



MARCELO GUTERMAN, CFA
Product Specialist da Western Asset no Brasil



Meta atuarial e taxa de juros: um diálogo possível

Sumário

- Agentes econômicos utilizam, via de regra, uma taxa de juros real ao precificar ativos. Presume-se que a taxa de juros nominal, ao longo do tempo, será maior do que a inflação, resultando em uma taxa de juros real positiva. Esse pressuposto tem sido verdadeiro no caso do CDI.
- Ao compararmos o rendimento real do CDI com o rendimento de uma NTN-B de 3 anos de prazo, em janelas de 3 anos, verificamos que ambos os investimentos apresentam aproximadamente o mesmo comportamento ao longo do tempo.
- Dada a limitação do mercado de crédito em IPCA, os investidores preocupados em montar uma carteira de crédito atrelada ao índice enfrentarão dificuldades. Uma alternativa é montar uma carteira em CDI e considerar que esses investimentos provêm um retorno real compatível com uma NTN-B no médio e longo prazo.
- Em prazos suficientemente longos, investimentos atrelados ao CDI fazem bem o papel de proteger os investimentos contra a corrosão inflacionária.

Em um de seus raros romances, *The Man Who Was Thursday*, o filósofo inglês G. K. Chesterton conta as aventuras de um espião da polícia que se infiltra em uma gangue de anarquistas, substituindo um deles. Cada anarquista recebia o nome de um dia da semana, e a ele coube o apelido de quinta-feira, daí no nome do romance. Na medida em que a história avança, quinta-feira vai descobrindo que todos os outros membros da gangue são também policiais infiltrados. Sobra apenas o chefe da gangue, que não surpreendentemente recebia o apelido de Domingo. No final, quinta-feira descobre que Domingo não somente era o chefe da gangue, como também era o seu chefe (oculto até aquele momento) na polícia. Ou seja, policiais e anarquistas eram as mesmas pessoas, obedeciam ao mesmo chefe. Uma alegoria utilizada por Chesterton para passar a mensagem de que não há o mal e o bem absolutos, um libelo contra o maniqueísmo.

Essa história faz pensar na conciliação, sempre problemática, entre a meta atuarial dos Fundos de Pensão e as taxas de juros do mercado. A dificuldade desta conciliação fica mais clara quando as taxas de juros atingem patamares mais baixos, como é o caso hoje. A tese a ser desenvolvida neste artigo é a de que, a exemplo da alegoria de Chesterton, meta atuarial e taxas de juros, no longo prazo, bebem da mesma fonte. Portanto, não é absolutamente necessário fazer o *matching* dos investimentos com a meta atuarial para cumpri-la. Ambas, meta atuarial e taxa de juros, acabam se encontrando no longo prazo, pois têm sua origem no mesmo fenômeno: a inflação, que é o Domingo da macroeconomia.

Inflação e investimentos

Todo e qualquer investimento tem como objetivo principal proteger o dinheiro da corrosão inflacionária no longo prazo. Além disso, se possível, obter algum ganho real de capital.

Os agentes econômicos, quando precificam os ativos, utilizam, via de regra, uma taxa de juros real, ou seja, acima da inflação. O pressuposto deste raciocínio é de que a taxa de juros nominal, ao longo do tempo, será maior do que a inflação, resultando em uma taxa de juros real positiva.

Este pressuposto tem sido verdadeiro no caso do CDI. No gráfico 1, podemos observar que o CDI tem ficado acima do IPCA em janelas de 1, 3 e 5 anos. Obviamente, quanto mais curta a janela, maior a oscilação. Na janela de 1 ano, nota-se que o CDI real se aproximou de zero justamente no pior momento de condução da política monetária, em 2013, quando a Selic foi reduzida mesmo com evidentes sinais de que a inflação não estava convergindo para a meta. Para janelas mais longas, no entanto, o CDI excedeu o IPCA em valores sempre superiores a 4% ao ano.

Investidores preocupados com passivos em inflação, no entanto, sentem-se desconfortáveis com este des-casamento. Por mais que o histórico já longo (para os padrões brasileiros) indique que o CDI tem excedido o IPCA, nada garante que isto ocorrerá no futuro. O objetivo deste artigo é justamente demonstrar que, assumindo que o sistema de metas seja respeitado, o CDI deve, em janelas de longo prazo, pagar uma taxa de juros real compatível com as taxas pagas por títulos atrelados ao IPCA.

Gráfico 1
 CDI vs. IPCA - juros anualizados



Fonte: Western Asset, Econômica

O regime de metas de inflação

O regime de metas de inflação fez sua estreia no Brasil em 1999, quando a âncora cambial, base do regime anterior, esgotou as suas possibilidades. O novo regime baseava-se em duas premissas: i) o reconhecimento de que as expectativas de inflação dos agentes econômicos jogam um papel central no comportamento da inflação futura e ii) que estas expectativas são influenciadas basicamente pela credibilidade do Banco Central.

No regime de metas de inflação, os agentes esperam que o Banco Central atue no sentido de manter a inflação dentro da meta no horizonte relevante de influência da política monetária (normalmente entre 1 e 2 anos). Para tanto, utiliza o único instrumento que tem para tanto: a taxa de juros básica, ou taxa Selic.

Uma regra de bolso que costuma nortear a atuação dos Bancos Centrais que atuam sob o regime de metas de inflação ao redor do mundo é a chamada Regra de Taylor, em referência a um artigo de 1973 de John B. Taylor. Neste trabalho, Taylor sugere que os Bancos Centrais seguem, a grosso modo, a regra expressa na seguinte equação:

$$i_t = \pi_t + r_t^* + a_\pi(\pi_t - \pi_t^*) + a_y(y_t - \hat{y}_t)$$

Onde:

- i_t : taxa básica de juros no tempo t
- π_t : inflação no tempo t
- r_t^* : taxa de juros real estrutural de equilíbrio da economia no tempo t (a taxa de juros que, teoricamente, tudo o mais constante, estabilizaria inflação e crescimento econômico em seus níveis de equilíbrio de longo prazo)
- π_t^* : meta de inflação
- y_t : logaritmo do PIB real no tempo t
- \hat{y}_t : logaritmo do PIB real potencial no tempo t (o crescimento do PIB que não pressiona a inflação nem para cima e nem para baixo)
- a_π e a_y : são as sensibilidade do banqueiro central ao desvio da inflação em relação à meta e ao desvio

do crescimento corrente em relação ao PIB potencial.

Traduzindo o “economês”, a regra de Taylor diz, em poucas palavras, que o Banco Central calibra a taxa básica de juros em função dos desvios da inflação atual em relação à meta ($\pi_t - \pi_t^*$) e do crescimento do PIB em relação ao crescimento potencial ($y_t - \hat{y}_t$). Esta calibragem depende dos fatores a_π e a_y , respectivamente a sensibilidade do Banco Central a desvios na inflação e a desvios no crescimento do PIB. Um Banco Central mais “hawkish” dará mais peso para desvios da inflação ($a_\pi > a_y$), enquanto um Banco Central mais “dovish” o fará para desvios em relação ao PIB ($a_\pi < a_y$).

Agora, devemos notar que, independentemente da inclinação do Banco Central a dar mais peso para a inflação ou para o crescimento, um componente fixo do nível das taxas de juros é $\pi_t + \pi_t^*$, ou seja, a inflação observada mais a taxa de juros real estrutural de equilíbrio da economia. Esta soma nada mais é do que a taxa de juros nominal de equilíbrio da economia. Assim, no longo prazo, em equilíbrio, a taxa de juros básica da economia deveria convergir para esta taxa de juros nominal de equilíbrio.

A chamada “regra de Taylor” foi estabelecida na década de 70 e desde então tem sido testada em inúmeros trabalhos acadêmicos, demonstrando ou contestando a sua validade. Mas, para o que nos importa neste artigo, a regra de Taylor é útil justamente por demonstrar que a taxa de juros básica está intimamente relacionada com a inflação ao longo do tempo. Por isso, comprar ativos atrelados à taxa básica de juros, em um regime de metas de inflação, provê proteção contra a inflação no longo prazo.

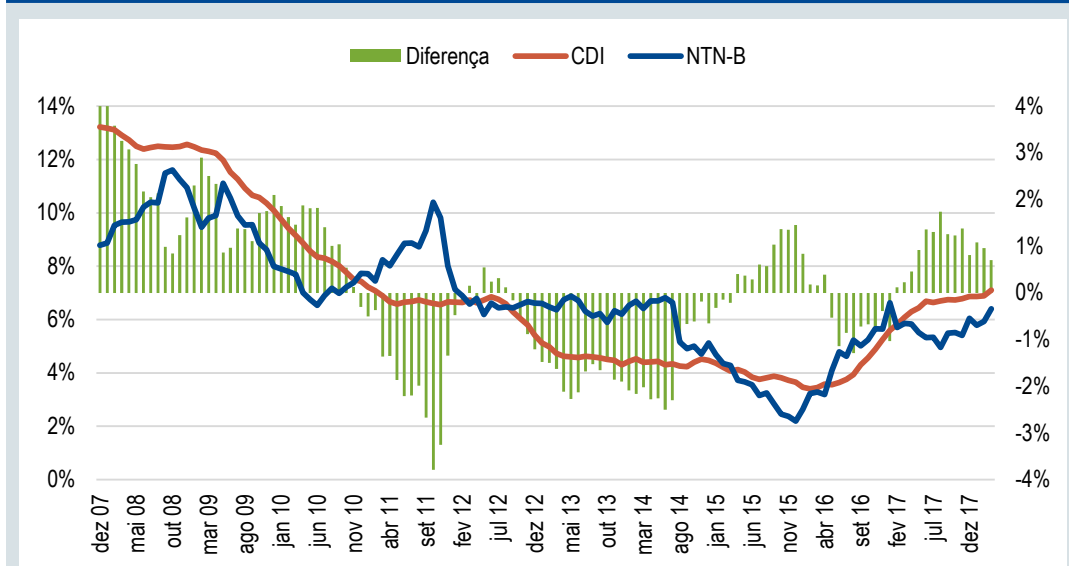
Há somente uma hipótese em que esta proteção não funcionará: o abandono definitivo do regime de metas. Isto aconteceu parcialmente durante 3 anos no Brasil, entre meados de 2011 e meados de 2014. Mesmo assim, como observamos no Gráfico 1, em janelas mais longas, o CDI excede o IPCA em 4% ao ano neste período em que o regime de metas foi parcialmente abandonado. Ou seja, seria necessária uma mudança significativa do regime de controle de inflação durante um tempo relativamente longo para que o CDI não excedesse o IPCA. Mas, neste caso, teríamos uma inflação saindo do controle, o que forçaria o retorno para o regime de metas. Exatamente como ocorreu em 2015/2016. Portanto, parece bastante remota esta hipótese.

O CDI como alternativa aos títulos indexados ao IPCA

A escolha natural do investidor que procura proteger seu poder de compra no médio ou longo prazo são os títulos indexados ao IPCA. No entanto, a depender do tipo de investimento desejado, esta escolha pode ficar prejudicada. As NTN-B servem bem a este objetivo, por terem liquidez razoável, oferta constante e vários prazos de vencimento. No entanto, quando se trata de ativos de crédito, o quadro muda. A oferta de títulos indexados ao IPCA é bastante restrita. Assim, a montagem de uma carteira de crédito indexada ao IPCA pode ser desafiadora. Para esses casos, no entanto, títulos indexados ao CDI podem ser um substitutivo bastante razoável.

No Gráfico 2, comparamos o rendimento real do CDI (a diferença entre o CDI e o IPCA) em janelas de 3 anos (a mesma série apresentada no gráfico 1) com uma NTN-B comprada 3 anos antes, com vencimento em 3 anos. Ou seja, simulamos a decisão entre aplicar em um investimento indexado no CDI ou em uma NTN-B com vencimento em 3 anos, e verificamos o resultado de ambas as operações 3 anos depois.

Gráfico 2
 CDI vs. NTN-B - períodos de 3 anos



Fonte: Western Asset, *Econômica*

Podemos observar que ambos os investimentos apresentam aproximadamente o mesmo comportamento ao longo do tempo. As maiores defasagens contra os investimentos em CDI ocorreram nos períodos entre março/11 e dezembro/11 e entre dezembro/12 e agosto/14. Lembrando que estas datas referem-se a investimentos realizados 3 anos antes, estamos nos referindo a investimentos iniciados entre março/08 e dezembro/08 e entre dezembro/09 a agosto/11.

O primeiro período refere-se à brutal crise do subprime, que fez com que as taxas dos títulos mais longos subissem de maneira relevante. Nesta época, no meio do tiroteio, seria necessário muito sangue frio para comprar NTN-B de prazos mais longos. Quem teve essa coragem na época, obteve retornos significativamente maiores que o CDI. Mas poucos se aventuraram.

O segundo período, por sua vez, refere-se ao período em que o Banco Central começou a testar um “novo equilíbrio” para as taxas de juros, quando a Selic foi derrubada com o IPCA ainda bem acima da meta, na esperança de que a inflação em algum momento fosse responder à nova crise global. Este é um exemplo de como o abandono, ainda que parcial, do regime de metas de inflação, pode fazer com que o rendimento real do CDI fique abaixo do cupom das NTN-B. Mas, mesmo neste caso, o abandono do regime de metas não é permanente: cedo ou tarde, a regra de Taylor forçará o Banco Central a retomar a ortodoxia.

Com exceção desses dois tipos de eventos, o rendimento real do CDI está em linha ou mesmo superior ao cupom das NTN-B.

Crédito em CDI vs. Crédito em IPCA

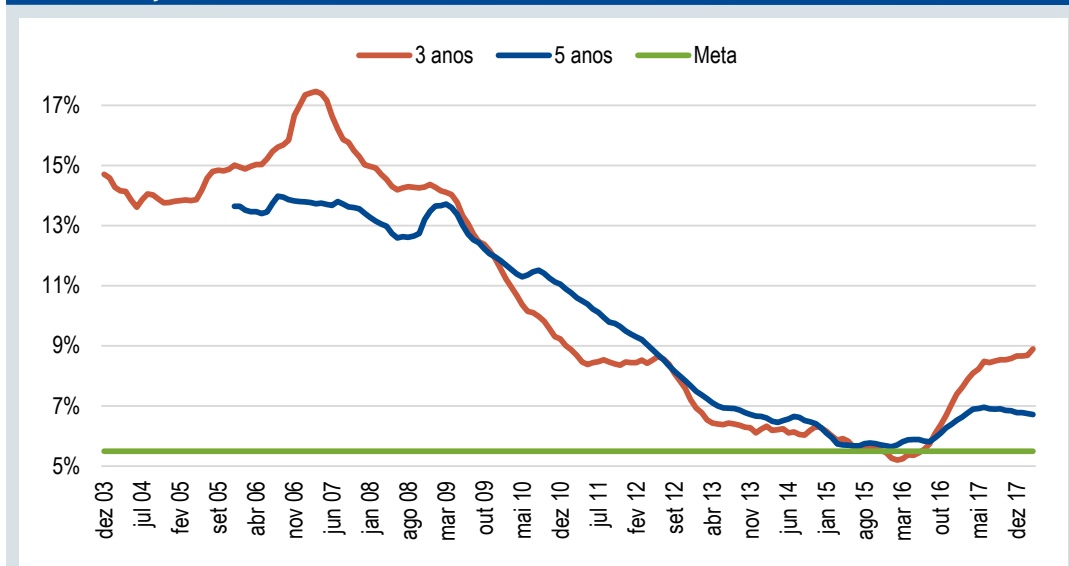
O mercado de crédito em IPCA é muito limitado. Para termos uma ideia, no mercado de debêntures, o estoque de títulos remunerados em IPCA totalizava R\$ 60,4 bilhões contra R\$ 216,3 bilhões em CDI. Ou seja, do estoque de debêntures, apenas 21,8% correspondiam a títulos emitidos em IPCA. Quando analisamos as emissões dos últimos 12 meses, a situação torna-se ainda pior: dos R\$ 106,2 bilhões emitidos neste período, apenas 11,2% foram em IPCA¹.

¹ Fonte: debentures.com.br, em março de 2018.

Tendo em vista esta limitação, os investidores preocupados em montar uma carteira de crédito atrelada ao IPCA enfrentarão dificuldades. A solução mais racional é montar uma carteira em CDI e considerar, como demonstrado acima, que investimentos em CDI provêm retorno superior ao IPCA + 4% em grande parte do tempo para investimentos acima de 3 anos.

Consideremos um spread de crédito de, por exemplo, 1,8% ao ano. Uma carteira atrelada ao CDI com este spread, teria o comportamento apresentado no gráfico 3.

Gráfico 3
CDI vs. IPCA - juros reais anualizados



Fonte: Western Asset, *Econômica*

Deve ser observado que colocamos como meta de referência IPCA + 5,5%. Com o spread de 1,8%, o investimento em ativos atrelados ao CDI teriam ficado, nos últimos 14 anos, acima deste referencial. E, em nossa opinião, isto deve se repetir nos próximos 5 anos, pois a taxa de juros estrutural da economia (sem risco de crédito) tende a se manter acima de 4%.

É até possível que, hoje, os juros reais de equilíbrio da economia estejam abaixo deste patamar, em função da ampla capacidade ociosa da economia no curto prazo. Mas entendemos que esta taxa de juros mais baixa não se sustentará se não forem resolvidos de maneira permanente os desequilíbrios fiscais e retomadas as reformas estruturais indispensáveis para um nível de crescimento do PIB que garanta uma dinâmica positiva para a dívida. Sendo assim, este nível de 4% ao ano de taxa de juros real neutra nos parece razoável diante das dificuldades de avançar com esta agenda.

Conclusão

Sem dúvida, o mais confortável para os investidores preocupados em garantir aderência ao IPCA é comprar ativos em IPCA. No entanto, no mercado de crédito, isto nem sempre é possível. Acreditamos ter demonstrado que, em prazos suficientemente longos, o investimento em ativos atrelados ao CDI faz bem este papel de proteger os investimentos contra a corrosão inflacionária.

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 FORMULÁRIO DE INFORMAÇÕES COMPLEMENTARES E A LÂMINA DE INFORMAÇÕES ESSENCIAIS ANTES DE INVESTIR.

© Western Asset Management Company DTVM Limitada 2018. 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.