

Por Jair Ribeiro (*)

Pode parecer estranho escrever sobre cenário de longo prazo quando o país está cercado por incertezas. As análises econômicas têm sido muito influenciadas pela crise interna, parece que não conseguimos nos desapegar das tensões imediatas e por isso não estamos percebendo as mudanças estruturais que estão acontecendo.

Um cenário não é uma verdade absoluta, mas uma alternativa possível; propomos uma reflexão baseada na taxa de juro de longo prazo e na mudança demográfica.

O mercado financeiro fica, em geral, muito ligado à taxa Selic e dedica pouca atenção à parte longa da curva, justamente a que mostra sinais de algo sem precedentes no mundo. Há um interessante debate sobre o fenômeno chamado de estagnação secular, o Valor tem publicado artigos sobre o tema; Lawrence Summers e José Júlio Senna são dois estudiosos do assunto.

De acordo com a tese da estagnação secular, as economias desenvolvidas enfrentam um baixo crescimento estrutural associado ao envelhecimento da população e a outros motivos, fazendo com que o contínuo enfraquecimento da demanda seja uma tendência dos próximos anos. Com esse ritmo mais lento de crescimento, a taxa de juro seria baixa e não retornaria aos níveis históricos.

Tomemos a principal referência no mundo que é o rendimento dos títulos de dez anos do Tesouro americano. O gráfico mostra a evolução mensal entre fevereiro de 1996 e junho de 2017, compreendendo um período de pouco mais de 21 anos, quando passou de 6,1% para 2,3% ao ano, representando uma redução muito expressiva.

O rendimento nominal do título do Tesouro americano de 2,3% ao ano em junho representava um ganho real insignificante se considerarmos uma inflação esperada de 1,8% ao ano. A eleição de Donald Trump nos Estados Unidos em novembro de 2016 foi interpretada pelo mercado como uma possibilidade de reversão do quadro de fraqueza econômica; as promessas de acelerar o crescimento daquele país fizeram com que o rendimento dos títulos subisse um pouco inicialmente, mas o movimento perdeu força em março e a taxa vem cedendo a partir de então.

Há uma condição para que Brasil compartilhe desse mundo de juros baixos, qual seja a de que o risco soberano medido pelo CDS (Credit Default Swap) fique menos volátil; isso tem boas chances de acontecer porque depende mais cenário externo do que do interno. A estagnação secular nos países desenvolvidos poderá ser acompanhada por tolerância ao risco do mercado global em relação aos países emergentes, beneficiando o Brasil; aliás, esse fenômeno vem ocorrendo desde fevereiro de 2016.

Considerando o período iniciado em fevereiro de 2016, temos observado que o CDS do Brasil tem caído em movimento conjunto com os países emergentes. Nesses meses, a influência externa tem sido um complemento importante para a queda das taxas de juro internas; podemos idealizar que tem sido um coadjuvante tão ou mais importante do que o ator principal.

Não estamos insinuando que a taxa real de juro de longo prazo do país seria insignificante, perto de zero como hoje é nos EUA e nos países desenvolvidos, pois temos que adicionar alguns componentes, dos quais o risco soberano é o mais importante. O mercado financeiro externo será um grande aliado para pressioná-la para baixo, mas ela sempre será mais alta aqui do que lá fora.

Vejamos os números do país. Em junho último, o rendimento real do título do Tesouro Nacional de maior duração, a NTN-B com vencimento em 2055, era de 5,6% ao ano; na tese aqui apresentada, podemos sugerir um nível mais baixo, comportando-se com as altas e baixas típicas de mercado, mas tendendo para 5,0% ao ano no futuro próximo - ainda assim, ofereceria um dos ganhos reais

mais altos do mundo.

Quanto mais progressos o país fizer na gestão das finanças públicas e no controle do endividamento interno, mais baixa a taxa de juro de longo prazo seria. Essa trajetória de queda aconteceria simultaneamente a uma importante mudança demográfica associada ao envelhecimento populacional, um fenômeno contemporâneo motivado pela queda conjunta das taxas de natalidade e de mortalidade. Embora em ritmo menor do que nos países avançados, o envelhecimento da população brasileira pode estar ocorrendo em velocidade acima da esperada.

A nossa reflexão sobre o cenário de longo prazo indica que o mundo pode favorecer o Brasil por meio de juros baixos e tolerância ao risco. Nessa hipótese, os ativos financeiros do país continuariam atrativos no mercado externo. Contudo, reduziria a rentabilidade real dos títulos de renda fixa internos, o que se revelaria preocupante, por exemplo, para os fundos de pensão, importantes investidores institucionais do país. Isso porque a longevidade que decorre das mudanças demográficas é o fator de risco mais importante do passivo administrado por essas organizações.

O aumento da longevidade ocorrendo paralelamente à queda dos juros pode ser considerado como o cenário de longo prazo mais desafiador para o equilíbrio atuarial dos planos de benefícios de aposentadorias e pensões.

(*) **Jair Ribeiro** é especialista em fundos de pensão da Fundação Eletrobrás de Seguridade Social – ELETROS.

Fonte: Valor Econômico/[ELETROS](#), em 06.07.2017.