Valor ECONÔMICO

Imprimir ()

07/04/2015 - 05:00

O apelo do juro real

Por **Sérgio Tauhata**

Para Alcindo Canto, presidente da HSBC Asset Management no Brasil, "esse [patamar atual] é um nível de juro real muito alto e não é o juro de equilíbrio"

A inflação do primeiro trimestre de tão elevada funcionou como uma espécie de "buraco negro" da rentabilidade para a maior parte dos investimentos no período. Nem mesmo o Certificado de Depósito Interfinanceiro (CDI) escapou de ser tragado. Com um retorno acumulado de 2,81% em 2015 até março, o referencial para aplicações conservadoras perdeu em mais de um ponto percentual para o IPCA, o índice oficial de inflação, que, segundo estimativas do mercado coletadas pelo Banco Central (BC) no boletim Focus, deve alcançar 3,91% nos três meses iniciais.

Especialistas, entretanto, ressalvam que o forte nível de subida de preços atual reflete principalmente a alta de tarifas como energia elétrica, água e transportes e os aumentos de combustíveis, e deve arrefecer ao longo do ano. Com a taxa básica de juros atualmente em 12,75% ao ano e com perspectiva de, ao menos, mais uma elevação da Selic pela frente, o CDI deve ganhar sem esforço do IPCA no fim de 2015.

De qualquer modo, o nível de inflação preocupa e, se confirmada a estimativa atual para o IPCA, de 8,20% no fim do ano, o ganho real vai ficar comprimido. A poupança, por exemplo, fecharia 2015 com rendimento negativo.

Dentro da indústria de fundos de investimento, a aposta dos especialistas para obter retornos acima do CDI, sem contar estratégias baseadas em câmbio e que, por conta disso, agregam risco elevado, recai justamente sobre os portfólios de renda fixa índices. A classe formada principalmente por carteiras repletas de títulos públicos indexados ao IPCA, os chamados fundos de inflação, acumula retorno médio de 3,54% em 2015, segundo dados da Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (Anbima). Trata-se do melhor resultado no trimestre, sem considerar as categorias multimercados, cambial e Ibovespa ativo.

"Falando dos benchmarks da família IMA [Índice de Mercado Anbima], o IMA-B5 [que reflete uma cesta de títulos públicos indexados à inflação com vencimento de até cinco anos] no primeiro trimestre alcançou 150% do CDI", afirma Claudio Serra, gestor de recursos da Bradesco Asset Management (Bram). Segundo ele, a inflação elevada no primeiro trimestre impulsionou os títulos de vencimentos curtos.

A lógica dos fundos de inflação, no entanto, é mais complexa do que sugere o nome. "Esses títulos causam uma confusão grande na cabeça das pessoas ao indicar que eles seguem a inflação. Mas isso não acontece no curto prazo", afirma Marcelo Guterman, especialista de produtos da Western Asset.

De acordo com o gestor, a remuneração dos papéis indexados à inflação é dada pela variação do índice mais um cupom de juros definidos na aquisição. Essa parcela prefixada, no entanto, muda conforme a marcação a mercado. "Mesmo se a inflação estiver alta no curto prazo, essa variação não significa nada perto do impacto que a oscilação do cupom dá nos preços dos títulos e isso confunde a cabeça dos investidores em geral", diz Guterman.

A volatilidade varia ainda conforme o prazo de vencimento dos títulos. "Quanto mais longos maior o impacto da taxa de juros no [preço do] papel", explica Claudio Pires, superintendente da gestora de recursos da Mongeral Aegon.

Os gestores, no entanto, veem uma janela de oportunidade para as carteiras do gênero, devido ao nível de juros reais pago atualmente pelos títulos indexados à inflação. "As NTN-Bs estão bastante atrativas. A curva de juros está flat [nivelada] acima de 6,30% ao ano de juro real, nas NTN-Bs [com vencimento] a partir de 2019", afirma Izak Benaderet, diretor de investimentos da Porto Seguro Investimentos.

"Esse é um nível de juro real muito alto e não é o juro de equilíbrio", pondera Alcindo Canto, presidente da HSBC Asset Management para o Brasil. O gestor aponta ainda que títulos mais longos chegam a pagar juro real de 6,5% ao ano.

Raio X do setor de fundos

Captação e rentabilidade média por categoria (até 31/03/2015)

Tipos	Rentabilidade (%)		Captação (R$ milhões)	
	No mês	No ano	No mês	No ano
Curto Prazo	1,03	2,80	-1.403,13	9.319,11
Referenciado DI	1,05	2,89	1.201,28	5.278,65
Renda Fixa	1,10	3,16	-2.435,94	2.793,08
Renda Fixa Crédito Livre	1,08	2,93	-524,93	-3.174,00
Renda Fixa Índices	0,74	3,54	4.691,86	-388,47
Long And Short - Neutro	1,24	1,95	-92,13	-237,48
Long And Short - Direcional	0,70	0,77	-232,13	-647,49
Multimercados Macro	3,69	8,52	-476,01	-3.769,22
Multimercados Trading	0,69	3,32	-44,23	-48,21
Multimercados Multiestratégia	3,31	7,23	-3.957,00	-11.284,56

Para André Abreu, gerente-executivo de fundos de renda fixa da BB DTVM, quem pensa em entrar na janela do juro real alto deve mirar o longo prazo. "É muito arriscado entrar num fundo de índice e ficar um mês. O retorno mais seguro é no longo prazo", afirma. Guterman, da Western, partilha da mesma análise: "para quem tem tempo pra esperar e estômago para aguentar o curto prazo, certamente a taxa de juros está em patamares bastante interessantes".

Na avaliação dos gestores, os fundos de inflação têm potencial de ganho mais atrativo no momento comparado a outras estratégias, como o câmbio, que proporcionou ganhos de 20,96% no trimestre, caso das carteiras específicas, e de até 8,52% na categoria multimercados macro. "A gente acredita que muito do movimento do dólar já está no preço. Fica difícil imaginar uma nova depreciação tão forte do real frente ao dólar", diz o diretor de investimentos da Porto Seguro.

Os especialistas consideram os títulos atrelados à inflação como as melhores apostas para se obter retornos acima do CDI no longo prazo. "Existe uma volatilidade muito importante nesses ativos. A expectativa é que a Selic não vai se manter tão alta ao longo do tempo", diz Canto, do HSBC.

Mas quando seria esse longo prazo? Os gestores veem possibilidade de o ambiente macroeconômico dar sinais de melhora já no fim deste ano, o que levaria a uma valorização das NTN-Bs mais longas, a partir da queda dos prêmios pagos. Os especialistas divergem, no entanto, sobre a probabilidade de cada cenário. "Olhando alguns meses para trás e olhando agora a gente tem um cenário melhor e a expectativa é de que venha um cenário benigno e construtivo. O ajuste fiscal sendo percebido e a Petrobras entregando o balanço e se ajustando com venda de ativos e redução de investimentos dissipam a percepção de risco para os investidores, em especial os estrangeiros", diz Serra, da Bram.

De acordo com Benaderet, da Porto Seguro, menor pressão de preços administrados daqui para frente e atividade fraca, "com PIB navegando na faixa de -1% a 0,5% em 2015", tendem a aliviar os índices inflacionários. Para o gestor, se o ajuste fiscal anunciado pelo governo funcionar, esses fatores abririam espaço para, no fim do ano e no início de 2016, termos juros mais baixos.

O presidente da HSBC Asset Management, entretanto, vê ainda muitas dúvidas nesse caminho. "Existe uma incerteza muito grande sobre a capacidade do governo de executar as medidas que ele já anunciou. Ou seja, existe uma possibilidade não tão remota de nada funcionar", afirma Canto. Guterman, da Western, considera os

próximos meses essenciais para se vislumbrar o cenário com mais clareza. "Ninguém no mercado está esperando que o superávit chegue em 1,2% [do PIB], mas a questão é o quão próximo vai chegar da meta, e isso vai ficar mais claro nos próximos dois meses", diz.

Para os gestores, outras variáveis ao longo dos próximos meses podem acentuar a volatilidade dos títulos de inflação. A principal é a expectativa de subida de juros pelo Federal Reserve (Fed, o banco central americano) a partir da metade do ano. Abreu, da BB DTVM, porém, minimiza o impacto da decisão do Fed. "Eles estão sendo muito cautelosos e gradualistas para divulgar. Nossa taxa subiu muito já. Então grande parte do efeito de uma eventual alta nos EUA já está nos preços e não vejo uma ruptura nos nossos juros por conta disso."

Segundo Serra, da Bram, na direção contrária do Fed, as medidas de aumento de liquidez promovidas pelos Banco Central Europeu (BCE) e pelo Banco do Japão (BoJ) podem no futuro beneficiar o mercado local. "O movimento que os BCs europeu e japonês estão fazendo está injetando mais capital nos mercados. Provavelmente vai sobrar fluxo para o Brasil, quando diminuir a percepção de risco em relação ao país nos radares do investidor estrangeiro", afirma.