BAHIA ASSET MANAGEMENT

SABER+

O juro caiu para valer - Guia do usuário

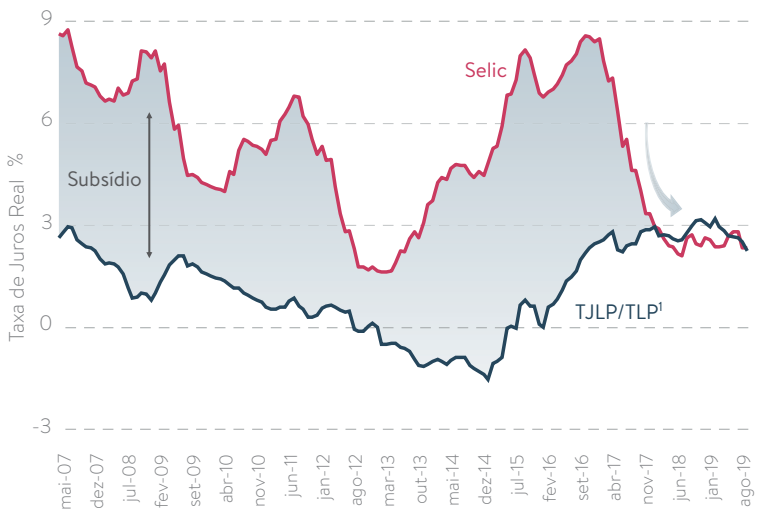
A taxa de juros atingiu seu mínimo histórico no Brasil. Uma conjugação de fatores domésticos e internacionais nos trouxe até aqui e deve continuar presente até onde nossa vista alcança. É claro que os ciclos econômicos não foram abolidos, assim como surpresas no campo político e econômico sempre surgem, em qualquer país e certamente também no Brasil. Pode apostar que não deixaremos de ter volatilidade nos juros! Mas os fundamentos econômicos indicam que as taxas tendem a oscilar ao redor de valores mais baixos do que no passado.

Se a taxa de juros livre de risco está mais baixa, a única maneira de se conseguir um retorno próximo ao que costumávamos ter no passado é assumindo mais riscos. Estamos habituados a aplicações com rendimentos atrelados ao CDI, que "sobem todo dia". Só que agora esses ativos crescem muito pouco e temos que buscar alternativas.

JUROS BAIXOS NO MUNDO E (AGORA) NO BRASIL

A oferta de poupança mundial elevou-se, ao mesmo tempo que a crise de 2008 reduziu o estoque de ativos seguros nas economias desenvolvidas. O Brasil avançou no ajuste fiscal com a aprovação da reforma da previdência e reverteu a política de expansão de crédito público.

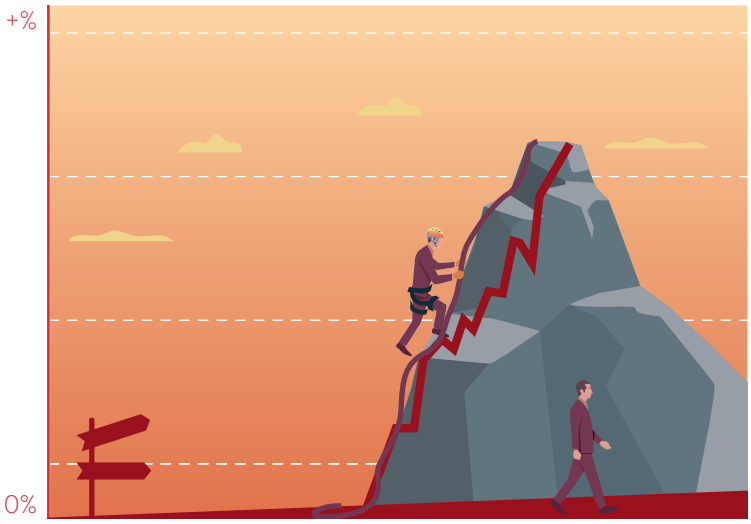
Com a diminuição dos subsídios nas taxas dos empréstimos públicos, os juros de mercado despencaram. Mantida a condução austera da política fiscal e de crédito público, os juros baixos persistirão.



RISCO, TRABALHO E POUPANÇA

O cenário para investimentos está mais desafiador. Oscilações nos preços dos ativos financeiros poderão levar a períodos de queda no valor de nossas aplicações. Consequentemente, o retorno do investimento em ativos de risco poderá ocorrer apenas no longo prazo. Qual parcela de seu patrimônio você se sente confortável em expor ao risco?

Decisões importantes dizem respeito também a trabalho e aposentadoria, consumo e poupança. Juros mais baixos são um sinal claro do mercado para que você esteja preparado para trabalhar mais e se aposentar mais tarde ou consumir menos e poupar mais. Ou uma combinação das duas coisas.



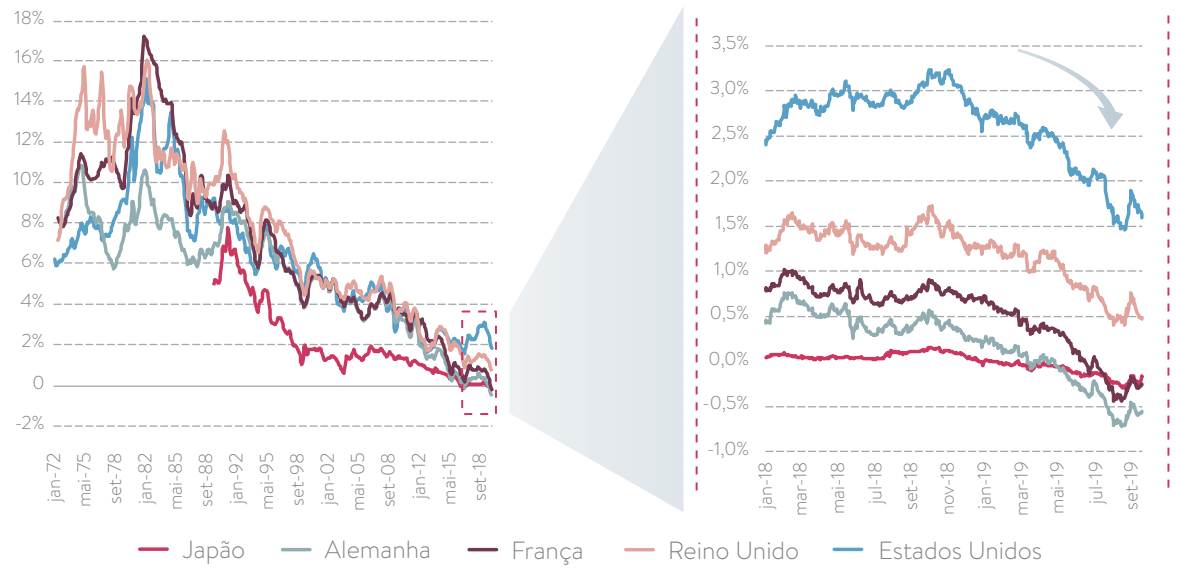
O JURO CAIU PARA VALER - GUIA DO USUÁRIO

A queda dos juros no Brasil decorre da soma de forças globais e mudanças na condução da política econômica interna. Para entender a profundidade e persistência deste movimento, analisaremos a seguir os elementos essenciais dos dois processos.

Um mundo de juros mais baixos

Como podemos ver no **gráfico 2**, os juros estão baixos no mundo inteiro. Há razões estruturais por trás deste movimento. Conforme discutimos na Edição 2 do Saber+, (i) envelhecimento da população, (ii) tecnologias que demandam menos capital, (iii) integração de economias asiáticas com alta taxa de poupança ao mercado global e (iv) escassez de ativos sem risco devem manter os juros baixos por um bom tempo nos países desenvolvidos.

GRÁFICO 2 - TAXAS DE JUROS BAIXAS NOS TÍTULOS DE 10 ANOS



- *As taxas de juros dos títulos de longo prazo apresentam uma tendência de queda devido a fatores estruturais.*
- *A partir do final de 2018, a desaceleração da economia mundial acentuou a queda das taxas de juros nas economias desenvolvidas.*

> *Em um mundo globalizado, investidores vasculham ativos por toda parte em busca de retorno, fazendo com que, em maior ou menor grau, todos os países sofram uma pressão baixista em suas taxas de juros internas.*

Obviamente, a perspectiva de juros baixos no mundo não garante que eles serão baixos em todos os países. Comecemos exatamente por um exemplo em que a pressão baixista não se materializou.

O que ocorreu recentemente na Argentina demonstra mais uma vez a importância da condução responsável da política econômica doméstica para preservar a estabilidade e colher os benefícios do financiamento externo. Vale a pena lembrar: aproveitando o cenário global favorável e com a promessa de ajustar sua economia, o país teve amplo acesso ao mercado internacional de capitais, chegando em 2017 até a captar US$ 2,75 bilhões em títulos de 100 anos. Isso mesmo, a Argentina conseguiu emitir títulos com vencimento de um século, mesmo tendo reestruturado sua dívida 6 vezes ao longo dos 70 anos anteriores à emissão.

As dificuldades políticas para entregar o ajuste prometido deixaram os investidores apreensivos e, no ano seguinte, a Argentina recorreu (mais uma vez) ao FMI, que acabou concedendo o maior empréstimo de sua história, de US$ 57 bilhões. Mesmo assim, com a vitória da oposição peronista nas eleições primárias em 11 de

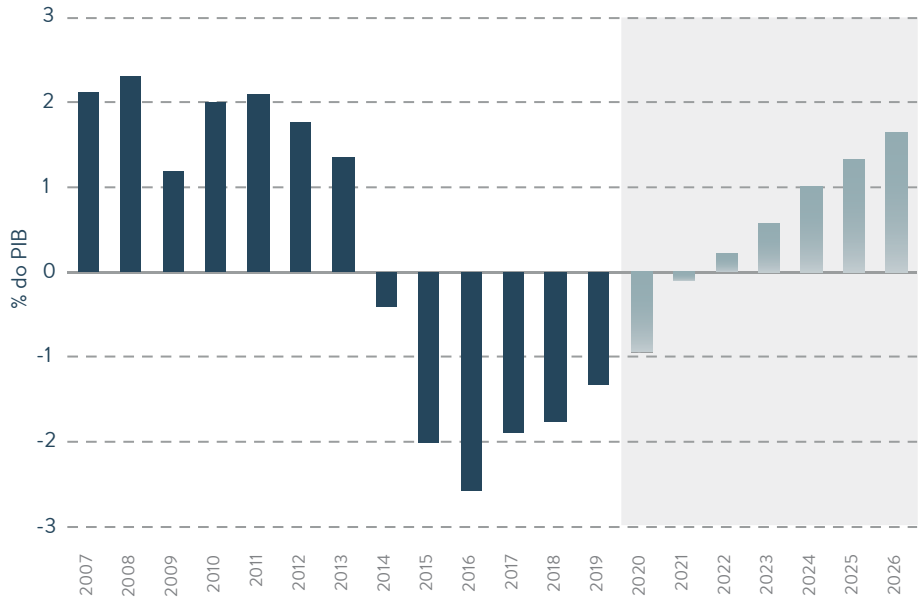
agosto deste ano, o governo foi obrigado a impor controles cambiais para conter a fuga de capitais e mais uma vez a discussão no país é sobre a reestruturação de sua dívida.

Brasil: economia mais ajustada

Olhando o caso brasileiro, vemos uma economia com inflação baixa e balanço de pagamentos equilibrado. Diferentemente do cenário poucos anos atrás, não temos tarifas públicas represadas ou taxa de câmbio apreciada. E o mais importante para garantir a estabilidade: como argumentamos na Edição 1 do Saber+, a aprovação da reforma da previdência neste ano será capaz de reestabelecer nossa credibilidade fiscal, equacionando o maior problema econômico do país.

Aliás, o processo de reforma fiscal brasileiro ilustra justamente o que juros baixos no mundo significam: paciência. Após a aprovação pelo Congresso do teto constitucional de gastos em 2016, o mercado aguardou pacientemente por quase 3 anos até a tramitação da reforma da previdência. Mesmo quando entrarem em vigor, as novas regras para aposentadoria demorarão a surtir efeito, como podemos ver em nossas projeções no **gráfico 3**.

GRÁFICO 3 - RESULTADO PRIMÁRIO DO GOVERNO CENTRAL



Fonte: Tesouro Nacional

- *Esperamos que o Brasil passe a ter superávit primário somente em 2022, após 8 anos de déficits nas contas públicas.*
- *Investidores pacientes são capazes de cobrar riscos baixos ao longo de um processo de ajuste gradualista.*

> *Projetamos que o governo brasileiro será superavitário somente em 2022, após 8 anos consecutivos de déficits primários. Apenas um investidor muito paciente aceita uma estratégia tão gradualista de ajuste fiscal ao longo de tantos anos.*

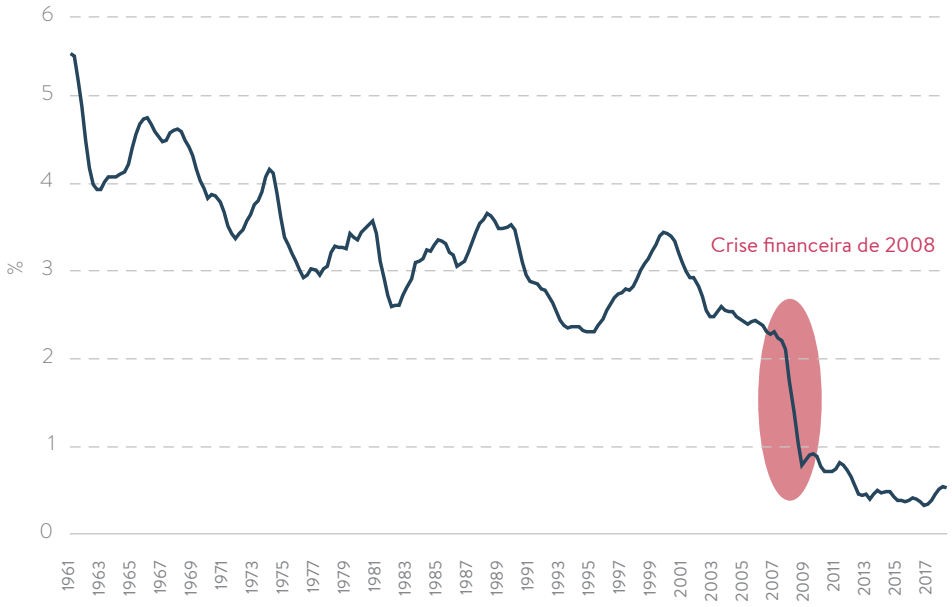
O mundo está mais tolerante a estoques elevados de dívida. Credores estão mais benevolentes com devedores. Enquanto durar este cenário, o Brasil será beneficiado pela ampla liquidez internacional se perseverar no caminho da condução responsável das contas públicas.

Alinhamento dos astros?

Acreditamos que as condições internacionais e domésticas estão atualmente alinhadas de forma inédita na direção de juros baixos. É importante entender porque apenas recentemente verificamos tais condições.

Apesar de existir há décadas, a tendência de queda dos juros no mundo certamente acelerou-se após a crise financeira de 2008, como podemos ver no **gráfico 4**. Entretanto, naquele mesmo momento observamos uma guinada na política fiscal brasileira que acabaria adiando por mais de uma década a transmissão dos juros baixos no mundo para o Brasil.

GRÁFICO 4 - TAXA DE JUROS NEUTRA NOS EUA DESDE 1960



Fonte: Holston, Laubach, and Williams (2017). Measuring the Natural Rate of Interest: International Trends and Determinants.

- *As taxas de juros neutras estão em queda há décadas.*
- *Com a crise financeira de 2008, a estimativa da taxa neutra caiu 1,5 p.p. e permanece muito baixa até hoje.*

> *Podemos dizer que, no exato momento em que as condições internacionais apontaram para um cenário global de juros realmente baixos, a condução da política econômica doméstica foi na direção oposta.*

Os astros não se alinharam devido à condução da política fiscal e de crédito público, que elevou as taxas de juros de mercado através de dois mecanismos conhecidos, como veremos abaixo.

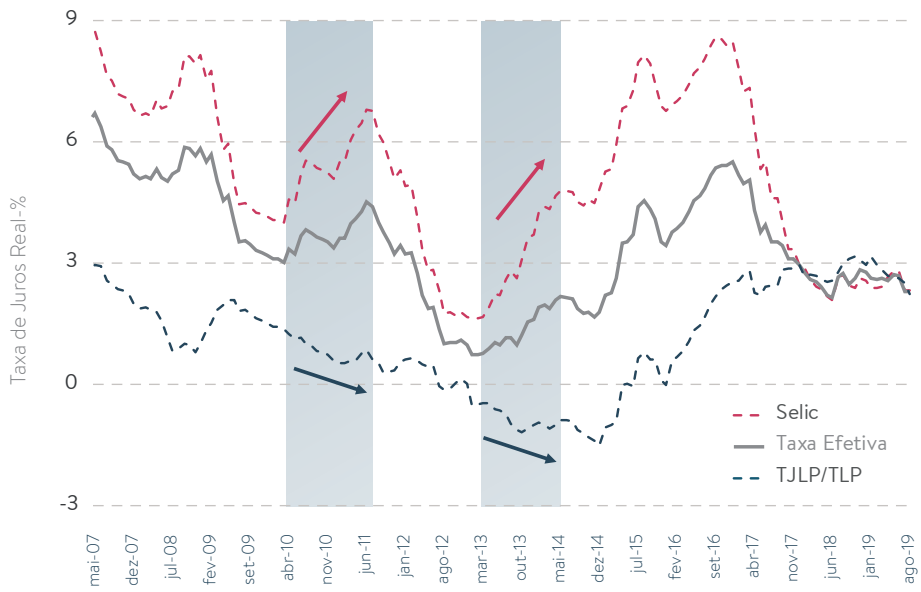
Expansão fiscal pressiona demanda...

A partir de 2009, aquilo que deveria ser um estímulo pontual, em resposta à desaceleração abrupta da atividade, tornou-se um mecanismo de pressão contínua sobre a demanda agregada da economia brasileira.

> *Gastos públicos e, principalmente, empréstimos a juros subsidiados concedidos pelos bancos estatais fizeram com que o Banco Central tivesse que manter os juros de mercado elevados.*

No **gráfico 5** ilustramos este fenômeno através de uma conta simples. Construímos uma série de taxa de juros básica agregada para a economia, levando em conta os estoques de crédito dos bancos privados e públicos. Para cada momento do tempo, usamos os montantes de crédito para ponderar a taxa básica correspondente a cada tipo de instituição - concessões de bancos privados para a taxa Selic e as concessões dos bancos públicos para a TJLP/TLP[1]. As taxas Selic e TJLP/TLP são deflacionadas pela expectativa de inflação, de maneira a obtermos taxas de juros reais comparáveis ao longo de toda série. A cada período, a taxa efetiva corresponde a uma combinação entre Selic e TJLP/TLP de acordo com a respectiva participação do setor privado e público no estoque total de crédito da economia. Esta taxa média é a que melhor sintetiza as condições monetárias da economia. Analisando o gráfico, alguns fatos chamam a atenção.

GRÁFICO 5 - TAXA DE JUROS EFETIVA NO BRASIL



Fonte: Banco Central do Brasil, Bahia Asset Management

- *Até 2017, as taxas de juros do crédito público permaneceram sistematicamente abaixo das taxas de mercado.*
- *Nesse período, o BC teve que manter a Selic em níveis elevados para compensar os subsídios no crédito público.*

A diferença entre os juros de mercado e os juros subsidiados era muito grande até recentemente.

> *No período de 2007-16, a média da Selic real foi de 5,6%, enquanto a média da TJLP real ficou em apenas 0,7%. Visto de outra forma: para a mesma taxa efetiva média de 3,6% que vigorou entre 2007-16, a Selic poderia ter sido 2p.p. menor caso não houvesse crédito subsidiado.*

Na verdade, o efeito provavelmente teria sido até maior do que nesse exercício contrafactual. Uma vez que o governo se financia à taxa Selic, a inexistência de subsídios diminuiria o custo da dívida pública e tenderia, portanto, a reduzir os juros de equilíbrio da economia brasileira.

No início de 2018, com a queda da Selic para níveis semelhantes à TLP, nossa medida de subsídio para o crédito público ficou praticamente zerada, e permanece assim até hoje.

Além da diferença em nível, chamam a atenção momentos em que as taxas caminharam em direções opostas. No gráfico, ressaltamos dois períodos relevantes, jun/10-jul/11 e abr/13-abr/14. Nesses momentos, o Banco Central estava subindo os juros enquanto as taxas subsidiadas continuavam a cair e puxar para baixo a taxa efetiva, o que reduzia a potência da política monetária.

... e eleva o risco de solvência

A partir da profunda recessão de 2014-16, a política fiscal passou a pressionar os juros de mercado através de outro mecanismo: a elevação dos prêmios de risco.

> *Queda de arrecadação, elevação do estoque de dívida como proporção do PIB e perspectiva de menor crescimento potencial pioraram a solvência do setor público.*

Para termos uma ideia da percepção do mercado, investidores e economistas voltaram a discutir o risco de financiamento dos déficits fiscais via inflação nessa época.

Alinhamento de astros? Agora sim!

Com a mudança de governo em 2016, a política econômica passou a ser conduzida de forma responsável. Entretanto, a aprovação da reforma da previdência aconteceu apenas este ano.

> *Desta forma, acreditamos que somente a partir de 2019 os fatores externos e internos apontaram simultaneamente na direção de juros de mercado mais baixos.*

Este cenário é o nosso novo normal? Para que seja, o Brasil precisa manter a austeridade fiscal e promover avanços institucionais, que incluem concessões e privatizações, reforma tributária, abertura da economia e promoção da concorrência. As agendas da atual equipe econômica e do Congresso estão alinhadas com esta visão. Por isto acreditamos que o atual equilíbrio com juros de mercado mais baixos deve persistir, dentro da lógica de um novo modelo de crescimento com menor interferência do estado e maior participação da iniciativa privada.

Considerando as perspectivas para o cenário internacional, o que talvez seja necessário é acelerar a entrega dessa agenda liberal. Com a queda do crescimento mundial, especialmente em função do enfrentamento estratégico entre as duas maiores economias do mundo, EUA e China, o investidor externo torna-se mais seletivo. Mas temos condições de nos manter atrativos.

Se a queda de juros é para valer, o que faço?

Juros baixos representam um desafio para os poupadores que investem no mercado financeiro brasileiro. Como mostramos anteriormente, a partir da mudança na condução da política econômica em 2016 os efeitos dos juros mais baixos no mundo se fizeram sentir de maneira pronunciada no Brasil. Com a aprovação da reforma da previdência, o banco central reduziu a taxa de juros Selic para o menor patamar da história – e deve continuar caindo.

Mantida a condução responsável da política fiscal e de concessões de crédito pelos bancos públicos, a taxa de juros de equilíbrio tende a permanecer baixa.

> *Descontando a inflação, nossas estimativas atuais apontam para taxas reais de equilíbrio entre 3% e 4% no Brasil. Os juros correntes estão até mais baixos, uma vez que a política monetária está em campo estimulativo, o que deverá continuar até 2021.*

Não existe mágica. Se a taxa de juros livre de risco está mais baixa, a única maneira de conseguir um retorno próximo ao que costumávamos obter no passado é assumir mais riscos. Devemos buscar alternativas aos ativos com rendimentos próximos ao CDI (aqueles que "sobem todo dia"), que representam grande parte da alocação da poupança dos brasileiros.

Mas é essencial entender o que de fato significa tomar mais risco no mercado financeiro. E não é só isto: a consolidação de um cenário de juros baixos nos leva a refletir também sobre importantes decisões de vida. Trabalho e aposentadoria, consumo e poupança. Trataremos agora desses assuntos.

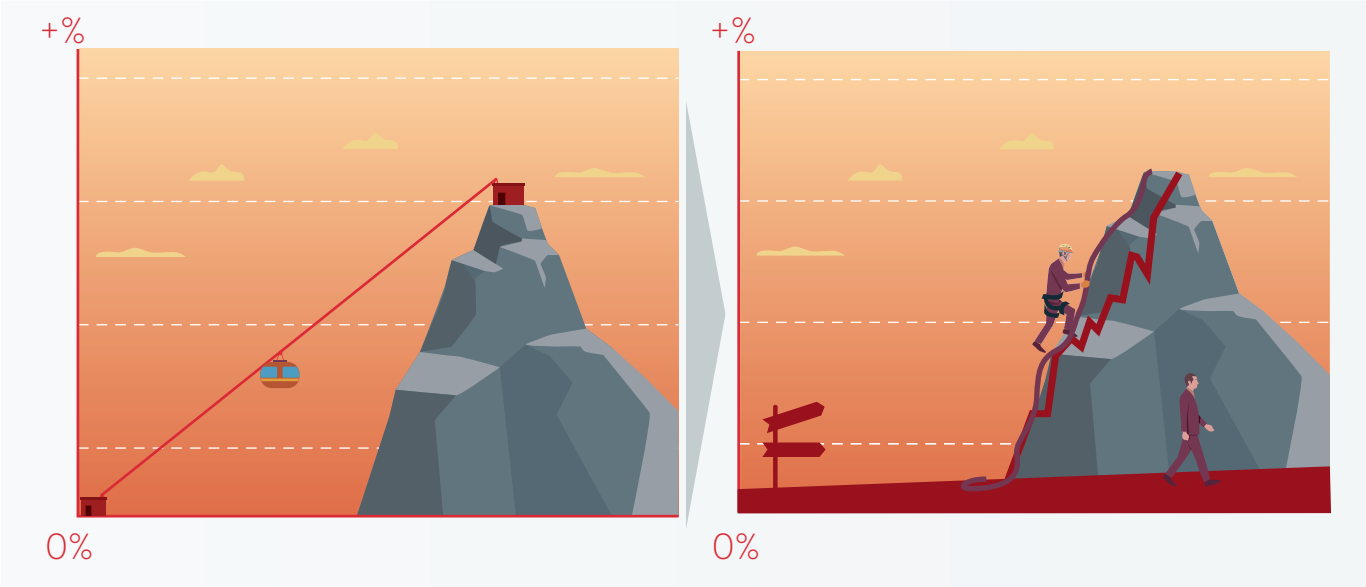
Risco e retorno para o investidor

A maneira mais fácil de começar a entender as opções disponíveis no cenário de juros baixos é através de um exemplo de como não deveríamos agir: "Até pouco tempo atrás, eu estava acostumado a receber pelo menos 1% de juros todo mês no CDI. Eu preciso desse rendimento. Portanto, vou comprar bolsa, debêntures de 20 anos e o que mais for necessário para garantir este retorno."

A tomada de risco não pode ser um simples processo de engenharia reversa, como no exemplo acima. "Preciso de tal rendimento, logo tomarei o risco que for necessário para atingi-lo". É claro que a queda dos juros e a vontade de se obter um retorno maior são a motivação para a busca de risco. Mas é importante que você aprenda qual risco está correndo e se sinta confortável com ele. Pode parecer simples, mas não é.

A **figura 1** abaixo ilustra o dilema do investidor no novo cenário de juros baixos. Independentemente de qual alternativa ao CDI estejamos analisando, há duas dimensões de risco que devemos considerar: volatilidade e prazo. Devemos ter consciência de que oscilações nos preços dos ativos levarão a períodos de queda no valor das nossas aplicações.

FIGURA 1 - A NOVA PAISAGEM DOS INVESTIMENTOS



- *No mundo de juros altos, havia uma maneira clara de se garantir grandes recompensas no mercado financeiro. O patrimônio do investidor subia de bondinho!*
- *Mas não há mais bondinho. Quais as atuais opções? Um caminho ameno que não nos leva muito longe ou trilhas mais desafiadoras em direção ao cume.*

> *O retorno do investimento em ativos de risco poderá ocorrer apenas no longo prazo: não existe mais aquela garantia de ganhos diários, mensais e anuais sempre positivos de aplicações umbilicalmente ligadas ao CDI.*

Pelo contrário, o normal agora são oscilações de preço e portanto de patrimônio, que podem durar muito tempo, até anos. Na verdade, é ainda pior. A rigor, não há garantia de prazos para se voltar ao azul ou de determinado retorno para aplicações em ativos de risco - como aliás fica claro nos contratos que assinamos quando investimos nesses ativos mais arriscados. O que existem são análises e projeções baseadas nas características de cada produto e seu desempenho passado – o que, como somos alertados constantemente, não são garantia de retorno no futuro.

Você está preparado para isto? Ou melhor, qual a parcela de seu patrimônio que você se sente confortável em expor ao risco?

Uma reflexão mais detida sobre o assunto nos levará a perceber que, para estarmos confortáveis com o nível de risco total da nossa carteira, muito provavelmente o retorno esperado será menor do que estávamos acostumados a receber até poucos anos atrás. O que nos leva a outra categoria de considerações.

Trabalho e aposentadoria, consumo e poupança

Avaliar risco e retorno de ativos financeiros é refletir sobre o futuro. E, nesse campo, as decisões mais importantes que temos a tomar dizem respeito a trabalho e aposentaria, consumo e poupança.

> *Juros mais baixos são um sinal claro do mercado para que você esteja preparado para trabalhar mais e se aposentar mais tarde ou consumir menos e poupar mais. Ou uma combinação das duas coisas.*

Colocando de outra forma: ficou mais caro economizar, você terá que pagar mais caro por isto e, portanto, trabalhar mais e/ou consumir menos hoje para atingir os mesmos objetivos financeiros no futuro. São questões complexas que demandam reflexão. Em particular, a opção por trabalhar mais não depende apenas de você e envolve importantes decisões ao longo da carreira, como o investimento contínuo na formação profissional, de forma a garantir sua empregabilidade.

Obviamente, você não é obrigado a tomar nenhuma dessas decisões. Apenas devemos ter consciência de nossas ações num ambiente em que os preços de mercado são diferentes daqueles que estávamos acostumados há poucos anos. Com preços diferentes, se tomarmos as mesmas decisões do passado o resultado tenderá a ser diferente. A direção apontada pelo mercado é clara: devemos aprender a tomar mais risco e cogitar seriamente a possibilidade de termos que trabalhar e poupar mais.

Nota

[1] A Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP), determinada a cada três meses pelo Conselho Monetário Nacional, era a taxa de juros de referência para empréstimos do BNDES até dezembro de 2017. A partir de 2018, a taxa de referência para novos financiamentos do BNDES passou a ser a Taxa de Longo Prazo (TLP), atrelada ao rendimento da NTN-B de 5 anos e ao IPCA.

BAHIA ASSET MANAGEMENT

As informações divulgadas aqui têm caráter meramente informativo, não se constituindo em oferta de venda de nossos produtos e, tampouco, em consultoria de investimento. As gestoras do Bahia Asset Management ("o Bahia") não comercializam nem distribuem quotas de fundos de investimentos ou qualquer outro ativo financeiro. As informações aqui contidas representam expectativas do Bahia e foram produzidas observando as condições atuais de mercado, diversas variáveis e modelos sendo que as estimativas aqui apresentadas, foram elaboradas com base no razoável critério e julgamento do Bahia e podem ser alteradas a qualquer momento sem aviso prévio. O Bahia não se responsabiliza por decisões de investimento tomadas com base nos dados aqui divulgados ou a partir dos dados aqui divulgados. O conteúdo dessa apresentação é propriedade intelectual do Bahia e não deve ser copiado, modificado, ou utilizado com outro caráter que não informativo, salvo mediante expressa autorização. As opiniões emitidas não vincularão o Bahia, nem imputarão qualquer tipo de responsabilidade a esta instituição. Os investidores devem ser assessorados por seus distribuidores e estarem cientes dos riscos dos investimentos escolhidos. Recomendamos ao investidor a leitura cuidadosa do regulamento dos fundos de investimento e da lâmina de informações essenciais, se houver, ao aplicar seus recursos. Para conhecer as estratégias e os fundos geridos pelo Bahia, entre em contato conosco.