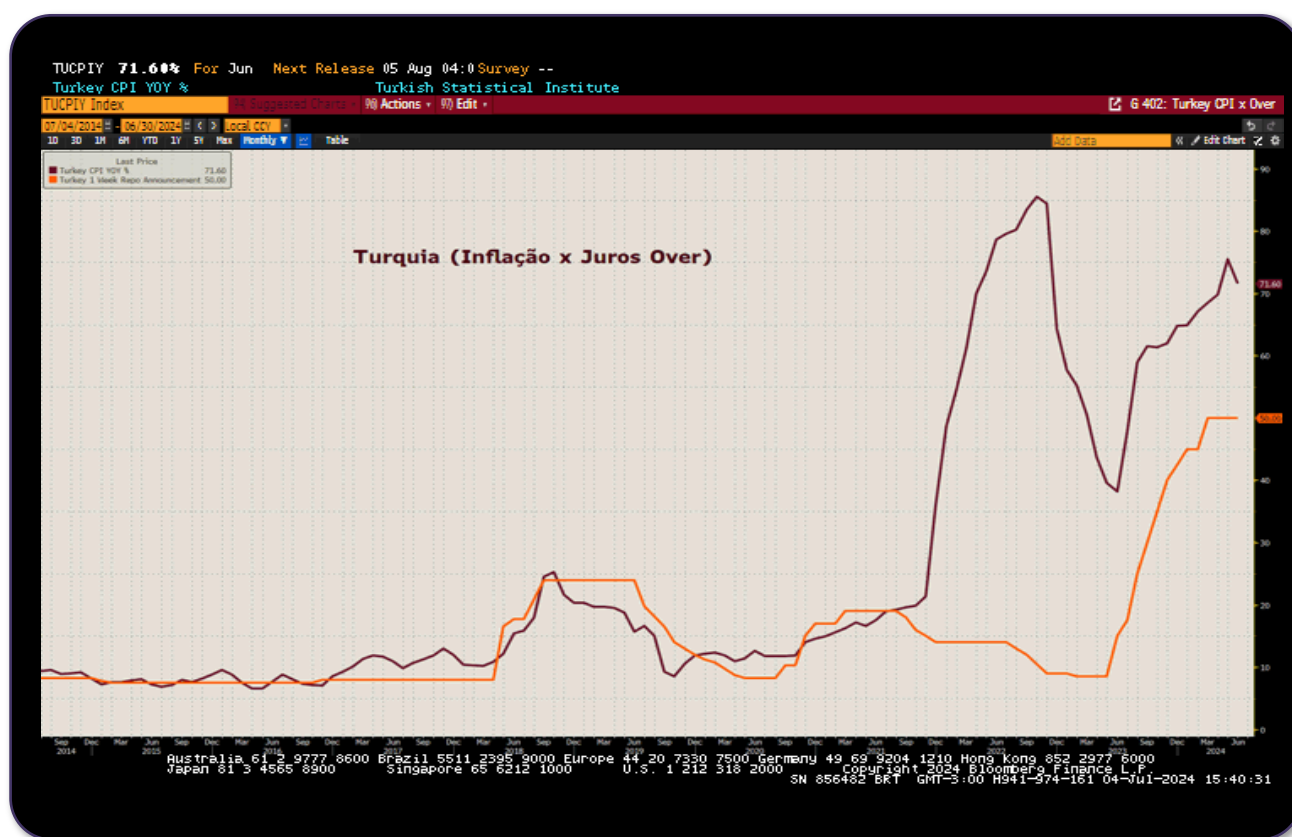
Vamos mostrar algumas diferenças básicas entre as duas economias, vamos apresentar nosso racional explicando por que não cremos nisso. **Mas mesmo assim, vamos apresentar, pela ordem, os ativos que funcionariam neste cenário apocalíptico e também vamos identificar ativos que tem bom potencial de funcionar tanto no improvável cenário Turquia quanto no provável cenário de normalização.** E cremos que o exercício é válido para mostrar que o CDI, o nosso invencível maratonista queniano não é tão invencível assim. **Podem existir cenários que o investidor abrigado no pós-fixado do governo federal possa sim perder poder de compra, e perder muito.**

Primeiramente, o que se passou na Turquia?

Uma economia de demografia jovem, com desbalanços fiscais e externos, que teve o seu golpe de misericórdia durante a pandemia com o fechamento do importante fluxo de turismo e com um governo extremamente populista, tanto na parte fiscal quanto na determinação de

São Paulo, julho de 2024

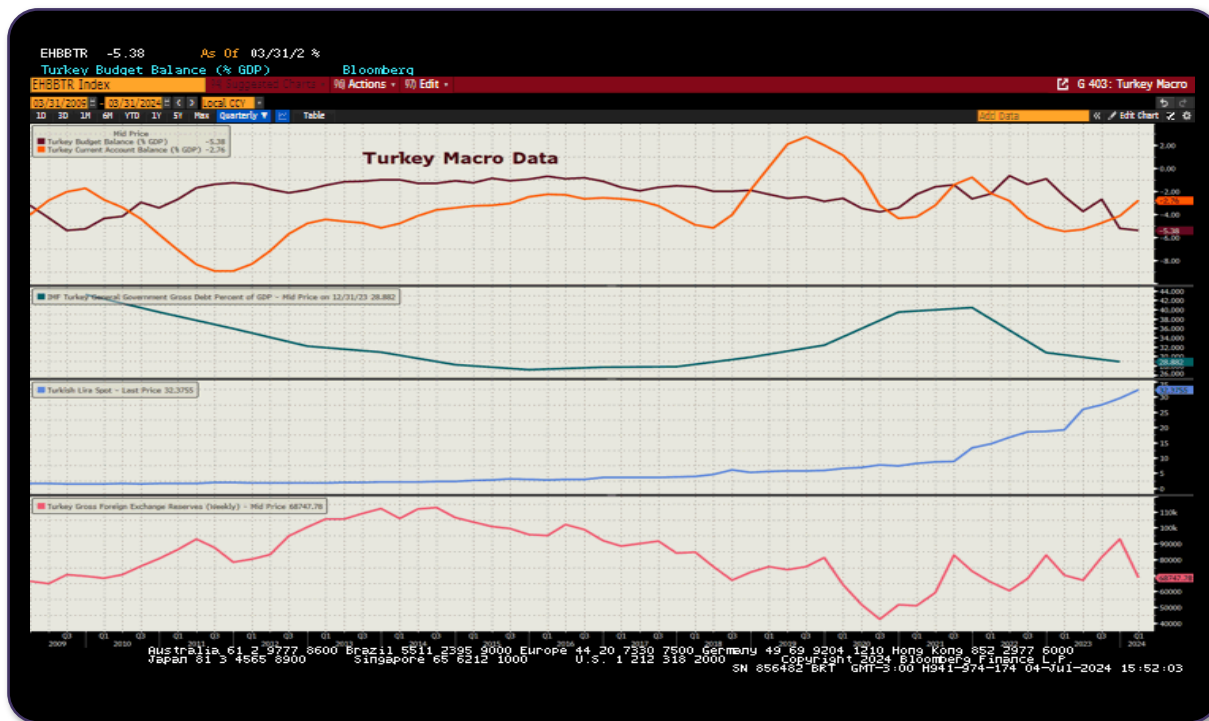
juros pelo seu banco central. A Turquia, pela sua fraqueza externa (reservas baixas e fluxo de conta corrente negativamente ruim) teve uma espiral de desvalorização cambial, inflação e um banco central “*pau mandado*” que manteve os juros artificialmente baixos. Na figura abaixo vemos o comportamento da inflação e dos juros turcos. O governo deliberadamente trabalhou com juros reais negativos.



O resto é história: um brutal processo de empobrecimento e perda do poder de compra da população, e o uso do artifício inflacionário para o país reduzir sua dívida interna. Ao mesmo tempo com o câmbio depreciado (saiu de 3 liras para 32 liras) houve a recomposição de suas reservas.

Na figura abaixo, temos alguns dados econômicos. No primeiro painel tanto o déficit em conta corrente quanto o fiscal consistentemente trabalhando no terreno negativo. No segundo painel, vemos a melhoria de dívida pública em função do PIB após o surto inflacionário. No terceiro painel, a escalada selvagem da lira turca e, no último, a recomposição de reservas externas, após a desvalorização.

São Paulo, julho de 2024



Bem, se temos problemas fiscais (sim temos, e são de ordem estrutural), **por que então o Brasil provavelmente evitará o cenário Turquia?** Basicamente por dois motivos:

- Em primeiro lugar, **não temos problemas nas contas externas**, não temos o risco de uma desvalorização nesta magnitude, pois temos mais de USD 300 bilhões em reservas e nossas contas externas são equilibradas.
- Em segundo lugar, temos um sistema político onde **o establishment atua como uma mola**: não nos deixa avançar muito em reformas, mas quando a coisa azeda, também não nos deixa pular no abismo. Acabamos de ter um exemplo recente onde o *establishment* político e econômico enquadrou o Presidente Lula, e ele subitamente voltou para o compromisso de alguma austeridade fiscal e respeito ao arcabouço fiscal.

Mesmo em um cenário onde Lula esticasse as cordas, as consequências em termos de desemprego, inflação e insatisfação popular fariam com o seu governo tivesse vida curta, não indo além de 2026. Ou eventualmente até antes, como no caso de Dilma. Já tivemos essa experiência.

Importante frisar aqui o papel que as contas externas ruins têm nessas dinâmicas tenebrosas como Turquia e Argentina. Você ter as contas externas equilibradas (isto é, não há falta de dólares), **mesmo em um cenário fiscal ruim, te dá algum tempo e tranquilidade de corrigir os rumos fiscais sem crises cambiais rápidas e fulminantes.**

São Paulo, julho de 2024

A doce ilusão do pós-fixado

Isto posto, de que consideramos o cenário Turquia improvável e muito mais um arroubo de marketing atrás de holofotes, esse tipo de lembrança incomoda e nos faz repensar o status imbatível dos investimentos pós-fixados no CDI. **Concordam que em um ambiente de inflação rodando bem acima dos juros de curto prazo é um ambiente onde o investidor perde poder de compra pelos juros reais negativos?**

Pois é, a turma do “CDI Turco” perdeu dinheiro e não foi pouco.

O que funcionaria nesse cenário?

- 1) Dólar.** Em um ambiente de crise cambial e fiscal, a corrida para a saída é inevitável. Afinal, farinha pouca, meu pirão primeiro. O dólar se valoriza e muito nesse cenário
- 2) Os Títulos IPCA (NTN-B's).** Em um ambiente onde juro real positivo vale ouro e papéis pagando IPCA + 6%, além de preservar o poder de compra, te dão um juro real. No caso dos fundos de pensão, que devem manter ao menos 90% de seus recursos em solo pátrio, as NTN-B's seriam uma das poucas ferramentas para os participantes preservarem o seu poder de compra.
- 3) Ativos Reais.** Aqui temos que imóveis e ações nessas escaladas inflacionárias preservam o seu poder de compra, como foi o Merval, que mesmo claudicante acompanhou a inflação Argentina todos esses anos. O mesmo se aplica aos imóveis, que até hoje são negociados em dólar no nosso vizinho austral.

Mesmo assim, há a hipótese de termos um cenário de terror dentro do cenário de terror.

Na Argentina tivemos o índice de inflação oficial sendo manipulado pelo governo de Cristina Kirchner, sendo alvo até de reprimenda por parte do FMI. Em um cenário desses, onde além de chutar o balde no fiscal, o governo manipulasse o IPCA, o dólar ganharia ainda mais valor e naturalmente é um cenário onde os Títulos IPCA perderão valor. Ativos reais continuariam imunes a protegendo o poder de compra nesse caso. **É um cenário muito remoto, mas é nossa função alertar de que ele existe.**

A Argentina teve até o curioso caso de ter trabalhado com juros reais positivos, porém como a inflação oficial era uma peça de ficção, fica-se sem saber se o juro real era positivo mesmo. Aqui tivemos uma emissão louca de moeda do Banco Central para financiar o Tesouro e o gigante déficit fiscal. A tal da Moderna Teoria Monetária (MMT) que alguns economistas do PT andam flertando. **Bem, não cremos no cenário Turquia e muito menos no cenário de manipulação de índices de inflação (que com as coletas privadas dos bancos seriam**

São Paulo, julho de 2024

facilmente descobertas), porém é bom termos conhecimento de história econômica, até para formulação de cenários.

Pensando em termos de normalidade e reversão à média, como é o nosso cenário de Brasil desde sempre, gostamos muito das NTN-B's. **Sim, sabemos que elas têm o incomodo da marcação a mercado, que em tempos de volatilidade trazem ansiedade. Porém, lembramos os riscos que o, supostamente seguro, CDI apresenta em cenários muito adversos como o da Turquia. No fim do dia, a única coisa que preserva o poder de compra do investidor é IPCA "mais". Todo o resto é apenas uma promessa de juro real, seja isso o CDI pós fixado, o pré fixado, os multimercados ou as ações.**

O investimento nas NTN-Bs e o preço de entrada

Sabemos que como classe de ativos, o IMA-B e suas variantes de maior ou menor *duration*, têm desempenho histórico acima do CDI, acima do IHFA (índice de multimercados) e bem acima do Ibovespa. Abaixo, o desempenho histórico destes índices, desde que todos existem em conjunto (2007).



São Paulo, julho de 2024

Já falamos disso em outras oportunidades, e mostramos que um dos motivos (ocultos) da boa performance do IMA-B sobre as outras classes de ativos é que o mercado (Focus) subestima a inflação realizada um ano a frente, em média 0,9% ao ano. **Ou seja, é uma classe que o investimento ex-ante nem sempre se mostra interessante, porém, pelas surpresas inflacionárias, ex-post ele termina trazendo sempre boas surpresas.**

O que vamos trazer aqui, em termos de novidade, é um estudo mostrando as probabilidades de sucesso de acordo com o nível de taxa que se investe nos títulos de inflação. **Como todo investimento, quanto mais barato se paga, maior é a margem de segurança e maiores são as chances de sucesso. Aqui vamos colocar isso em números.**

Analizamos, começando em 2006, a média de taxas praticadas pelos vértices disponíveis destes títulos públicos e, analisando em janelas móveis de 1 até 5 anos, medimos o percentual destas janelas que batem o CDI por preço de compra.

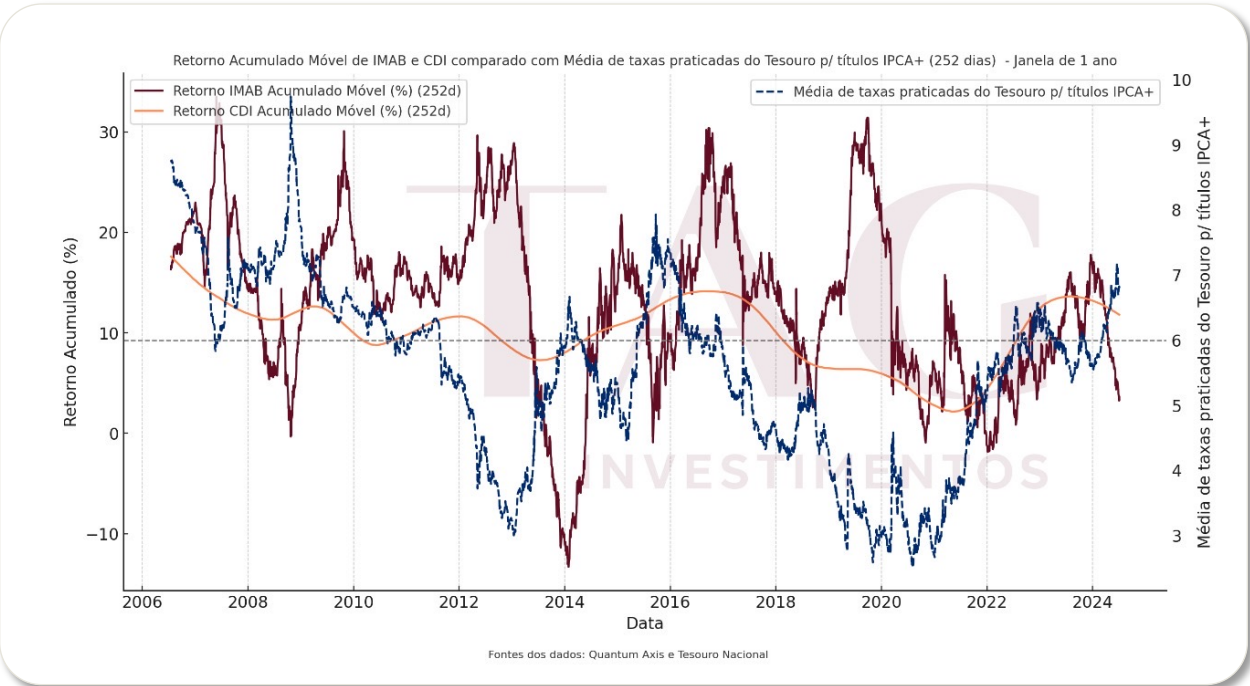
% DAS JANELAS EM QUE AS B'S GANHAM DO CDI								
JANELAS (anos)	1	2	3	4	5	6	7	8
Taxa 4%-4,5%	41,98%	27,28%	23,17%	20,56%	20,07%	20,80%	93,02%	100,00%
Taxa 4,5%-5%	62,00%	55,76%	60,04%	48,99%	61,43%	74,92%	99,25%	100,00%
Taxa 5%-5,5%	54,34%	60,74%	87,07%	82,69%	91,67%	95,66%	96,15%	100,00%
Taxa 5,5%-6%	54,74%	68,64%	82,36%	84,15%	89,27%	100,00%	100,00%	100,00%
Taxa 6%-6,5%	78,45%	91,68%	98,83%	98,13%	98,99%	100,00%	100,00%	100,00%
Taxa 6,5%-7%	76,62%	93,39%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Taxa 7%-7,5%	76,15%	95,34%	98,45%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

A próxima análise foi feita olhando em termos do percentual do tempo em que o investimento nas NTN-B's estiveram acima do CDI. **A conclusão é que, acima da taxa de 6%, o resultado em termos de taxas de sucesso, seja medindo o % de janelas ou o % do tempo acima do CDI, é meio que indiferente e bem positivo, e naturalmente melhorando quanto maior for o período de alocação.** É claro que comprar uma NTN-B a 7% é melhor do que comprar a 6%, porém em termos históricos o % do tempo que o papel esteve disponível para compra a 7% é bem inferior do que a 6%. Simetricamente falando, compras em taxas baixas, como 4%, trazem uma taxa de sucesso bastante baixa.

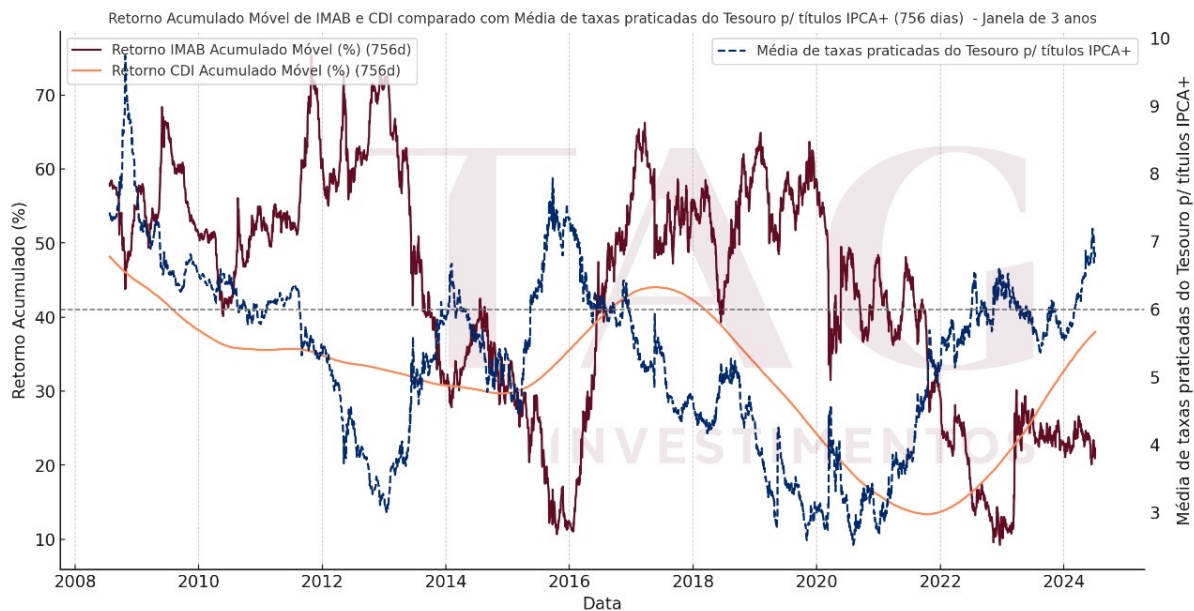
São Paulo, julho de 2024

% DO TEMPO EM QUE AS B'S ESTIVERAM À FRENTE DO CDI NO PERÍODO								
JANELAS (anos)	1	2	3	4	5	6	7	8
Taxa 4%-4,5%	58,53%	43,22%	40,48%	39,88%	36,12%	9,77%	16,10%	26,07%
Taxa 4,5%-5%	65,12%	58,79%	68,75%	63,56%	63,99%	59,40%	29,48%	37,34%
Taxa 5%-5,5%	47,83%	54,69%	70,98%	73,52%	77,11%	78,05%	71,94%	65,12%
Taxa 5,5%-6%	50,37%	61,45%	73,55%	76,76%	78,68%	78,70%	80,09%	79,54%
Taxa 6%-6,5%	65,46%	75,20%	81,92%	86,00%	87,79%	88,48%	90,13%	91,58%
Taxa 6,5%-7%	67,58%	79,75%	86,13%	88,90%	90,16%	89,57%	90,98%	92,88%
Taxa 7%-7,5%	68,64%	81,31%	86,61%	88,85%	91,08%	92,42%	93,40%	95,67%

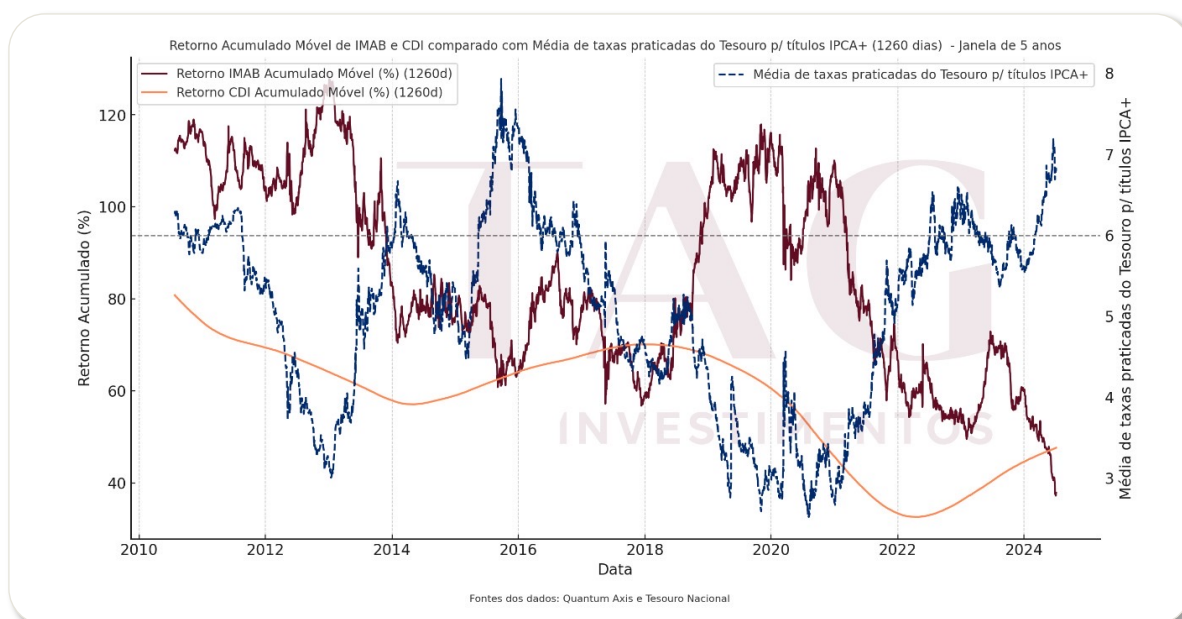
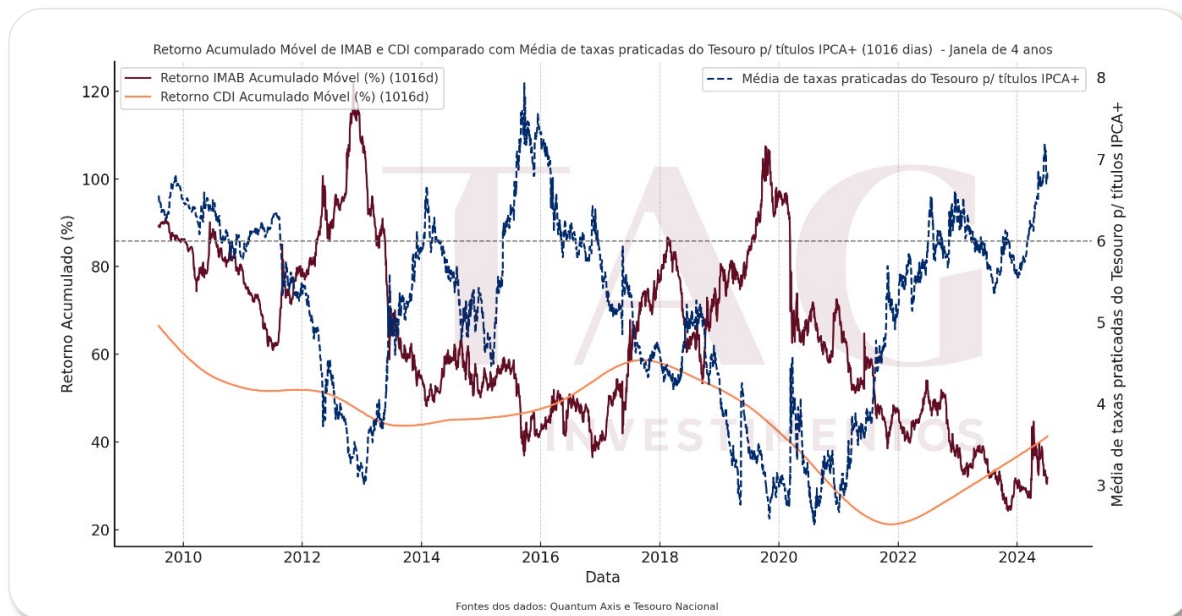
Na sequência, temos a representação gráfica das tabelas para as janelas móveis de 1 até 5 anos. Nota-se que sempre que tivemos um ponto de taxas altas praticadas (linha pontilhada vermelha), isso coincide com um ponto de baixo desempenho histórico (linha azul). **Historicamente, compras feitas nestes pontos (como agora) são o plantio de períodos futuros de bom desempenho, naturalmente desde que o investidor tenha o sangue frio de suportar a volatilidade e a marcação a mercado que estes momentos trazem.** Via de regra os bons pontos de compra são períodos turbulentos e voláteis.



São Paulo, julho de 2024



São Paulo, julho de 2024



André Leite

CIO da TAG Investimentos



TAG | 20

INVESTIMENTOS ANOS

Este material não deve ser considerado como material de venda ou divulgação, e pode ser usado para simular resultados futuros com base em informações passadas, sem qualquer garantia de que os resultados simulados serão obtidos ao longo do tempo.