



13º Edição (12/02/2020)

Quais são os principais impactos da queda da taxa Selic?

Entrevistado: Pedro Renault, Economista Sênior do Itaú BBA.

Começa agora a sua imersão no mundo dos investimentos, está no ar o Investcast, o Podcast do Itaú Unibanco para acionistas bem informados.

Esta é a edição número treze do Investcast Itaú Unibanco, o meu nome é Cassio Politi, e hoje ao lado do Pedro Renault, Economista Sênior do Itaú BBA, nós vamos falar de taxa Selic. Pedro, é um prazer ter você aqui.

Pedro Renault: Prazer estar aqui, obrigado pelo convite.

Cassio Politi: Pedro a taxa Selic caiu bastante e tem sido um tema muito discutido tanto no mercado nacional quanto no cenário macro econômico brasileiro. É uma queda que veio para ficar?

Pedro Renault: Perfeito, resposta curta, sim, a Selic mais baixa veio para ficar. Resposta um pouco mais longa, a gente tem que separar o que é o curto do médio e longo prazo. O que eu quero dizer com isso? No momento a Selic ela está mais baixa do que seria o equilíbrio. Por quê? Porque a gente tem uma economia que também está abaixo do que é o ponto neutro, a gente tem desemprego alto, capacidade ociosa na indústria, a gente tem uma inflação que está persistentemente abaixo da meta apesar de alguns choques recentes, o que significa que o Banco Central ele pode pisar no acelerador, colocar o juro um pouco mais baixo para estimular a economia, fazer com que a retomada dela aconteça de forma um pouco mais rápida, mais robusta, para gente chegar de volta, por exemplo, à meta de inflação. Esse curto prazo, ele dura um tempo, a gente acredita que existe espaço, capacidade ociosa, por exemplo, para manter o pé no acelerador, na verdade até para cortar um pouquinho mais o juro com relação ao patamar de hoje em dia, e fazer com que essa convergência ocorra. Agora, em algum momento do tempo a Selic vai precisar subir para voltar o que seria o ponto neutro, e essa é a parte talvez que é mais interessante de dizer que a Selic baixa veio para ficar. O novo ponto neutro, onde ela vai se encontrar lá na frente, é menor do que o que a gente tinha no passado. O Brasil era um país que tinha um juro muito alto porque a gente tinha um gasto do governo que crescia demais, ele colocava pressão na inflação, que tinha que ser controlada na outra ponta pelo Banco Central que tinha que manter a Selic elevada. Em cima disso, a gente tinha muito crédito subsidiado, que criava uma distorção que era a seguinte: uma boa parte da economia que recebia o crédito subsidiado, não respondia ao instrumento que o Banco Central tem na mão, que é a Selic. Então ele tinha que manter ela alta para conter o impacto sobre a inflação do gasto do governo, e ele tinha que fazer um esforço bem maior, porque uma boa parte da economia não reagia aonde a Selic estava. Com mudanças que aconteceram, ajuste fiscal, a reorientação dessas políticas de crédito, a gente acredita que o juro neutro no Brasil, o ponto ali onde o Banco Central não está nem acelerando nem freando a economia, ele pode ser mais baixo. Então quando a gente sair dos 4,5 atuais, possivelmente até um pouco mais baixo, a gente projeta que a Selic pare de cair em 4%, quando a gente sair desses níveis, que é o que deve acontecer lá para o final de 2021, ela sobe para algo que a gente estima ser próximo aos 6%. Não, por exemplo, para os patamares de 10 até acima disso que a gente tinha no passado.



Cassio Politi: Quer dizer, 4% a 6% nessa faixa é um patamar baixo. Dá para concluir que a Selic num patamar baixo, grosso modo, faz a economia girar melhor?

Pedro Renault: Sim, eu acho que aqui também a gente precisa separar o curto do prazo um pouco mais longo. De novo, o que que eu quero dizer com isso? No curto prazo ela está “pé no acelerador” como eu tinha mencionado, ela faz a economia girar de fato porque juro baixo significa impulso para crédito, então, impulso para consumo, isso significa que as aplicações financeiras não ficam tão interessantes e as pessoas têm um estímulo, e as empresas também, de tirar o dinheiro ali da aplicação e colocar na economia real. Então essa é a parte ali, o motor pelo qual a Selic por exemplo, abaixo do ponto neutro, tem estimulado a economia nesse momento, a gente já começa a ver reações a isso inclusive.

Agora, estruturalmente falando, ter um juro, por exemplo, que se equilibra lá em 6 ao invés de se equilibrar em 10, é muito interessante também, porque ele permite algo que a gente já está observando também, que é um desenvolvimento maior do mercado de capitais. Na hora que eu saio do título público, por exemplo, que é um a coisa livre de risco que me pagava um juro muito alto, e começo a olhar para outras opções de investimento, que vão me trazer um pouco mais de risco, mas um maior retorno, eu começo a viabilizar, por exemplo, que empresas emitam dívida corporativa no mercado de capitais, que é o que está acontecendo bastante esse ano. Começa a viabilizar emissões de ações, formas de financiamento que complementam o mercado de crédito que já existe no Brasil, mas que de certa forma aprofundam, por exemplo, as capacidades de financiamento das empresas, seja porque permitem prazos maiores, seja porque permitem às vezes trocar a taxa por custos menores, seja porque permitem pulverizar mais os riscos e trazem para o poupador, para o investidor, uma opção a mais de aplicação.

Cassio Politi: Em 2019 a gente viu a bolsa, aqui no Brasil, bater recorde atrás de recorde, claro, com as oscilações normais e previsíveis, aliás, previstas né, mas é possível mensurar o impacto da Selic no mercado de ações como um todo?

Pedro Renault: Essa é uma resposta um pouco mais difícil no sentido de que não dá para colocar um número, mas é claro que a gente tem uma migração de classe de ativos acontecendo que tem motivado isso. A migração é exatamente o que eu comecei a mencionar, você sai primeiro do título público, da poupança, por exemplo, que é uma classe de ativo ali com o risco quase zero, e migra para o risco corporativo, compra uma debênture de uma empresa, por exemplo. O próximo passo, porque esses títulos corporativos também, o mercado de renda fixa doméstico já teve um ajuste de taxas, é começar a olhar para *equity*, para bolsa, que é o que já está acontecendo. IPO, os *follow ons* estão bem aquecidos agora nessa segunda metade do ano, exatamente porque a gente tem, primeiro, perspectiva de crescimento melhor, que obviamente deixa o investidor mais otimista, e segundo, perspectiva de que os retornos em outras classes de investimentos não vão ser tão interessantes, e aí eu preciso de novo correr um pouquinho mais de risco para um retorno maior.

Falando de migração de classe de ativos a gente tem um potencial grande aqui, pelo seguinte motivo: a gente estima que existam mais ou menos R\$ 6,5 trilhões, um pouco menos que isso talvez, investidos em renda fixa no Brasil, e com isso eu estou colocando tanto os fundos de renda fixa, quanto os títulos do governo, quanto poupança. Esses, por definição, com juro mais baixo, vão render pior. E a gente tem mais ou menos R\$ 2,5 trilhões, R\$ 2,6 trilhões investidos em bolsa. Se a gente tiver uma migração, seja pequena, desse primeiro montante, seis e meio, para o segundo montante, um pouco mais de dois e meio, a gente já tem uma pressão a mais de demanda ali por esses ativos que tende a fazer com que a bolsa suba, obviamente a gente está



esperando também novas ofertas no ano que vem, mais entrada de papeis no mercado, então isso gera um pouco mais de oferta também, mas uma coisa não deve compensar a outra.

Cassio Politi: E o mercado de crédito, ele é afetado também pela Selic?

Pedro Renault: Naturalmente. Primeiro você tem, com taxas menores, uma maior condição ali para pessoas tomarem crédito e se financiarem. Isso vale tanto para modalidades ali onde a gente já vê a taxa se ajustando mais rápido, como, por exemplo, no imobiliário, quanto para outros, como crédito pessoa física normal que tem tido menores taxas. Tem uma distinção grande entre essas modalidades, porque no Brasil importa muito se o empréstimo tem uma garantia clara ou não. O empréstimo com a garantia, por exemplo, imobiliário ele consegue ter uma taxa de juro menor e ter esse ajuste acontecendo mais rápido, a recuperação de crédito no Brasil é muito ruim, então nos que não têm garantia, acaba que os *spreads* acabam sendo um pouco mais altos, porque a cada R\$ 1,00 que eu perco no Brasil eu recupero menos de vinte centavos, enquanto a média no mundo é perto de setenta centavos. Isso naturalmente afeta no custo de crédito.

Tem um outro canal aqui que é interessante para o mercado de crédito, eu desviei um pouquinho, voltando aqui para o ponto, que é o seguinte, com o juro menor eu consigo carregar mais dívida de forma sustentável. A alavancagem das famílias, das empresas, por exemplo, ela pode ser um pouco maior sem que isso seja um problema, porque se o juro é mais baixo, o serviço da dívida não é tão alto, o quanto eu gasto por mês para pagar. Então, o que a gente tem visto recentemente é o seguinte, durante a crise famílias, por exemplo, se desalavancaram, reduziram inadimplência, voltaram agora a tomar crédito, tem taxas de alavancagem que estão subindo, mas sem que a inadimplência, sem que o comprometimento da renda, que é no fundo o quanto ela consegue gastar, esteja mudando muito, exatamente porque com o juro mais baixo, cabe mais dívida no bolso sem que isso seja um problema.

Cassio Politi: E qual é a tendência de mercado de renda fixa?

Pedro Renault: O mercado de renda fixa é um que, eu até comentei, ele já tem desempenhado um papel ali muito importante para empresas, por exemplo, ao trocarem dívida. Elas têm usado o desenvolvimento que a gente teve ao longo desse ano de emissões de debêntures, CRI, CRA, esse tipo de instrumento, nem tanto para investir num primeiro momento, porque a gente ainda tem capacidade ociosa na economia, está pegando no tranco ainda, mas para trocar dívida cara por dívida barata, dívida curta por dívida longa, eu pego, por exemplo, uma dívida que era de dois anos, emito uma debenture longa e troco essa dívida para algo de dez, que me dá um alívio financeiro. E têm também trocado dívida externa por dívida doméstica. Grandes empresas brasileiras que emitiam títulos lá fora, hoje em dia têm preferido fazer a emissão em reais, não ter o problema de descasamento da moeda ali, às taxas que estão mais baixas aqui que ficam então atrativas. Esse mercado tem um papel crucial, renda fixa é uma parte importante do mercado de capitais, ao permitir que as empresas se financiem não só com bancos, mas, de novo, com uma piscina de investidores que é mais diversificada, que diversifica então melhor os riscos, dissipa isso um pouco melhor, e deve continuar sendo um pilar importante para crescimento. A gente, por muito tempo, teve quase que só o mercado de crédito no Brasil, para a frente a gente espera um crescimento mais sustentável, puxado não só por crédito, mas também pelo mercado de capitais, seja via renda fixa, seja via renda variável.

Cassio Politi: Pedro muito obrigado pelas informações aí tão claras e tão didáticas, espero que você possa participar mais vezes aqui conosco no Investcast Itaú Unibanco.



Pedro Renault: Vai ser um prazer participar de novo, agradeço pelo convite e espero pelo próximo.

Cassio Politi: O Pedro Renault participa ativamente de dois Podcasts do Itaú, que eu quero convidar você a ouvir: um é o Podcast diário Itaú Morning Call, o outro é o Podcast semanal Itaú Views Macro and Research. Ambos estão disponíveis no seu agregador preferido. Nós conversamos então com o Pedro Renault, a nossa conversa foi gravada em dezembro de 2019 e publicada em janeiro de 2020. Eu espero você nos próximos programas. Até lá.