

Relatório Econômico

Prêmio de risco

Porto Asset
Management

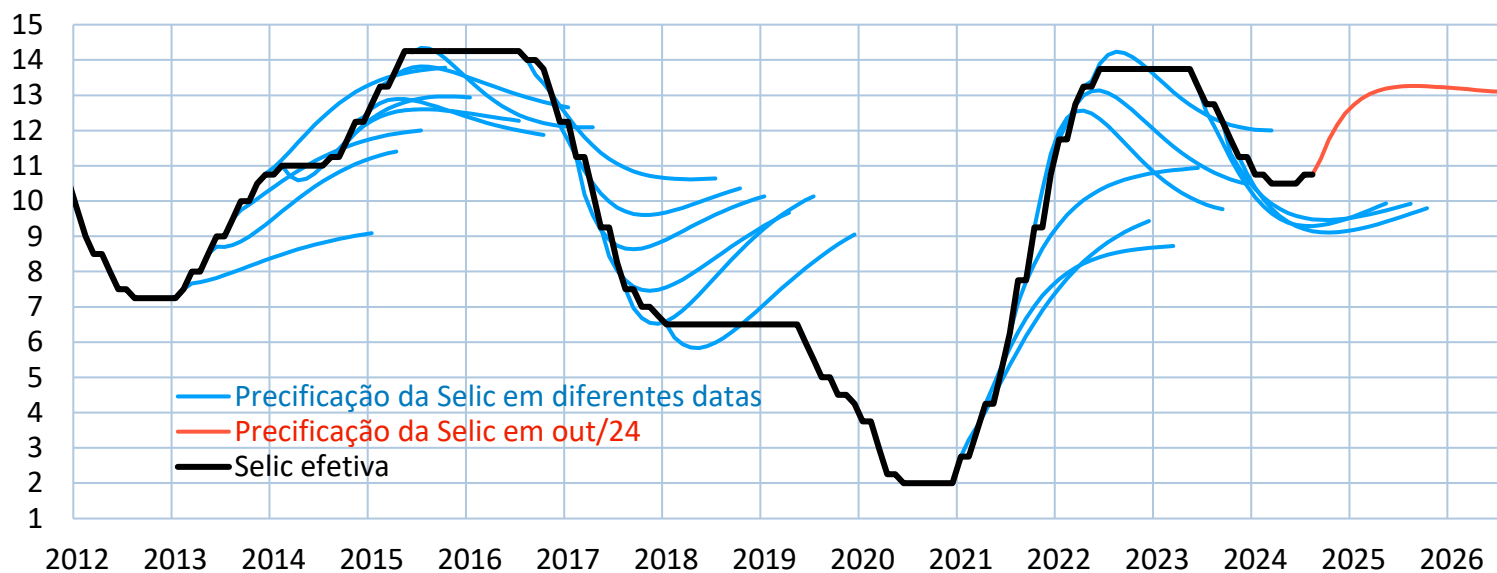


Novembro - 2024

As taxas de juros são a principal ferramenta da política monetária. O Banco Central conduz a economia decidindo a taxa Selic, que por sua vez sensibiliza toda a curva de juros. No ramo mais curto da curva, as expectativas com relação às decisões do BC prevalecem. Mas para prazos mais longos, a curva incorpora também um prêmio. Então o que podemos inferir, a partir dos preços de hoje da curva de juros no Brasil, a respeito da expectativa do mercado sobre a condução da política monetária? Quanto é prêmio, e quanto mais se espera de fato que a Selic suba? Além disso, o que o prêmio em si nos diz a respeito de risco e incerteza na economia?

Taxa Selic e precificação a partir da estrutura a termo da taxa de juros

Fontes: BCB, Anbima, Porto Asset Management



A teoria básica de finanças trata as taxas de juros para prazos mais longos como uma composição de taxas de juros de prazos curtos, esperadas ao longo do tempo. Ou seja, é como se emprestar dinheiro por 2 anos fosse equivalente a emprestar por um ano, e depois emprestar novamente no ano seguinte. Essa é uma simplificação útil, mas claramente a realidade é mais complexa: o risco envolvido num empréstimo com prazo de 2 anos é diferente de dois empréstimos com prazo de 1 ano, um seguido do outro. E por terem riscos distintos, o emprestador pede um prêmio no prazo mais longo.

A questão toda fica controversa porque esse prêmio não é observado, e daí nasce o desafio ao interpretar a mensagem contida na curva de juros. Ao observarmos a elevação dos juros futuros, não é trivial distinguir quanto é aumento de expectativa de quanto é elevação do prêmio. Felizmente, temos algumas alternativas para estimá-lo.

Uma maneira de fazer isso é partir das expectativas. O Banco Central recolhe as expectativas de economistas e outros agentes do mercado sobre o comportamento da taxa Selic ao longo do tempo, no conhecido relatório Focus. Se temos a expectativa à mão, podemos calcular a diferença em relação à taxa de mercado, e atribuir essa diferença ao prêmio. O problema aqui é que não são exatamente os mesmos agentes que respondem ao Focus e atuam no mercado de renda fixa. É razoável supor que as expectativas sejam semelhantes, mas ainda assim é uma suposição. Até porque os preços de mercado reagem muito mais rapidamente que as respostas no Focus. E parte dessa reação pode ser fundamentada em revisões de expectativas, não somente variação do prêmio.

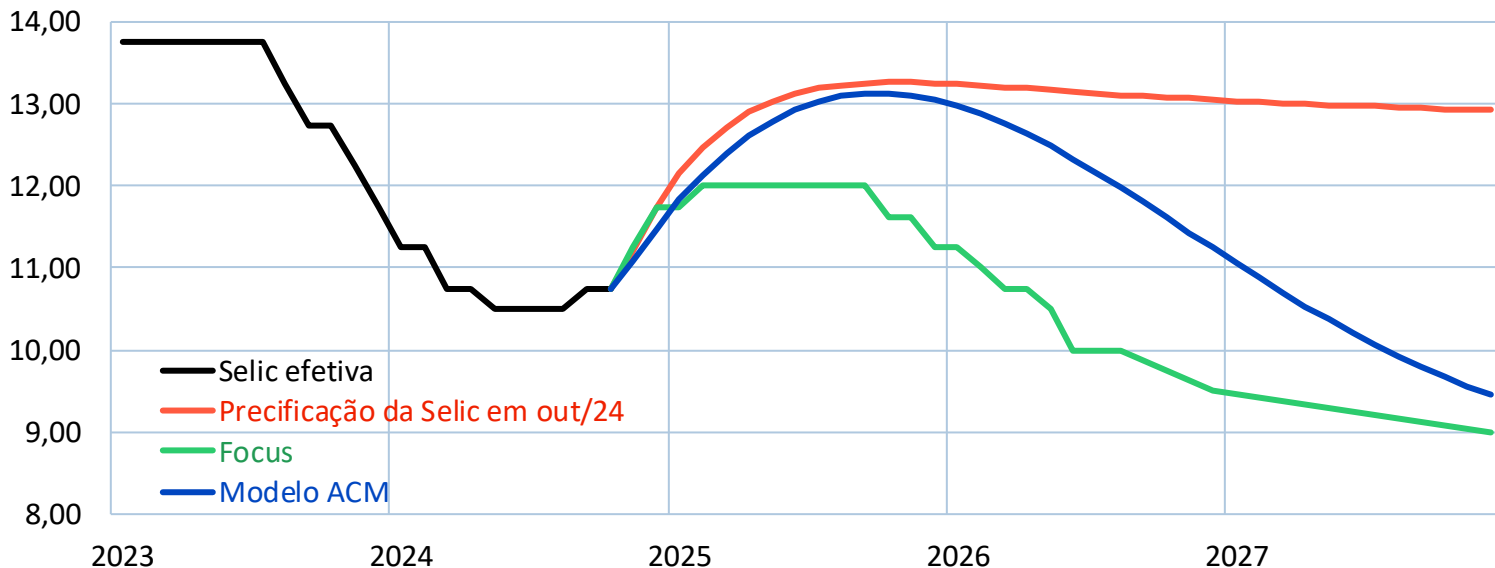
Outra maneira é calcular o prêmio a partir da volatilidade do próprio mercado de renda fixa. Adrian, Crump e Moench (ACM)¹, economistas do Federal Reserve, desenvolveram um modelo para calcular essa estimativa. A vantagem evidente aqui é que podemos inferir o prêmio (e portanto as expectativas) a partir dos preços. A intuição do modelo é que o prêmio deveria ser maior em períodos de mercado mais volátil: é mais difícil confiar na sua expectativa de juro futuro se as taxas estão mudando muito, e por isso se pede prêmios maiores.

A partir dessa estimativa, podemos avaliar como o mercado reage às decisões e comunicação do BC e demais autoridades, divulgação de dados, etc. Podemos também comparar com as expectativas no Focus, e procurar entender de onde vêm as reações dos agentes de mercado: se nascem de uma reavaliação do ambiente de risco, ou se atualizaram suas expectativas.

Aplicamos o modelo ACM aos dados da curva de juros brasileira, e comparamos os resultados com as expectativas do Focus e com os juros de mercado. Como descrito acima, as linhas no gráfico correspondentes ao Focus e ao modelo refletem expectativas futuras de juros, enquanto a curva do mercado reflete a composição de expectativa e prêmio.

Taxa Selic e medidas de expectativa

Fontes: BCB, Anbima, Porto Asset Management



Em relação às expectativas no Focus, parece haver algum prêmio no ciclo atual de alta: enquanto os economistas de modo geral esperam uma taxa terminal de 12%, o mercado negocia juros acima de 13%. A diferença, portanto, pode ser interpretada como prêmio na curva de juros.

Mas o gráfico também mostra que a expectativa calculada a partir do modelo denota um ciclo mais intenso, com a taxa terminal alcançando 13% em meados de 2025. Portanto, aos olhos do modelo, no ramo curto da curva de juros praticamente não há prêmio: os agentes do mercado realmente esperam que a Selic alcance algo em torno de 13%, sem muito espaço para dúvida — e conseqüentemente não cobram muito prêmio por isso.

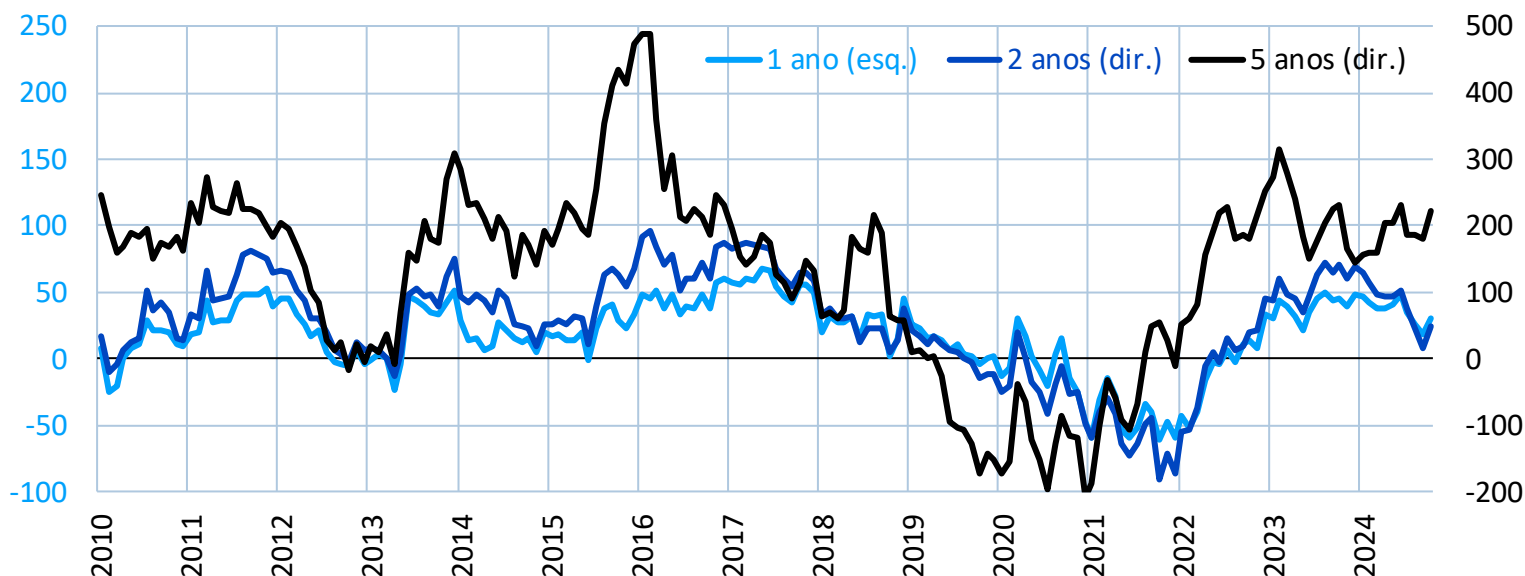
¹ Adrian, T., Crump, R.K., Moench, E., 2013. Pricing the term structure with linear regressions. Staff reports 340. Federal Reserve Bank of New York, NY.

Por outro lado, ambas as abordagens concordam que o ciclo se reverte entre fins de 2025 e começo de 2026. Depois disso, a expectativa é que o Copom reduza a Selic até algo em torno de 9%. Aqui sim deve haver algum prêmio na curva, porque o juro negociado no mercado está mais perto de 13%. Ou seja, há uma expectativa de ciclo de cortes, porém há muita incerteza em torno dessa projeção, e o prêmio é proporcionalmente maior.

Esse prêmio no ramo longo é elevado. Desde 2010, em apenas 20% dos casos o prêmio nesse trecho da curva era maior do que está agora. Se situa em nível comparável com o estimado para períodos desafiadores para o mercado local, que foram marcados por relativa instabilidade macroeconômica em função do ambiente externo (2010-11) ou doméstico (2013-16). Agora, fatores dos dois tipos também estão presentes.

Prêmio na estrutura a termo

Em pontos-base. Fonte: Porto Asset Management



No cenário externo, temos apontado seguidamente que a economia americana cresce de maneira robusta. O PIB do 3º trimestre, divulgado no final de setembro, apontou crescimento anualizado de 2,8%. Se uma das razões para o Fed ter iniciado o ciclo cortes nos EUA era o risco de uma recessão, não é desprezível a chance de uma reavaliação da trajetória e intensidade dos cortes. Em segundo lugar, a situação fiscal dos EUA é preocupante, e não há perspectiva de reversão no curto ou médio prazo. De uma maneira ou de outra, o ambiente global se mostra mais desafiador para economias emergentes — grupo no qual se enquadra o Brasil.

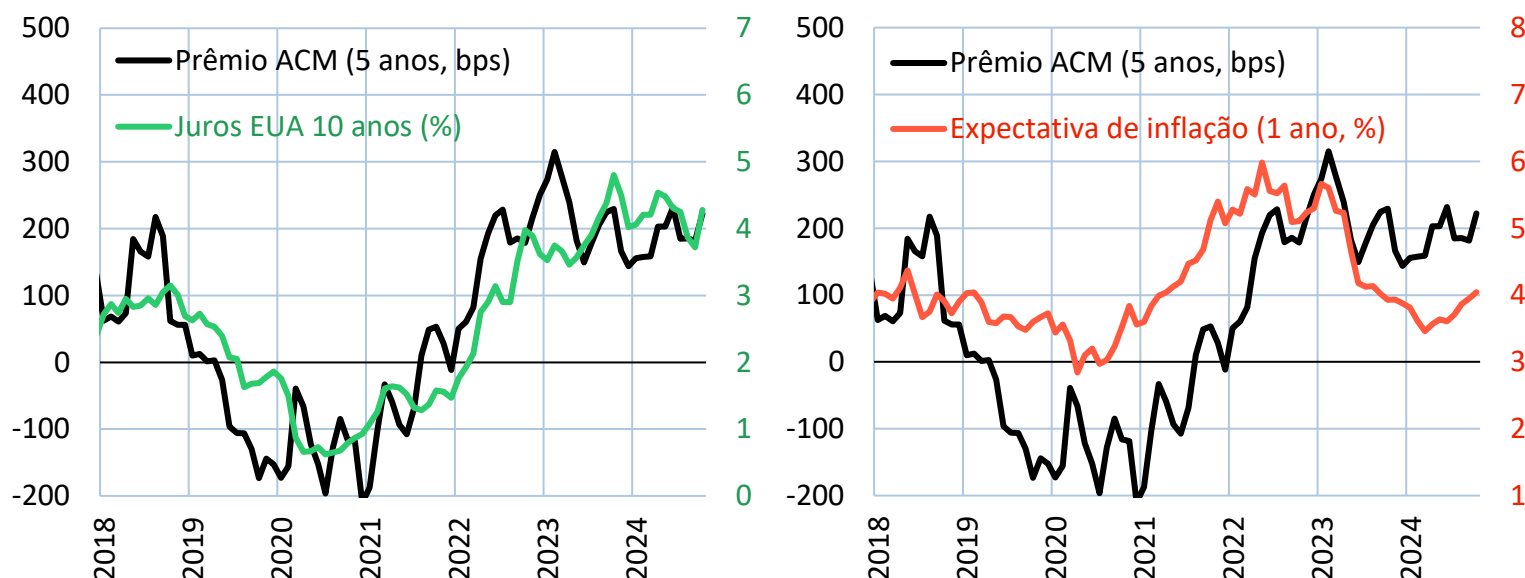
Outro fator de risco externo relevante é a economia chinesa. Uma desaceleração mais pronunciada do nosso principal parceiro comercial poderia se traduzir em maiores dificuldades nas nossas contas externas, que levaria a maior desvalorização cambial, o que conseqüentemente tem impacto bem conhecido na inflação doméstica.

Domesticamente, convivemos com uma percepção constante de risco fiscal. O governo precisa demonstrar como (e quando) vai começar a gerar resultados primários positivos de maneira sustentável, para fazer frente à necessidade de financiamento de um nível já elevado da dívida pública. Enquanto essa equação não estiver solucionada, dificilmente os investidores deixarão de pedir prêmio para financiar a dívida.

Outro fator por trás da majoração do prêmio é a própria expectativa de inflação. A contaminação das expectativas, sobretudo no longo prazo, impõem o risco de que o BC precisará manter os juros mais altos por mais tempo. Os dois fatores, aliás, são conectados: risco de expansionismo fiscal se traduz em risco inflacionário. E isso se manifesta no mercado na forma de maior prêmio na curva de juros

Prêmio e variáveis macroeconômicas

Fontes: Bloomberg, BCB, Porto Asset Management



Para o nosso cenário, ainda vemos como mais provável um ciclo de elevação da Selic até 12,00%, alcançado no início de 2025. Diante do cenário global e doméstico, fica evidente que os riscos não são simétricos, sendo a situação fiscal o principal fator. Como temos reforçado nas publicações anteriores, sem consolidação fiscal o desafio para o BC é muito maior, e não é desprezível a chance de uma taxa Selic terminal mais alta, ou uma postergação do ciclo subsequente de normalização da política monetária.

		2021	2022	2023	2024 (p)	2025 (p)
PIB	var. acum. %	4,8	3,0	2,9	3,0 (3,0)	1,8 (1,8)
IPCA	var. acum. %	10,1	5,8	4,6	4,6 (4,3)	4,4 (4,0)
BRL	R\$/US\$, dez.	5,58	5,22	4,84	5,60 (5,50)	5,70 (5,60)
Selic	%, dez.	9,25	13,75	11,75	11,75 (11,75)	10,50 (10,50)

(p): atual (anterior)