



MARCELO GUTERMAN, CFA
Especialista de Investimentos

Até onde vai a taxa de juros?

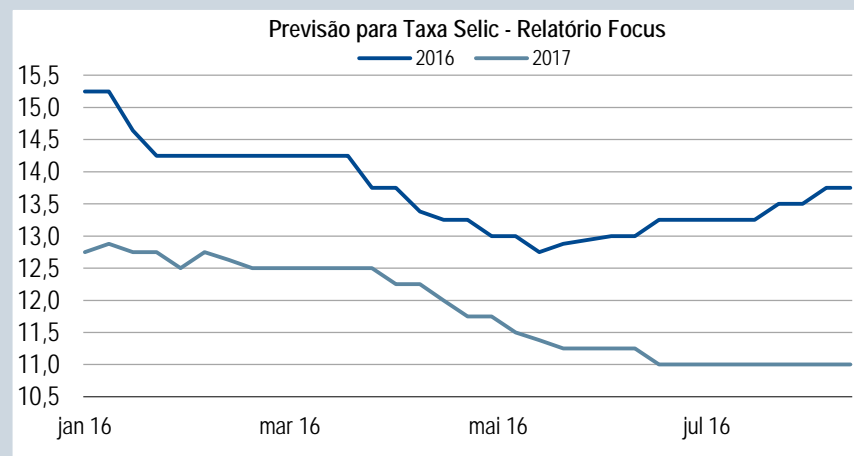
Sumário

- Uma parte da queda das taxas de juros foi causada pela recuo das previsões para a taxa Selic, em função da desaceleração da atividade econômica. Acreditamos que há espaço para recuos adicionais das expectativas para a taxa Selic em 2017.
- Também a queda do risco país foi um fator determinante para o recuo das taxas de juros neste ano. Avaliamos que o risco-país pode cair ainda mais em relação a outros emergentes, levando a recuos adicionais das taxas de juros. Além disso, a manutenção das taxas de juros nos EUA em patamares baixos por um tempo ainda prolongado também favorece a percepção de risco nas economias emergentes.

Mesmo com a taxa Selic em seu mais longo período de estabilidade desde o início do sistema de metas de inflação (a Selic foi modificada pela última vez em 29/07/2015), as taxas de juros de mais longo prazo recuaram de maneira significativa neste ano. Por exemplo, os títulos prefixados com vencimento em jan/2021 recuaram de 16,62% em 31/12/2015 para 12,00% em 29/07/2016. O mesmo ocorreu com as NTN-B: o título com vencimento em 15/08/2050 recuou de 7,24% para 5,79% no mesmo período. Este movimento causou a valorização bastante expressiva dos IMAs neste ano até julho: o IRF-M e o IMA-B renderam, respectivamente, 15,87% e 19,06%, contra apenas 7,81% do CDI. A pergunta óbvia é: existe espaço para recuos adicionais das taxas de juros?

Em primeiro lugar, é importante entender como chegamos até aqui. O ano começou com um Banco Central (e um governo, porque não dizer) com fama de, para dizer o mínimo, ter um mandato dual: além de buscar a convergência da inflação para a meta, a missão do BC seria também estimular o crescimento econômico. Com a forte desaceleração da atividade econômica em 2015, e também contratada para 2016, haveria espaço, neste contexto, para cortes das taxas de juros neste ano. No gráfico a seguir, mostramos como evoluíram as previsões para a Selic do final de 2016 e de 2017 segundo o relatório Focus.

Quadro 1
Previsão Taxa Selic - Relatório Focus



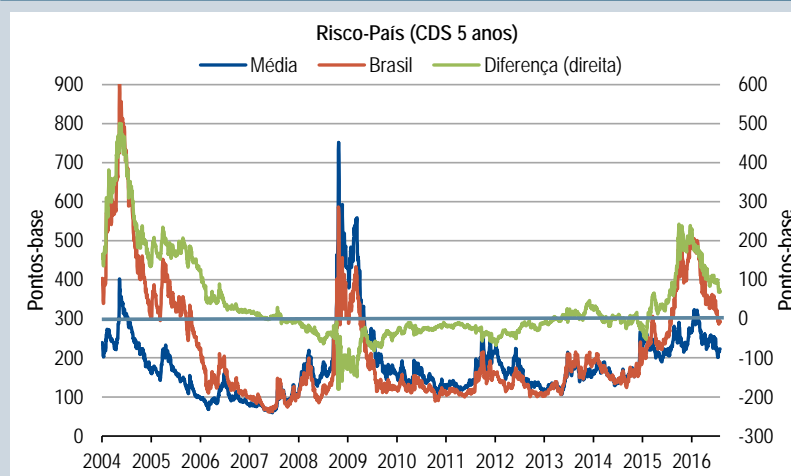
Fonte: Relatório Focus Banco Central do Brasil. Dados de Agosto 2016

Podemos observar que a previsão do mercado para a taxa Selic do final de 2016 começou o ano em 15,25%. Aos poucos, na medida em que os dados de atividade econômica mostravam que a recessão continuaria muito forte, o mercado foi embutindo em suas previsões cortes da Selic cada vez maiores, até chegar em 13,00% no início de maio. Em meados de maio, com a mudança do presidente do BC, as expectativas pararam de cair e, com a mensagem mais dura do novo presidente, voltaram a subir ligeiramente, para 13,50%. De qualquer forma, a previsão para a taxa Selic para o final de 2016 caiu 200 pontos-base neste ano, o que explica, em parte, a queda das taxas de juros mais longas.

Sob este aspecto, para avaliar se há espaço para mais recuos das taxas de juros, é preciso focar nas previsões para a Selic no final de 2017. Hoje, o relatório Focus indica que a taxa Selic estará em 11% no final de 2017. Uma forma para que as taxas longas recuem ainda mais é esta previsão cair deste patamar. Nosso cenário é de que a Selic terminará o ano de 2017 em 10,50%, mas pode ser ainda mais baixa. Basta fazer um cálculo simples: digamos que o BC tenha sucesso em fazer a convergência da inflação para 4,5% ao longo de 2017. Portanto, a expectativa de inflação para 2018 seria também de 4,5%. Considerando uma taxa de juros real de 5%, teríamos uma taxa de juros ex-ante de 10% (considerando o prêmio de risco). Portanto, sob este critério, poderíamos ter ganhos adicionais de 100 pontos-base. Os ganhos nos prazos mais longos podem ser ainda maiores, se o BC continuar indicando disposição de manter a inflação na meta, e se a meta for revisada para baixo de 4,5%.

Um outro fator que pode levar à continuidade do rally das taxas de juros é a queda do risco-país. No gráfico a seguir, mostramos como o risco-Brasil (medido pelo CDS¹ de 5 anos) se comparou com a média do risco de cinco países comparáveis: África do Sul, Colômbia, México, Rússia e Turquia.

Quadro 2
Risco-País (Credit Default Swaps - CDS 5 Anos)



Fonte: Bloomberg, Western Asset. Dados de 29 jul 16

¹CDS: Credit Default Swap. Contrato de swap que funciona como um seguro contra default. O comprador do CDS paga um prêmio para se proteger do default do emissor. Um prêmio de 100 pontos-base significa que o comprador do CDS está pagando 1% ao ano

A linha verde, no gráfico, representa a diferença do risco-Brasil (vermelho) para a média dos riscos dos cinco países acima listados (azul). Observe como, em grande parte do tempo, entre 2007 e 2014, o risco-Brasil esteve abaixo desta média, ou no mínimo igual. Foi um tempo em que o país praticava políticas macroeconômicas consistentes, e era assim percebido pelo investidor global. A partir de 2015, esta diferença subiu para mais de 200 pontos-base, mesmo nível de 2005. Em 2016, na medida em que mudanças políticas trouxeram a esperança da volta das políticas macroeconômicas racionais, esta diferença caiu para 70 pontos-base no final de julho. Uma parte desta melhora já influenciou a queda das taxas de juros neste ano, mas ainda estamos em meio a este processo. Se o governo tiver sucesso na aprovação das reformas fiscais no Congresso, e acelerar o programa de privatizações e concessões, poderemos ver esta diferença cair para zero ou até abaixo, impulsionando, desta forma, quedas adicionais das taxas de juros.

Obviamente, de nada adiantaria o risco-país cair em relação aos seus pares globais, se a percepção de risco das economias emergentes como um todo aumentasse neste período. Para que o risco continue a cair globalmente, o fator decisivo é que as taxas de juros nos EUA permaneçam em patamares baixos por um período prolongado. Este é justamente o cenário base com que a Western Asset está trabalhando hoje: em função de uma atividade econômica ainda fraca, e uma inflação que ainda está longe da meta do Fed, o Banco Central norte-americano deve subir as taxas de juros de maneira muito lenta ao longo de 2017, o que deve continuar beneficiando os mercados emergentes.

Assim, pelos motivos expostos acima, nosso cenário-base é de que há espaço para que as taxas de juros, principalmente as de prazos mais longos, atinjam patamares mais baixos nos próximos meses.

Este material de divulgação é um breve resumo de determinados assuntos econômicos, sob a ótica dos gestores da Western Asset Management Company DTVM Limitada ("Western Asset") e possui finalidade meramente informativa. O conteúdo deste material não tem o propósito de prestar qualquer tipo de consultoria financeira, de recomendação de investimentos, nem deve ser considerado uma oferta para aquisição de produtos da Western Asset. Recomenda-se ao leitor consultar seus analistas e especialistas particulares antes de realizar qualquer investimento. A Western Asset não se responsabiliza pelas decisões de investimento tomadas pelo leitor.

A Western Asset pode ser contatada por meio dos seguintes canais: SAC: 11 3478-5200 - dias úteis das 9h às 18h; www.westernasset.com.br - Seção Fale Conosco. Se a solução apresentada pelo SAC não for satisfatória, acesse a Ouvidoria: 11 3478-5088 - dias úteis das 9h às 12h - 14h às 18h; ouvidoria@westernasset.com. Correspondências ao SAC e Ouvidoria podem ser dirigidas à Av. Pres. Juscelino Kubitschek, 1455, 15º andar, cnj. 152, São Paulo -SP - 04543-011.

OS INVESTIMENTOS EM FUNDOS NÃO SÃO GARANTIDOS PELO ADMINISTRADOR, PELO GESTOR OU POR QUALQUER MECANISMO DE SEGURO OU, AINDA, PELO FUNDO GARANTIDOR DE CRÉDITO – FGC. A RENTABILIDADE PASSADA NÃO REPRESENTA GARANTIA DE RENTABILIDADE FUTURA. LEIA O REGULAMENTO, O INFORMATIVO DE INFORMAÇÕES COMPLEMENTARES E A LÂMINA DE INFORMAÇÕES ESSENCIAIS ANTES DE INVESTIR.

© Western Asset Management Company DTVM Limitada 2016. Esta publicação é de propriedade da Western Asset Management Company DTVM Limitada e é de uso exclusivo de nossos clientes e de seus respectivos consultores de investimentos. Esta publicação não deve ser enviada a qualquer outra pessoa. O conteúdo deste material deve ser tratado como confidencial e não poderá ser reproduzido ou utilizado sob qualquer forma sem a nossa expressa autorização.