

!

Juros Destoantes

Para poder fazer política monetária anticíclica com juros civilizados é preciso fazer avançar a agenda pendente de reformas.

Márcio G. P. Garcia¹
16 de fevereiro, 2006

É comum encontrar na imprensa comparações entre os juros reais de diferentes países. Infelizmente, nessa competição sagramo-nos campeões por larga margem. No entanto, é raro haver comparações entre outras características dos juros, como a volatilidade e, sobretudo, o grau de sincronia entre os movimentos dos juros de diferentes países. Dessas comparações podem também ser extraídas lições importantes para a política monetária.

O gráfico mostra quatro taxas básicas de juros. Além da Selic, lá estão as taxas básicas fixadas pelos bancos centrais dos EUA (FED), da Europa, e da Inglaterra. A primeira característica a ser notada é que a Selic é muito mais elevada, requerendo uma escala (à esquerda) diferente da escala para as demais taxas (à direita). A escala da taxa Selic começa em 15% ao ano, enquanto a escala das demais taxas inicia-se em 1% ao ano. Desde 2000, a Selic variou dentro do intervalo 15,25% a 26,5%, enquanto a segunda taxa mais volátil, a dos *Fed Funds* dos EUA, oscilou entre 1,0% e 6,5%.

O gráfico ilustra claramente a sincronia existente entre as taxas básicas de juros dos países desenvolvidos, bem como a falta de sincronia entre a taxa Selic e as demais taxas. As séries dos juros básicos dos EUA, Europa e Inglaterra são todas fortemente positivamente correlacionadas entre si (o menor coeficiente de correlação linear é 0,7). Já as correlações entre a taxa Selic e as demais são todas negativas, comprovando a falta de sincronia que o gráfico sugere.

O que significa essa falta de sincronia? Operacionalmente, significa que na maior parte do tempo, quando os bancos centrais dos países desenvolvidos estão injetando liquidez (baixando os juros), o Banco Central do Brasil (BCB) está contraindo liquidez (subindo os juros), ou vice-versa. São raros os períodos como o ocorrido entre o final de 2004 e o início de 2005 quando tanto o FED quanto o BCB conduziram um processo simultâneo de elevação das respectivas taxas básicas.

As razões da falta de sincronia estão ligadas ao combate inflacionário em uma economia situada na periferia do mercado financeiro internacional. O sistema de metas para a inflação (ou qualquer outra alternativa razoável) exige que o BCB reaja a elevações nas expectativas de inflação, a fim de garantir o cumprimento da meta. Essa reação dá origem a duas dinâmicas distintas, dependendo dos humores do mercado financeiro internacional.

¹ Ph.D. por Stanford e professor do Departamento de Economia da PUC-Rio escreve mensalmente neste espaço às sextas-feiras (<http://www.econ.puc-rio.br/mgarcia>).

Em momentos de crise de liquidez internacional, como a ocorrida após o estouro da bolha do mercado acionários nos EUA em 2000, os bancos centrais dos países desenvolvidos tendem a injetar liquidez, no intuito de mitigar o efeito recessivo da crise. Embora a taxa básica de juros internacional estivesse em queda, a taxa relevante para o Brasil subiu, como comprova o crescimento do risco país até 2002, quando a crise eleitoral somou-se à crise internacional gerando um risco país recorde mais de dez vezes maior que o de hoje.

O que deveria então ter feito o BCB? Deveria ter acompanhado o movimento dos bancos centrais dos países desenvolvidos e reduzido a taxa Selic? Se tivesse assim procedido, acabaríamos por ter uma explosão da inflação, alimentada pela depreciação cambial, sem colher os frutos do crescimento econômico. O BCB simplesmente não podia ter feito outra coisa senão elevar os juros na contramão dos seus parceiros de países desenvolvidos.

Já em momentos de baixa aversão ao risco no mercado financeiro internacional, o BCB pode fixar os juros livre das restrições impostas pela fuga de capitais. Isto tende a ocorrer após choques cambiais e inflacionários dos períodos de crise, enfrentados pelo BCB via aumento dos juros. Assim, nos períodos de farta liquidez, o BCB passa a reduzir os juros enquanto seus parceiros começam a elevar os juros na tentativa de prevenir o aumento da inflação. Assim foi em 2000 e de 2003 até o primeiro semestre de 2004.

A novidade foi justamente a ocorrência de movimentos contracionistas simultâneos nas políticas monetárias dos EUA e do Brasil entre setembro de 2004 e agosto de 2005. Essa fugaz sincronia, contudo, não foi boa notícia. A elevação dos juros domésticos para níveis muito altos foi necessária para o cumprimento da meta de inflação, evidenciando que, no Brasil, juros muito elevados são necessários para manter a inflação sob controle. Certamente os membros do COPOM teriam preferido em 2004 continuar reduzindo a taxa Selic, mas isso teria provavelmente levado à elevação significativa da inflação, como ora ocorre na Argentina.

A nossa maior integração no comércio mundial, evidenciada pela explosão de nossas exportações, certamente cumprirá papel importante em quebrar a vulnerabilidade externa da nossa economia. Em se concretizando tal cenário, o BCB poderá passar a conduzir, no Brasil, política monetária anticíclica, como fazem os países desenvolvidos e mesmo os países emergentes mais avançados, como o Chile. As principais ameaças a esse cenário benigno vêm, sobretudo, da repetição de velhos erros: excesso de gastos primários e falta das reformas que estimulem o investimento e o crescimento econômico. Para poder passar a fazer política monetária anticíclica com juros civilizados é preciso fazer avançar a agenda pendente de reformas.

TAXAS BÁSICAS DE JUROS

