

INVESTINDO EM VALOR

jul/2020

O XADREZ DAS TAXAS DE JUROS



22/07/2020

O XADREZ DAS TAXAS DE JUROS

As bolsas de valores continuam batendo recordes pelo mundo afora, e o Brasil não é exceção, com o Ibovespa superando o nível de 100 mil pontos agora em julho. Tudo isso ainda com o cenário do combate a pandemia incerto, com o número de novos casos e mortes ainda elevados no Brasil, EUA, Índia, México e em diversos outros países. Apenas no último dia 21/07 foram registrados mais de 239 mil novos casos e 5.700 mortes no mundo todo.

As bolsas tem sido puxadas por notícias positivas no combate ao vírus, como o sucesso de testes de vacinas em suas fases iniciais, além dos pacotes de ajuda as economias. Além disso, a China, local onde o vírus começou e onde a pandemia está mais bem controlada, tem mostrando boa recuperação da sua economia.

Todos esses são fatores positivos e mostram que devemos sim vencer o vírus e que as economias, mais cedo ou mais tarde, vão se recuperar. Mas, na minha opinião, o principal fator para a alta nas bolsas de valores mundiais são as taxas de juros extremamente baixas (quando não negativas), praticadas em quase todas as economias relevantes do mundo, levando milhões de investidores a procurar as ações em busca de melhores retornos.

Já falamos em edições anteriores que os preços das ações deixaram de ser relacionados com os lucros, e tem muito mais relação com as taxas de juros do que com qualquer outro fator. Os americanos, que convivem com taxas de juros muito baixas há mais de uma década, cunharam o acrônimo TINA, que significa “there is no alternative”, ou em português “não há alternativa”, para explicar porque faz sentido as bolsas subirem tão mais do que os lucros das empresas (ou mesmo que o PIB). A lógica é que com taxas de juros tão baixas os investidores não tem alternativa a não ser aceitar correr o risco do mercado acionário, mesmo com os preços nas alturas. Uma lógica extremamente arriscada.

O xadrez do mercado financeiro

Meu avô adorava jogar xadrez. Ele comprava livros, estudava e jogava todos os dias em um clube de xadrez, no centro de São Paulo. Uma vez até viajou para a Europa, para assistir um torneio entre os então melhores jogadores do mundo Gary Kasparov e Anatoli Karpov (ambos russos). Deve ser um pouco entediante observar dois caras jogando xadrez por 4 horas, fazendo talvez uns 60 lances. São horas e horas olhando os caras pensando, para aí eles fazerem um lance. Lógico que se você entende o jogo, você fica pensando o que faria no lugar deles e depois observa o que eles fazem. Para quem entende pode ser divertido, mas eu nunca consegui assistir uma partida dessas.

Aprendi o jogo com meu avô, mas confesso que nunca fui um grande jogador, já que nunca me dediquei ou estudei, de modo que sempre foi mais uma distração para mim. Mas uma

coisa que meu avô me ensinou me marcou: para ter sucesso no xadrez você não pode pensar apenas na próxima jogada. É preciso pensar alguns lances a frente (quanto mais melhor), prevendo a resposta do seu adversário aos seus movimentos. Fácil de falar, mas difícil de fazer.

Se você pensa no seu próximo lance, você tem, vamos supor, umas 10 opções para fazer (e deve preferencialmente escolher a melhor delas). Quando você inclui a resposta do seu adversário, aí para cada uma das suas 10 opções, ele vai ter 10 opções diferentes de resposta. Ou seja, nesse caso temos umas 100 opções de jogos diferentes, apenas com duas jogadas (uma sua e uma do seu adversário). E quanto mais jogadas para frente você pensa, maiores são as opções, crescendo de forma exponencial, de modo que você pode ter que avaliar milhões de opções se quiser pensar alguns lances para frente (uns 6 ou 7 para frente e já chegamos nas milhões de opções).

O que os grandes jogadores de xadrez fazem, ao estudar, é entender quais são as melhores opções em cada situação. Além disso, quais as melhores respostas que os adversários podem dar. Assim, ao invés de analisar milhares (ou milhões de possibilidades), eles descartam todas aquelas que são ruins e focam sua atenção apenas nas alternativas que fazem mais sentido, tanto do ponto de vista de atacar o adversário como de defender o seu próprio rei. Com isso, eles não precisam analisar milhões de opções para frente, mas apenas algumas opções (centenas? milhares?), que são as que mais fazem sentido, e com isso conseguem pensar como o jogo deve se desenrolar em 10 ou 15 jogadas para frente.

Eu penso no xadrez nesse momento, porque vejo uma elevação nas taxas de juros como uma jogada que deve ocorrer no futuro. E, quando isso acontecer, teremos desvalorização dos ativos de risco pelo mundo todo. Estamos falando de uma desvalorização catastrófica, com potencial de redução de 50% ou mais no valor das ações e títulos de longo prazo. A grande questão é quando isso vai acontecer? Esse é o próximo lance, ou será daqui há 10 ou mesmo 15 lances?

Não tenho uma resposta. É possível sim que as taxas de juros permaneçam em níveis extremamente baixos por mais 10 ou mesmo 15 anos. Pior, é provável que elas permaneçam assim por pelo menos mais uns 2 anos, até que as economias retornem aos níveis pré-crise. Mas o fato é que, assim que o mercado sentir que as taxas extremamente baixas não serão mantidas para sempre, ele reage jogando para baixo o preço dos ativos de risco, mesmo antes de as taxas se elevarem.

Na teoria TINA faz sentido, mas na prática, para investidores de longo prazo isso só faz sentido se as taxas de juros permanecerem baixas para sempre, ou pelo menos por um longo período de tempo. Pois, se em algum momento as taxas voltarem para níveis normais (algo entre 4% e 8% ao ano), a “TINA” acaba, e os recursos que estão em renda variável tendem a procurar a segurança da renda fixa, o que deve levar a uma fortíssima queda no preço das ações.

Quando as taxas voltam ao normal?

É impossível responder quando as taxas voltam ao normal. Na verdade, não sei responder nem se elas voltam ao normal no futuro, ou se teremos taxas próximas de zero para sempre (não acredito nisso, mas não há como provar ou sequer ter certeza). O melhor que podemos fazer é analisar quais são os fatores que fariam as taxas de juros voltarem ao normal, para tentar entender se esse movimento de fato deve ocorrer no futuro.

Existem basicamente dois fatores que podem levar a um aumento nas taxas de juros: inflação ou incapacidade de atrair capitais.

A inflação é a principal causa do aumento nas taxas de juros. Quando a inflação se eleva os bancos centrais sobem as taxas de juros, como o remédio para enfrentar esse problema. Na teoria a inflação sobe porque a economia está aquecida demais, de modo que existe mais demanda por produtos e serviços do que oferta, e com isso os produtores sobem os preços, conseqüentemente criando inflação. Com taxas de juros mais altas o consumo diminui (na teoria as pessoas não querem pagar juros mais elevados e por isso diminuem seu consumo) e logo o equilíbrio entre oferta e demanda é reestabelecido, de modo que os preços param de subir e a inflação é controlada.

Já a incapacidade de atrair capitais ocorre quando um governo tem uma dívida tão elevada que o impede de atrair os capitais necessários para financiar seu déficit. Com taxas de juros extremamente baixas o governo (do Brasil e de qualquer outro país) pode não ser capaz de atrair o capital necessário para financiar o seu déficit. Nesse momento o governo tem duas opções: aumentar as taxas de juros, e com isso atrair o capital necessário; ou emitir dinheiro, o que na prática significa criar inflação. Ou seja, mesmo que ele opte pela 2ª opção, de emitir mais dinheiro, a médio e longo prazo ele está criando inflação, de modo que a necessidade de aumentar as taxas de juros deve acontecer, mesmo que seja um pouco mais para frente (mas lembre-se: o mercado sempre se antecipa aos fatos).

A inflação por si mesma não é um problema hoje, tanto no Brasil como no mundo. A inflação tem se mantido baixa nos países do primeiro mundo há muitos anos, mesmo com as taxas de juros no chão. E a inflação brasileira tem se mantido controlada desde o plano Real, com alguns picos que foram combatidos e superados justamente por altas nas taxas de juros (a última no governo Dilma, quando o BC subiu a Selic para 14,25%). Além disso, finalmente conseguimos ter taxas de juros em um nível normal nos últimos 4 anos, quando elas ficaram abaixo de 8%, de forma consistente, pela primeira vez desde o início do plano Real. E hoje temos a menor taxa da nossa história, com a Selic em 2,25% ao ano (e com potencial de cair ainda mais).

Além da inflação baixa nos últimos anos, a situação econômica global é de recessão, com risco de depressão, o que é um cenário que ajuda na manutenção da inflação baixa, tanto aqui no Brasil como no resto do mundo. Em cenários de depressão na verdade o que é esperado é uma deflação, com os preços caindo. Ou seja, a depender do cenário atual, a

inflação deve continuar baixa ainda por algum tempo, de modo que não existe perspectiva de aumento nos juros. Muito pelo contrário, o cenário que vivíamos no mundo, ampliado pela pandemia e a recessão que ela causou, leva a crer que teremos inflação baixa e a manutenção das taxas de juros extremamente baixas por um bom tempo.

Mas se a 1ª causa para aumento de juros parece estar longe da nossa realidade, a 2ª não está tão longe assim. Basicamente os governos pelo mundo tem aumentado seus déficits de forma exagerada, como modo de combater a recessão (não está errado, mas tem um custo). As dívidas dos governos, que já eram recorde, aumentaram brutalmente depois que a pandemia explodiu. No Brasil, no final de 2019 tínhamos um déficit esperado para 2020 de pouco mais de R\$ 100 bilhões. Com as medidas de combate a crise financeira esse número cresceu para algo entre R\$ 600 a R\$ 800 bilhões. E isso é apenas 2020. Não sabemos qual será o déficit em 2021, 22, 23... Ou seja, a dívida tem uma trajetória explosiva. E para financiar a maior parte dessa dívida o governo paga Selic. Será que vamos encontrar tantos investidores dispostos a financiar esse déficit? Não sei, mas que existe risco isso é inegável.

O pior é que esse não é um problema brasileiro. Ele é mundial. Não dá para falar que você vai tirar seu dinheiro do Brasil e mandar para os EUA, pois eles são mais responsáveis. Pois não são. O governo americano tem déficit maior, e com trajetória de crescimento mais explosiva. E paga uma taxa de juros menor. A única vantagem (talvez) é que eles pagam em dólares. E não adianta buscar segurança no Euro europeu, na Libra inglesa ou nos Ienes japoneses. Todos estão na mesma situação, com déficits elevados e taxas de juros baixíssimas. E se você acha que o governo confiável é o chinês, aí você precisa rever seus conceitos. A economia chinesa parece ser mais sólida do que as demais (de fato), mas é difícil confiar em dados que vem de um governo tão fechado ou investir em uma economia tão fechada (sem falar na barreira da língua).

Globalização dos mercados financeiros

Talvez o que me chama mais a atenção nessa crise é como ela é global. Na edição passada do Investidor de valor eu publiquei uma tabela com os resultados de diversas bolsas de valores importantes ao redor do mundo, e o mais impressionante é que quase todas tiveram sua maior queda no ano (até agora) no dia 23/03. O movimento não teve relação com a evolução do coronavírus em cada país, mas sim com uma queda generalizada das bolsas pelo mundo. De fato, no Brasil a pandemia ganhou bastante força após essa data.

Você pode estar em casa hoje, de quarentena, assim como eu estou. Mas o mais incrível é que existem pessoas nos EUA, na Índia, Rússia, Israel e praticamente no mundo todo na mesma situação. A crise é global. Seus reflexos são globais. Existem países que estão lidando melhor ou pior com ela, mas o alinhamento é impressionante.

Mas é também importante entender que os mercados financeiros mundiais estão se comportando de forma parecida. As bolsas vêm subindo forte desde março, com algumas

das principais bolsas mundiais apresentando resultados positivos no ano, apesar da pandemia e todo o caos financeiro. E as taxas de juros estão muito baixas e os governos estão com déficits enormes no mundo todo. Os mercados estão cada vez mais globalizados. E sem a necessidade de transportar produtos de um país para outro, com transferências eletrônicas o capital se move muito rápido.

Se o mercado financeiro mundial está cada vez mais globalizado, esse mercado tem uma liderança e referência enorme nos EUA. A maior economia do mundo, do ponto de vista do mercado financeiro é maior ainda. Os EUA são referência pois controlam a moeda mais importante do mundo: o dólar. As principais commodities mundiais são negociadas em dólar, como petróleo, ouro, prata, boi gordo, soja, etc. As bolsas norte americanas (Nyse e Nasdaq) são de longe as maiores do mundo, com cerca de 40% de todo o valor de mercado mundial. Mesmo a XP, que vende todo tipo de investimentos para você aqui no Brasil, optou por abrir seu capital na Nasdaq (o seu dinheiro é bom para ser investido aqui, mas o deles eles querem ter lá nos EUA...).

Com esse poder todo os EUA são a maior referência do mercado financeiro mundial. E com os mercados cada vez mais globalizados, é importante entender que o que acontece lá tem reflexo no mundo inteiro, inclusive aqui no Brasil. Porque quando falamos de aumento de juros, temos risco de o aumento ocorrer aqui, por elevação da nossa inflação, mas também temos o risco de os juros subirem aqui no Brasil, mesmo sem inflação, apenas seguindo o mercado norte americano. Porque os títulos do governo norte americano são considerados os mais seguros do mundo. E se eles subirem, quem vai manter seu dinheiro em títulos do governo brasileiro, se nossos títulos não pagarem taxas mais altas?

O equilíbrio da economia global

Quando falamos de inflação sempre pensamos na sua relação com as taxas de juros. Mas é importante entender que as taxas de juros não são a única razão para aumento ou diminuição da inflação. Elas são a única forma de o governo intervir rapidamente quando a inflação começa a disparar, mas não sua única causadora.

Outros fatores como variação em produtividade (aumento ou redução), variação em gastos governamentais, variação de custos de produção, indexação e fatores psicológicos também interferem na inflação, levando a aumentos de preços. E esses outros fatores é que mantiveram a inflação baixa nos EUA e nos países desenvolvidos em geral nos últimos anos, apesar da taxa de juros deles estar muito próxima de zero. É importante entender isso, pois esses outros fatores podem mudar rapidamente o equilíbrio atual, levando a um aumento na inflação.

No Brasil ainda temos uma forte cultura de indexação de preços. É o reajuste do aluguel, das contas de telefone, água e luz e até dos planos de saúde e medicamentos. E se todos esses “espertos” querem tirar vantagem e subir seus preços, os outros “espertos” tentam não sair perdendo, com dissídios e aumento dos preços em geral. Com a inflação baixa no

Brasil, a indexação tende a ser menor. Mas com um leve aumento na inflação de produtos sem preços reajustados (alimentos, por exemplo) a indexação pode voltar a ganhar força e conseqüentemente a elevar a inflação geral.

Mas os outros fatores me preocupam mais na situação global. Apesar de todas as crises das últimas décadas o mundo tem crescido principalmente por dois fenômenos: o crescimento da China e sua espetacular máquina de produzir tudo e muito barato, e ganhos de tecnologia, que vem principalmente dos EUA (mas com contribuições europeias e asiáticas também).

Uma coisa que me chama atenção é que os chineses comprem minério de ferro da Vale, extraído aqui do Brasil. Depois pagam o frete para levar essas toneladas de minério até a China (literalmente o outro lado do mundo). Transformam esse minério em aço e depois são capazes de mandar o aço de volta para o Brasil com um custo menor do que o aço produzido aqui. E isso não vale apenas para o aço. Praticamente tudo o que eles produzem é mais barato, mesmo com o custo do transporte e os impostos de importação os produtos chineses são competitivos aqui. Assim como são competitivos no mundo inteiro. A questão que fica é se eles são tão mais competentes do que o nós e o resto do mundo?

É difícil responder, mas acredito que eles tenham sim muita competência na produção, com fábricas modernas e grande produtividade. Além disso, eles têm custos com impostos muito menores, o que aumenta a competitividade dos produtos, outro ponto positivo (especialmente comparado com o “custo Brasil”). E a mão de obra na China tende a ser mais barata, sem as “maravilhas” da CLT e o “paraíso” para o trabalhador que é o Brasil. Mas existe um outro fator importante na competitividade chinesa que é a taxa de câmbio.

A taxa de câmbio chinesa em dólares está praticamente estável desde 2009 até hoje. É algo estranho, dado que a China é o maior exportador do mundo e os EUA o maior importador. Os chineses tem um câmbio flutuante *pero no mucho*. Isso quer dizer que na teoria a taxa de cambio na China deveria flutuar livremente, desde 2010. Mas, na prática, com pesados controles de capitais eles tem mantido essa taxa variando muito pouco.

O câmbio fixo e desvalorizado ajudou muito no crescimento Chinês desde os anos 80, tornando seus produtos competitivos e ajudando no forte crescimento das suas exportações e da sua economia. Mas essa é uma vantagem injusta que a China tem mantido até hoje. Ou seja, a China tem sim muitos méritos na sua produtividade elevadíssima e eficiência da economia, mas ela também compete de forma desleal com o seu câmbio controlado.

O efeito dessa competição desleal foi uma enorme industrialização na China e em contrapartida uma desindustrialização no mundo todo. Foram fechadas fábricas nos EUA, Europa e até aqui no Brasil, incapazes de concorrer com os preços chineses. Do ponto de vista da inflação isso foi positivo, já que trocamos produtos locais por produtos chineses mais baratos.

A grande questão é até quando a China vai conseguir manter essa dinâmica? Porque se as taxas de câmbio na China flutuarem livremente elas tendem a levar a uma fortíssima elevação no valor do Renminbi, e conseqüentemente a um aumento de preços de produtos globalmente, ou seja, um aumento da inflação.

A dinâmica de a China crescer às custas de roubar mercado de outros produtores mundiais teve pontos positivos e negativos para o mundo. Nós mesmos no Brasil podemos consumir mais produtos, uma vez que eles são mais baratos. Mas por outro lado, perdemos empregos. E o mesmo ocorreu no mundo todo. O problema é que a China está se tronando grande demais e quanto mais ela cresce mais destrói empregos em outros países.

Essa dinâmica tem incomodado, em especial os EUA, que tem reagido ao crescimento chinês. As tarifas que o presidente Trump tem imposto (ou ameaçado) a China são um reflexo disso. Eles estão negociando, e com seu enorme poder de barganha, os EUA devem conseguir reduzir um pouco o problema do déficit. Mas outros países não tem a força dos EUA para negociar. Aqui no Brasil a China é nosso maior comprador de commodities, de modo que não temos muita força para negociar.

Além da pressão externa, a China tende a sofrer uma pressão interna, com sua população enriquecendo cada vez mais, e com isso buscando melhores condições de vida e liberdade. É um grande problema em um país com 1,4 bilhões de habitantes. Os recentes protestos em Hong Kong (onde a liberdade tem é diminuído) são apenas um exemplo do que o futuro pode trazer.

O fato de a pandemia ter se iniciado na China também pode trazer conseqüências. Eles não agiram de forma responsável com o resto do mundo, que sofre bem mais do que os próprios chineses, tanto em vidas perdidas como em efeitos na economia. E isso também pode gerar reações de países reduzindo negócios com a China.

Não dá para saber o que vai acontecer no futuro, mas com a China crescendo cada vez mais e se tornando cada vez mais relevante na economia mundial, o equilíbrio econômico que existiu nos últimos anos tende a mudar. E isso pode trazer pressões inflacionárias que não existiram nos últimos anos.

O QUE FAZER COM SEUS INVESTIMENTOS?

Não dá para saber quando as taxas de juros vão se elevar, ou se vão permanecer baixas para sempre. Mas existem muitos fatores de pressão para que esse movimento ocorra em algum momento no futuro. Além das pressões da economia chinesa, teremos eleições nos EUA ainda em 2020, o que pode mudar e muito o cenário. Conflitos no Oriente médio, o preço do petróleo e até mesmo uma rápida recuperação econômica, quando a pandemia for controlada, podem ser outros fatores a alterar a dinâmica atual. Ou seja, não sei se as taxas de juros vão subir algum dia, mas que existem vários potenciais gatilhos, isso é fato.

Quando investimos e pensamos que não existe alternativa, não estamos tomando boas decisões de investimentos. Estamos sendo obrigados a tomar uma decisão. A curto prazo isso até tende a funcionar bem, mas a longo prazo podemos ter grandes problemas. A TINA pode ser uma desculpa para tomarmos ação em um momento onde talvez o melhor seja não agir. Ou escolher os ativos mais conservadores, e aceitar uma taxa de retorno baixo, que pode ser bem melhor do que um retorno negativo.

Se tivermos taxas de juros próximas de zero para sempre, então deveríamos investir pesado em ações. A economia vai se recuperar, especialmente com todas as medidas de estímulos tomadas pelos governos. Agora, se as taxas de juros subirem no futuro, então investir pesado em ações é algo que pode fazer sentido hoje, mas que pode ter um custo elevadíssimo no futuro. Ou seja, se em algum momento as taxas de juros voltarem a subir, você pode até comprar ações hoje, mas tem que ser esperto o suficiente para vender, com lucro, antes que as taxas de juros subam e o mercado despenque. Pode parecer uma boa ideia tentar, mas a chance de você ter sucesso com essa estratégia é bem pequena. É muito difícil ser um dos mais espertos em um mercado tão competitivo e com pessoas tão competentes como o mercado financeiro. Se você for conservador, existe uma boa chance de vender muito antes de as taxas subirem e perder parte da alta. E se for agressivo, existe uma boa chance de perder o bonde e só pensar em vender quando for tarde demais.

Com base em tudo isso, estamos mudando nossa recomendação para julho, ampliando a participação de ações na carteira e “tentando acertar o timing”. Ainda não vamos recomendar uma participação elevada em ações, mas acreditamos que algo entre 35% e 40% do capital pode ser aplicado em ações. Eventualmente você pode optar por fazer hedge dessa posição, ou de parte dela. Não te impede de perder e custa caro, mas pode evitar uma catástrofe (caso uma ocorra). Sugerimos a utilização de puts fora do dinheiro, com valor de strike entre 10% a 15% abaixo do preço atual. Por causa da baixa liquidez você pode utilizar puts da Petrobras ou do ETF BOVA11. As da Petrobrás tem maior liquidez, mas são um pouco mais caras e você fica exposto a riscos específicos do mercado de petróleo, que pode não reagir igual a sua carteira em caso de uma baixa.

Entre as proteções, estamos preferindo o ouro em relação ao dólar, mas limitando a no máximo 5% do portfólio. Já os investimentos de renda fixa de longo prazo podem compor algo entre 10% e 15% do portfólio e o restante deve ser investido em renda fixa de curto prazo. Como já disse, um rendimento pequeno em renda fixa de curto prazo pode ser muito melhor do que um prejuízo em ativos mais arriscados.

ANALISTA RESPONSÁVEL
Fernando Tempel, CNPI



DISCLAIMER

O(s) analista(s) de investimento, ou de valores mobiliários, envolvido(s) na elaboração deste relatório (“Analistas de investimento”), declara(m) que as recomendações contidas neste refletem exclusivamente suas opiniões pessoais sobre os valores mobiliários e companhias abordados no mesmo e foram elaboradas de forma independente e autônoma.

As carteiras propostas são elaboradas de forma genérica, buscando atender às necessidades que determinados perfis de investidores tenham, ou que atendam a determinados objetivos de investimentos. Cabe ao assinante utilizar as informações contidas no relatório como apoio na sua tomada de decisão de investimentos, adaptando estas sugestões genéricas às suas necessidades específicas.

Todos os ativos sugeridos neste relatório envolvem risco de prejuízo, em menor ou maior nível, de modo que a decisão e a consequente responsabilidade de investir em qualquer valor mobiliário sugerido neste relatório é exclusiva do usuário.

O relatório é baseado em informações disponíveis ao público, consideradas confiáveis na data de sua publicação. O seu conteúdo nasce de estimativas e está sujeito a mudanças. Assim, as informações, opiniões, estimativas e projeções contidas neste documento referem-se à data presente e estão sujeitas a mudanças, não implicando necessariamente a obrigação de qualquer comunicação no sentido de atualização ou revisão com respeito a tal mudança.

Este relatório não representa oferta de negociação de valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros.

O presente relatório constitui propriedade intelectual da Ohr e é de uso exclusivo do seu assinante, não podendo ser reproduzido ou distribuído a terceiros, no todo ou em parte, sem expressa autorização da Ohr. A reprodução indevida deste relatório sujeita o infrator a todas as penalidades previstas pela lei.