

Taxas de juros negativas já não são exclusividade das economias da Europa e do Japão. Por isso é cada vez mais relevante entender seus riscos e benefícios. O aprendizado até o momento, entretanto, é que o “novo normal” por tempo prolongado não é garantia de crescimento sustentável de longo prazo e favorece o surgimento de efeitos colaterais não desejados. Taxas de juros negativas podem enfraquecer incentivos para que empresas e governos reduzam suas dívidas.

No caso das entidades fechadas de Previdência Complementar (EFPC), os passivos atuariais se elevam. No caso da gestão de investimentos, há que se considerar riscos de distorções de preços dos ativos, incluindo ativos imobiliários e de renda variável. Enfim, a pandemia do COVID-19 traz novos desafios. Em um país que aprendeu a conviver com juros altos, há muito o que fazer e aprender para nos beneficiarmos desse quadro. Para discutir sobre os desafios do mercado no “novo normal” entrevistamos os especialistas da Mapfre Investimentos, Luís Afonso Lima (Head de Análise Macro e Microeconômica) e Carlos Eduardo Eichhorn (Diretor de Investimentos).

Taxas de juros baixas ou mesmo negativas favorecem de fato a concessão de crédito?

Luís Afonso Lima: Em alguns países, os cortes nas taxas de juros foram repassados às empresas e às famílias, contribuindo para uma expansão relativa do crédito e impulsionando a recuperação econômica. As taxas de empréstimo mais baixas estimularam uma maior demanda por crédito. Mas esse efeito é decrescente. Cortes adicionais a partir de determinados patamares tendem a ser ineficazes e até contraproducentes. Existem limites para taxas de juros negativas. Alguns bancos podem concluir que é economicamente inviável reduzir suas taxas de empréstimos a partir de determinados níveis. Isso tende a levar a um menor repasse das taxas de juros sobre as taxas de empréstimo ou aperto nas margens de intermediação.

Neste contexto, a eficácia da política monetária tende a ser cada vez menor. No limite, taxas de juros negativas podem afetar a relação entre risco retorno da intermediação financeira, tornando novos cortes também contraproducentes. Isso se amplia caso os depósitos nos bancos sejam reduzidos. Há também que se questionar qual o efeito de taxas de juros baixas ou mesmo negativas na curva de juros de longo prazo. As evidências internacionais não são conclusivas. Sendo assim, é difícil avaliar seus efeitos sobre o crescimento, que é o que importa.

Políticas monetárias ultra expansionistas podem afetar a rentabilidade do setor financeiro?

Luís Afonso: Em outras economias, há evidências de que reduções substanciais na taxa de juros podem levar a retornos decrescentes. Embora a maioria dos bancos tenha conseguido mitigar o aperto na lucratividade com maiores volumes de empréstimos, maior eficiência operacional e consolidação, há limites claros para tais medidas de mitigação. Cortes da taxa básica de juros podem reduzir as margens dos empréstimos. É possível que a lucratividade seja compensada à medida em que as concessões de crédito aumentarem, gerando ganhos de escala. Mas há evidências de que taxas de juros persistentemente baixas corroem as margens dos bancos, em especial na União Europeia. Também deve-se considerar em que ponto a pressão sobre os lucros decorrente de taxas de juros negativas induz os bancos a aumentarem suas exposições ao risco de crédito.

A conclusão, portanto, é de que taxas de juros ultra expansionistas têm efeitos decrescentes ou mesmo contraproducentes na concessão de crédito. Além disso, podem afetar a rentabilidade do setor financeiro. Qual seria então a contribuição da política monetária para o crescimento?

Luís Afonso: Políticas monetárias de taxas de juros negativas deixaram de ser exclusividade de economias da Europa e do Japão. Por isso é cada vez mais relevante entender seus riscos e benefícios. Evidências sistemáticas sobre a transmissão de taxas de juros negativas para a

economia real continuam escassas até o momento. De fato, mais estudos são necessários para se avaliar se taxas de juros negativas têm capacidade de estimular a atividade de concessão de crédito. A observação de outras economias não traz evidências conclusivas.

Alternativamente, olhando para o futuro, a tentativa de descongestionamento do canal de crédito pode trazer mais benefícios e menos riscos em comparação com acomodações monetárias adicionais. Importante persistir na agenda de inclusão, competitividade, transparência e educação financeira. No Brasil, essa é a contribuição da política monetária. Há enorme espaço e necessidade de avanços nessa agenda. Além da política monetária, fica cada vez mais evidente que não há como escapar do ajuste fiscal. Nesse sentido, as reformas estruturais tornam-se cada vez mais relevantes para fomentar um crescimento sustentável.

Pelo prisma de gestão de investimentos, quais os principais destaques observados até agora na crise do COVID-19?

Carlos Eduardo Eichhorn - Durante este período da pandemia foram notáveis as ações dos governos com o objetivo de amparar suas economias, com estímulos econômicos para reduzir o máximo possível os efeitos gerados pelos extensos períodos de redução da atividade econômica. Tanto nas economias desenvolvidas quanto nas emergentes, os pacotes de estímulos atingiram valores inimagináveis em períodos de “normalidade”, com medidas de auxílio aos diversos setores da sociedade: nos EUA, estima-se em US\$ 5 trilhões, Europa € 1 trilhão e, no Brasil, algo em torno de R\$ 800 bilhões.

Em relação ao comportamento dos mercados financeiros, o momento mais agudo da volatilidade de preços ocorreu entre os meses de março e abril, sendo que no final de julho alguns mercados já apresentaram recuperação de preços para níveis pré-crise. Essa reação induz à percepção de que o pior momento da economia parece já ter passado, sugerindo que os estímulos econômicos em conjunto com uma possível vacina disponível em 2021 poderia trazer a atividade econômica mundial de volta aos “trilhos”.

Dentro desse panorama, quais os principais riscos que podem aparecer no cenário daqui para frente?

Carlos Eduardo: As consequências decorrentes da pandemia ainda são desconhecidas, porém, já há alguns sinais do tamanho do desafio que há pela frente. Pelo prisma de análise de risco de crédito soberano, haverá significativa deterioração fiscal e consequente revisão de “ratings” soberanos. Também deve-se observar um aumento do debate em relação aos efeitos dos estímulos monetários sobre a inflação dos países.

Consequentemente, tende a ocorrer um provável aumento da volatilidade cambial entre várias moedas, dado que haverá diferenças importantes entre inflação e espaço para ação de política monetária em cada região. No segmento corporativo, os temas centrais tendem a ser a evolução das receitas e o endividamento das empresas com prováveis revisões de seus respectivos “ratings”. Estes dados estarão diretamente ligados às diferenças de comportamento da sociedade e dos agentes econômicos em relação à mudança da realidade em praticamente todos os setores da economia.

Qual o principal aspecto a destacar na recuperação dos mercados até o mês de julho?

Carlos Eduardo: A recuperação ocorrida no mercado financeiro, em especial no segmento de renda variável, deve ser avaliada com bastante cuidado pelo investidor. Os preços dos ativos no período anterior à crise do Covid-19, assim como as projeções macroeconômicas, baseavam-se em fundamentos que não previam os impactos do cenário posterior à pandemia. Neste contexto, muitas empresas que atualmente apresentam níveis de preço similares ao cenário pré-pandemia estão relativamente muito mais caras devido à mudança da realidade. Isto gera a percepção de um movimento de “decoupling”, que sinaliza o “descolamento” entre o preço dos ativos e seus fundamentos econômicos.

Outro aspecto importante, particularmente no mercado brasileiro, é a atual migração de portfólio de renda fixa para renda variável. A principal motivação deste movimento é a busca de retornos superiores à renda fixa tradicional após o Banco Central reduzir a taxa Selic para 2% a.a. com o objetivo de estimular a retomada da economia. O ponto em questão é que o fluxo concentrado de compras ocasiona um movimento de apreciação dos ativos, simplesmente, por falta de alternativas na visão do investidor. Ou seja, há um “viés de disponibilidade” no qual o investidor parece encontrar na bolsa de valores a melhor entre as poucas alternativas para substituir seus ativos de renda fixa.

Neste contexto, o trabalho e o valor do gestor especializado se mostram cada vez mais importantes, sobretudo, os gestores que possuem processos de investimentos estruturados para identificar as melhores alternativas de investimento em um mercado que ficará mais competitivo e complexo.

Fonte: Abrapp em Foco, em 27.08.2020