

ANÁLISE MENSAL

Abril de 2012

Editor:

João Basílio Pereima

Equipe Técnica:

Antonio Luiz Costa Gomes

Ricardo Nascimento

Ronald Conceição

Juros: A suave descida

A dança das moedas

Este encarte é disponibilizado para *download* gratuito no endereço <http://www.economiaetecnologia.ufpr.br>



Apresentação

A **Análise Mensal** é uma publicação realizada pela equipe técnica da *Revista Economia & Tecnologia* (RET) e a partir do mês de janeiro/2012, substitui o então divulgado **Informativo Mensal**. A **Análise Mensal** é publicada toda última semana de cada mês e também estará disponível em formato digital para *download* no endereço <http://www.economiaetecnologia.ufpr.br>.

O objetivo da **Análise Mensal** é tratar de dois temas relevantes de conjuntura macroeconômica que estejam em evidência nas agendas nacional e internacional. Todo o conteúdo é debatido e escrito coletivamente pela equipe técnica da RET, sendo que as opiniões emitidas são de responsabilidade do Editor.

Esta edição de abril aborda dois temas correlatos à política monetária e à política cambial. A suave redução de juros, iniciada em setembro de 2011, a qual ainda não terminou, já colocou a taxa interna real de juros próxima ao nível mais baixo desde a implantação do sistema de metas de inflação em 1999 e poderá alcançar recorde histórico de baixa na próxima reunião em 30 de maio. Para um país viciado em juros, a conquista de juros baixos poderá ser uma das maiores contribuições econômicas que o atual governo poderá deixar, comparável ao que foi a eliminação da inflação no Plano Real em 1994. A redução dos juros também deu início a um ajuste cambial que caminha para uma taxa de RS/US\$ 2,00 ou até mesmo mais. Se os juros permanecerem baixos e o câmbio desvalorizado no médio prazo, poderá ter início um ajuste no lado real do setor externo com correção do déficit anual de US\$ 60bi. Esta redução da dependência de fluxos financeiros de capital no balanço de pagamentos é condição necessária para que a redução de juros seja uma conquista permanente. Se os saldos negativos em conta corrente não diminuírem é possível que nem mesmo a queima de reservas internacionais evite um *over-shooting* cambial e uma nova escalada, abrupta, da taxa de juros e, portanto, perda de todo o terreno conquistado. Esta ameaça é atenuada pela abundância de liquidez no sistema monetário e financeiro internacional, mas isso, como é sabido, não dura para sempre. Há tempo, portanto, para o Brasil fazer os seus ajustes internos de modo tranquilo.

Boa Leitura!

João Basílio Pereima

Editor (E-mail: ret@ufpr.br)

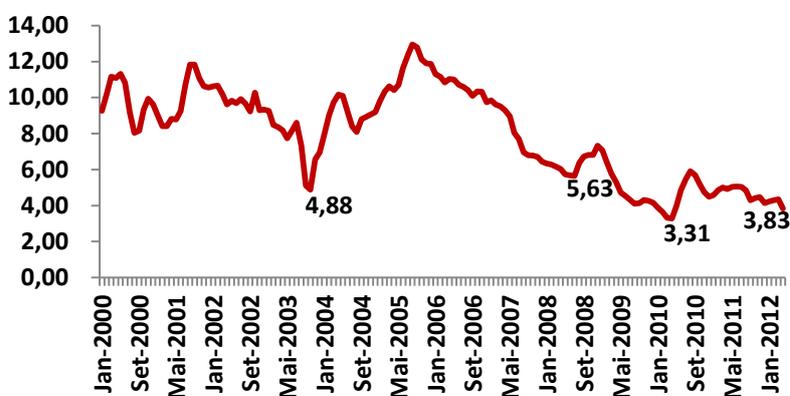
Este encarte é disponibilizado para *download* gratuito no endereço <http://www.economiaetecnologia.ufpr.br>



Juros: A suave descida

A última decisão do Copom, que determinou uma taxa básica nominal de juros em 9,00%a.a. no dia 18 de abril de 2012, avançou mais um passo na estratégia de redução do nível da taxa de juros. Considerando o IPCA dos últimos doze meses, esta taxa *nominal* significa de fato uma taxa *real* de 3,83%a.a. em abril, a segunda menor taxa real de juros desde a implantação do sistema de metas de inflação em julho de 1999 (gráfico 01). Embora não esteja escrito de forma explícita na Ata nº 166, a mais recente, as taxas reais de juros devem baixar ainda mais, após resolvido alguns entraves institucionais como é o caso da remuneração da caderneta de poupança. O movimento de redução da taxa de juros iniciado em setembro de 2011 pelo Banco Central é resultado de uma estratégia de ajuste suave, ministrada por doses homeopáticas inicialmente de 0,50 e nas últimas duas reuniões 0,75 pontos percentuais, havendo possibilidade de mais uma redução na reunião que acontecerá dia 30 de maio de 2012, a depender dos eventos surpresas da economia até lá.

Gráfico 01 – Taxa Básica de Juros Real (Selic)



Fonte: Elaborado a partir dos dados do Bacen.

Taxa Real = Selic dividida pelo IPCA.

Há quem pense que esta estratégia de redução de juros poderia ter sido implementada com menos timidez e mais rapidez pelo Bacen, mas isso não importa tanto. De fato, o Bacen acelerou um pouco a estratégia nos últimos dois encontros. A questão importante que envolve a suave descida dos juros é a permanência doravante de taxas reais baixas no Brasil. Duas ameaças rondam o futuro: déficits em transações correntes da ordem de US\$60bi ao ano tornaram novamente o Brasil dependente de fluxos financeiros de capital, o

que poderá exigir juros maiores se os ingressos se interromperem; e a ressurgência da inflação no futuro, atualmente um problema aparentemente não ameaçador.

A atual redução dos juros decorre de um ajuste conjuntural da política monetária, para fazer frente à forte desaceleração do crescimento da economia dada pelo pífio PIB de 2,7%a.a. observado em 2011, e de um ajuste estrutural em direção a uma taxa “neutra” de juros mais baixa e condizente com a economia mundial e com uma economia como a brasileira. Enquanto forças conjunturais permanecerem favoráveis, os motivos estruturais prevalecerão e o Bacen poderá dar seguimento à estratégia.

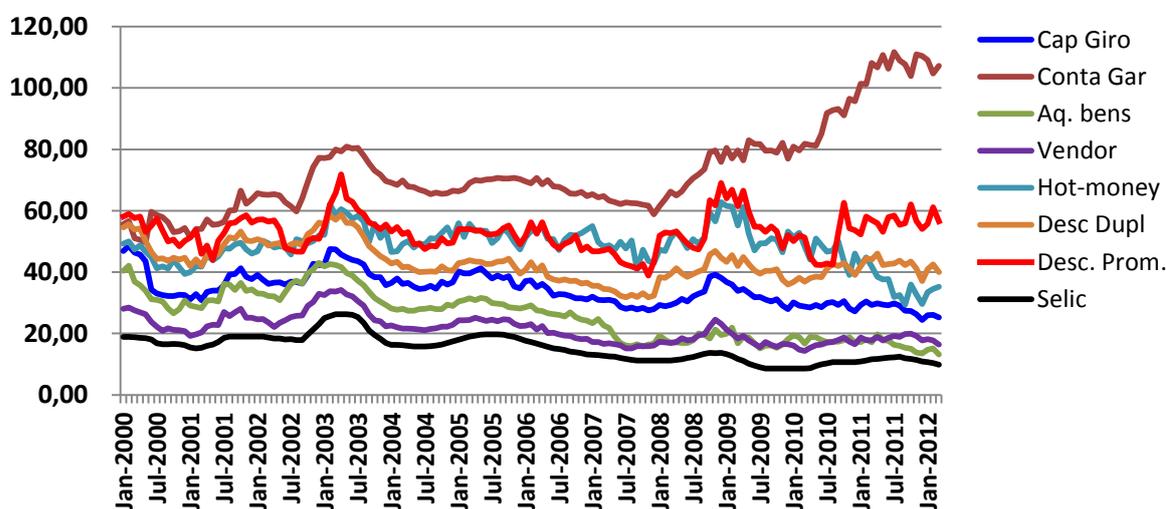
Mas o Brasil é um país viciado em juros. O governo paga juros exorbitantes pela sua dívida. As empresas pagam juros estratosféricos para financiar e girar seus empreendimentos e os consumidores juros lunáticos para financiar o consumo. Além disto, as famílias e pessoas físicas não aceitam menos que 6% de juros ao ano pelos seus depósitos em caderneta. Todo mundo vive de juros neste país. O vício vem de longe, quando instituiu-se no longínquo ano de 1874, ainda no Brasil Império, uma remuneração de 6%a.a.. A intenção inicial do decreto do Imperador era de que os juros da caderneta de poupança e outras operações financeiras não ultrapassassem 6,0%a.a., mas por transformação alquímica o teto virou piso com o passar dos anos e ninguém consegue pensar hoje em juros menor que isso. É uma sedimentação cultural e secular, que agora precisa ser removida. O cuidado meticuloso do governo para desatar o nó górdio da remuneração da poupança reflete esta dificuldade. E fará bem o governo, se encontrar uma solução que de jato diminua os rendimentos da caderneta de poupança por meio da redução da taxa nominal e não através de taxação dos rendimentos. Taxar rendimentos seria uma medida desastrosa, pois manteria o custo de captação dos bancos altos dificultando a redução dos juros na ponta do tomador.

O *spread* bancário brasileiro é reconhecidamente um dos mais altos do mundo, e reflete-se na rentabilidade média sobre o patrimônio líquido de 28%a.a. dos bancos brasileiros, comparados a 15% de outras economias semelhantes. Isto fica claro nas diversas taxas de juros pagas por pessoas físicas e jurídicas, como mostrado nos gráficos 02 e 03 a seguir. As taxas de juros para os tomadores de crédito são múltiplos elevados da taxa básica. Para pessoas jurídicas, o múltiplo da conta garantida chega a quase 6 vezes a taxa básica (ou 500% da taxa básica), e o desconto de duplicata, promissória e *hot-money* é de aproximadamente 3 vezes. O mesmo se repete para o crédito à pessoa física, para quem o caso do múltiplo do cheque especial chega a inacreditáveis, para dizer o mínimo, 9 vezes (ou 800% da taxa básica). É difícil

concluir que tais números sejam resultado de uma correta avaliação de risco e de um eficiente mecanismo de mercado. De fato, tais distorções no preço do dinheiro refletem, de um lado, um poder enorme do setor bancário para fixar o preço do dinheiro, e de outro lado uma certa ignorância dos consumidores, particularmente pessoas físicas, que desconhecem o real significado de uma taxa de juros compostos de 1% ou 2%a.m..

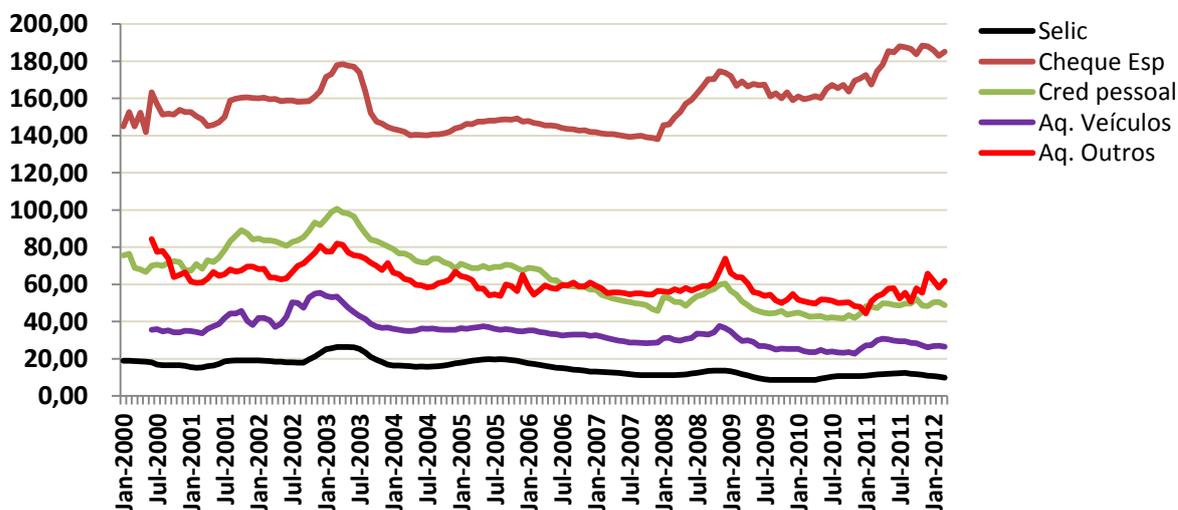
Se a recente redução geral de juros se consolidar, isto será um feito econômico com consequências políticas semelhantes à eliminação da inflação pelo Plano Real em 1994. Poderá ser lembrada pela história econômica como um dos grandes feitos do atual governo.

Gráfico 02 – Taxas Nominais de Juros Pessoas Jurídicas



Fonte: Elaborado a partir dos dados do Bacen.

Gráfico 03 – Taxas Nominais de Juros Pessoas Físicas



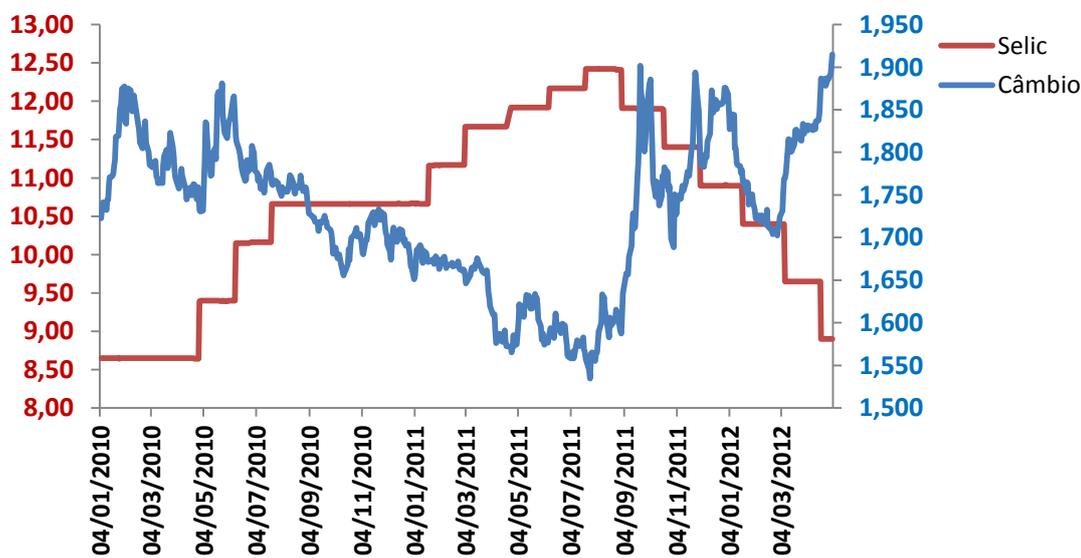
Fonte: Elaborado a partir dos dados do Bacen.

A dança das moedas

Não apenas o real tem apresentado forte flutuação nas últimas semanas e um movimento de desvalorização, mas também outras moedas importantes no comércio internacional têm apresentado mudanças que podem indicar novas relações de longo prazo entre elas. No entanto as flutuações aqui, e lá, são de natureza diferente.

A variação da taxa de câmbio do Brasil decorre basicamente da correção da taxa interna de juros promovida pela política monetária (gráfico 04). O gráfico mostra visualmente a correlação negativa entre taxa de juros e taxa de câmbio desde 2010. A redução dos juros internos desestimula as operações de *carry trade* e os momentos especulativos que forçam a valorização do real quando do vencimento dos contratos futuros. As tradicionais posições vendidas dos bancos e fundos de investimento passam a dar lugar a posições compradas e a especulação se dá agora no sentido inverso, de mais desvalorização.

Gráfico 04 – Taxa de Câmbio R\$/US\$ e Selic



Fonte: Elaborado a partir dos dados do Bacen.

A redução da taxa de juros seguida de desvalorização cambial é um ajuste monetário e cambial necessário para uma economia que precisa crescer competindo num cenário internacional adverso. Enquanto o efeito *pass-through* (que é de aproximadamente 0,40 em 9 meses) não ameaçar a inflação, a combinação de política monetária e cambial atual poderá continuar por mais

um tempo. Em termos de taxa efetiva real de câmbio, (linha verde para o Brasil no gráfico 05 a seguir) ainda há espaço para desvalorizações do real, a qual permanece ainda uma moeda valorizada perante as demais moedas do mundo. Isto pode ser visualizado com a linha verde correndo acima das demais no gráfico 05. Se a nova taxa de câmbio atingir e se mantiver em torno da cotação de R\$/US\$2,00 até 2,20 por um período relativamente longo, um novo movimento de ajuste da balança comercial e transações correntes poderá se efetuar no médio prazo, de forma a reduzir a dependência atual de capital financeiro para fechar as contas externas, deficitárias em US\$ 60bi pelo lado real. Este ajuste cambial e no setor externo será necessário no médio prazo caso o governo deseje manter a taxa de juros baixa. O cenário atual de alta liquidez internacional, criado pelas expansões monetárias americanas e europeias continuará por mais algum tempo, mas é de se imaginar que em algum momento futuro ele irá cessar. Para a sorte do Brasil, não se espera uma retração de liquidez na economia mundial antes dos próximos dois anos, de forma que o país conta com um período longo para ajuste das transações correntes, sem incorrer em riscos elevados de *over-shooting* na taxa de câmbio.

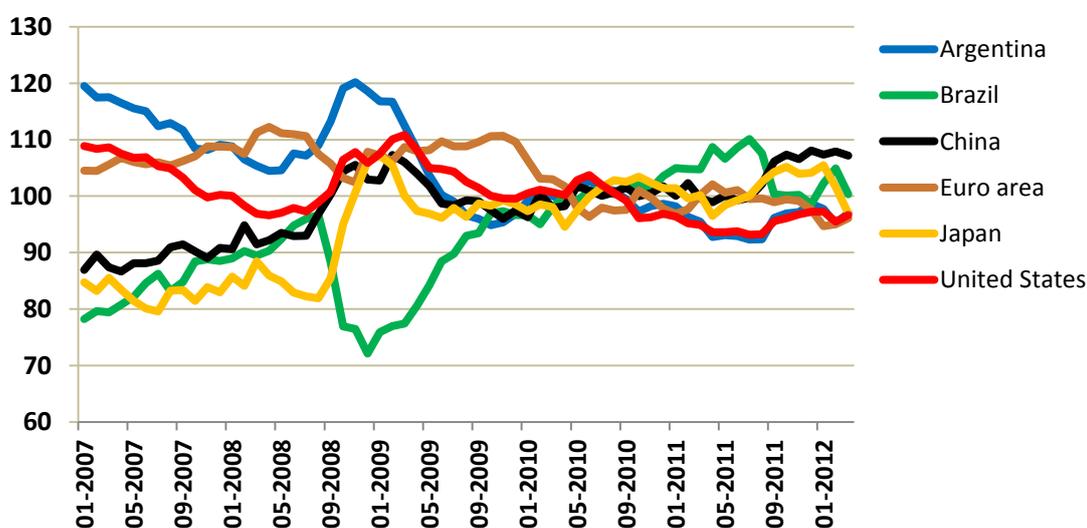
Mas a dança de moedas é mais frenética quando se olha o mercado internacional de moedas. Enquanto o G20 não for capaz de reordenar o sistema monetário internacional e enquanto prevalecer as políticas macroeconômicas discricionárias dos países, a competição por exportação se fará, entre outras estratégias, com o uso de taxas de câmbio desvalorizadas, como estão fazendo a Argentina (linha azul), os EUA (vermelha), e para onde parece estar se dirigindo o Japão (amarela).

No entanto, um ajuste estrutural a muito reclamado pelo mundo inteiro parece estar em curso entre EUA e China principalmente, como forma de reduzir a relação simbiótica entre os dois países. A conhecida dança conjunta entre dólar e yuan renminbi parece estar terminando, com a China dando início a uma valorização de sua moeda como estratégia de internalizar o crescimento econômico fazendo-o depender menos das exportações. Como pode ser visto no gráfico 05, o yuan (linha preta) situou-se abaixo do dólar (linha vermelha) até o fim de 2010, indicando uma moeda chinesa desvalorizada. A partir de 2011 o yuan se valoriza em relação ao dólar e prossegue nesta tendência durante 2012. Se isto se mostrar um ajuste duradouro entre estas duas grandes economias, um novo ambiente internacional poderá estar emergindo, com redução de assimetrias na formação de poupanças internacionais. Os EUA reduzirão seus gigantescos déficits comerciais simultaneamente à redução dos superávits igualmente gigantescos da China.

Para a economia brasileira, o ajuste EUA-China pode não significar muito se a força e o espaço competitivo da China for ocupado pela economia americana, europeia e japonesa, todas desesperadas por aumentar exportações para auxiliar na recuperação econômica do pós-crise e pós-terremoto. Seja qual for a situação da economia mundial, com comércio internacional puxado por chineses, ou por americanos, europeus e japoneses, a posição brasileira requer uma moeda desvalorizada e uma taxa de juros baixa nos próximos anos.

Algo que parece estar começando a se firmar com mais clareza no país.

Gráfico 05 – Índice de Taxas Reais Efetivas de Câmbio



Fonte: Elaborado a partir dos dados do BIS, Bank for International Settlements.