

(Ainda) o Tema dos Juros Altos

Luciano Ribeiro Sobral

A discussão sobre os motivos que têm levado o Brasil a praticar taxas de juros reais muito mais altas do que outros países que têm acesso aos mercados internacionais já dura anos, sem nenhuma explicação conclusiva. Em um trabalho bastante citado¹, Persio Arida, Edmar Lisboa Bacha e André Lara-Resende mencionavam três interpretações correntes para essa distorção (a saber, conservadorismo exagerado da política monetária após a estabilização do Plano Real, insuficiência do ajuste fiscal implementado até então e uma série não-usual de choques externos) e apresentavam uma nova alternativa, enfocando o papel da incerteza jurídica e da ausência de reformas institucionais que atacassem algumas ineficiências estruturais do mercado local.

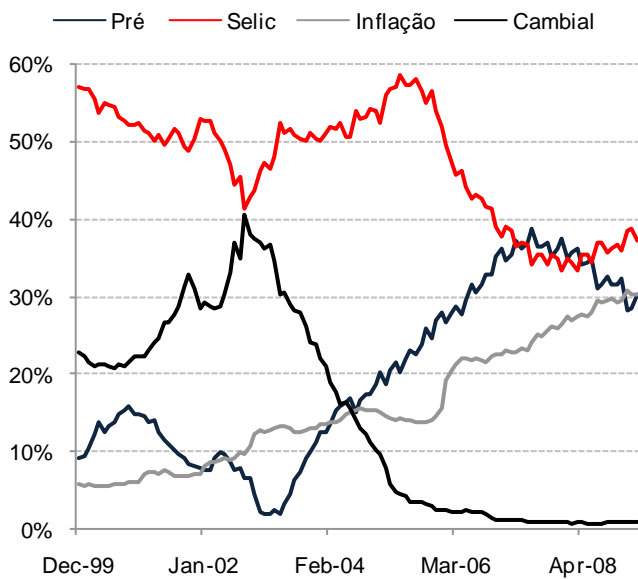
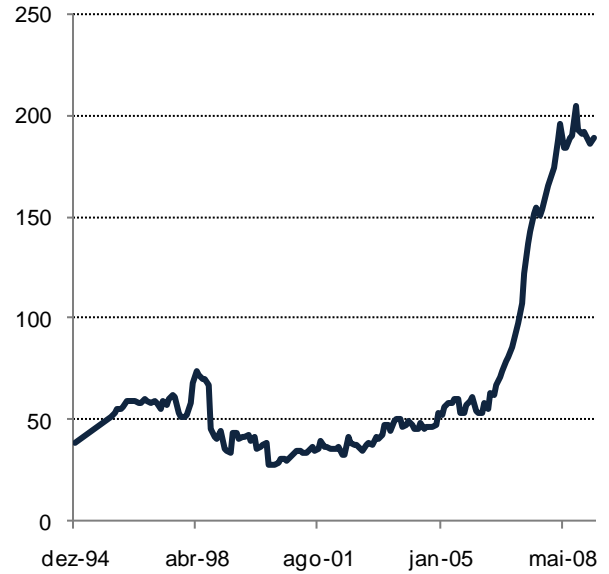
O argumento da incerteza jurídica pode ser facilmente colocado em questão quando comparamos taxas de juros reais de diversos países com alguma medida objetiva de risco legal e regulatório, como a publicada pela Economist Intelligence Unit². Numa escala de 0 a 100 (onde 100 representa o maior risco), o Brasil aparece com 45 pontos, enquanto o Peru tem 65, a Turquia e a Colômbia têm 48 e a Tailândia tem 58, para nos atermos a poucos exemplos. Por qualquer medida de juro real utilizada (por exemplo, deflacionando-se o juro nominal de um dia por uma expectativa de inflação ou tomando-se o rendimento de títulos longos indexados à inflação), todos esses países trabalham com juros reais substancialmente mais baixos e, dependendo da estimativa, até negativos, o que nos faz retornar às explicações anteriores.

A tese do conservadorismo exagerado da política monetária assume que o país encontra-se em um equilíbrio indesejável entre uma determinada meta de inflação e a taxa de juros requerida para que aquela seja alcançada³, assumindo a existência da chamada “dominância fiscal” (o círculo vicioso gerado quando o aumento na inflação requer um aperto na política monetária, aumentando os juros pagos pela dívida pública, fazendo com que o risco percebido de calote também aumente e, por sua vez, seja refletido em prêmios ainda maiores exigidos pelos investidores para carregar títulos da dívida). Quando se leva em conta a variável taxa de câmbio, que tanto afeta a inflação quanto é afetada pela percepção de risco da dívida, incorre-se também no chamado “peso problem”, onde os juros requeridos pelos aplicadores (sobretudo os estrangeiros) devem ser altos para compensar o risco de perdas com a probabilidade (ainda que pequena) de uma grande e abrupta desvalorização cambial. Entretanto, os acontecimentos dos últimos anos contribuíram para uma redução significativa desses dois problemas: o Tesouro Nacional conseguiu melhorar substancialmente o perfil da dívida interna (substituindo títulos indexados à Selic por papéis pré-fixados e indexados à inflação), e o acúmulo de reservas internacionais da ordem de US\$ 200 bilhões e a ausência de um choque externo iminente fazem com que o risco de uma queda súbita no valor do real seja bastante menor do que no passado recente. Nem por isso observamos uma queda sustentada nos juros reais, e nem conseguimos pagar taxas menores que países com contas externas desastrosas (os países do Leste Europeu são os exemplos mais gritantes).

¹ “Credit, Interest, and Jurisdictional Uncertainty: Conjectures on the Case of Brazil” (in “Inflation Targeting, Debt, and the Brazilian Experience – 1999 to 2003”, edited by Francesco Giavazzi, Ilan Goldfajn, and Santiago Herrera, MIT Press, 2005).

² <http://viewswire.eiu.com/index.asp?layout=RKAllCountryVW3> (acesso em 28/04/2009).

³ Assume-se que há outro equilíbrio benigno, a uma taxa de juros menor, que escaparia do problema da dominância fiscal.

Brasil - Composição da Dívida Interna por Indexador**Brasil - Reservas Internacionais (US\$ bilhões)**

No campo fiscal, o cumprimento por anos sucessivos de uma meta de superávit primário relativamente ambiciosa, junto com as melhoras citadas no parágrafo anterior, fez com que a relação dívida / PIB entrasse em uma trajetória declinante e hoje se situe ao redor de 40%. Na conjuntura atual, talvez mais importante que isso seja que, mesmo após adotar recentemente uma série de medidas anticíclicas (corte de impostos, capitalização do BNDES, etc.), o Brasil provavelmente ainda será capaz de manter essa tendência de queda do endividamento, enquanto praticamente todos os governos do mundo aumentam agressivamente seus passivos.

Brasil - Dívida Líquida / PIB (%)

Esse material foi preparado pela FRAM Capital, sendo expressamente proibida sua reprodução sem autorização prévia. A informação nele contida é de caráter estritamente informativo e é baseado em informações públicas recolhidas a partir de fontes oficiais ou críveis. Não nos responsabilizamos por eventuais omissões ou erros. As opiniões expressas são as nossas opiniões na data de emissão desse material, podendo ser modificadas a qualquer momento, sem qualquer necessidade de aviso ou comunicação prévia. Reservamo-nos o direito de, a qualquer momento, comprar ou vender valores mobiliários mencionados. Este material não constitui, nem deve ser interpretado como recomendação, conselho, oferta ou solicitação para compra ou venda de quaisquer valores mobiliários ou instrumentos financeiros.

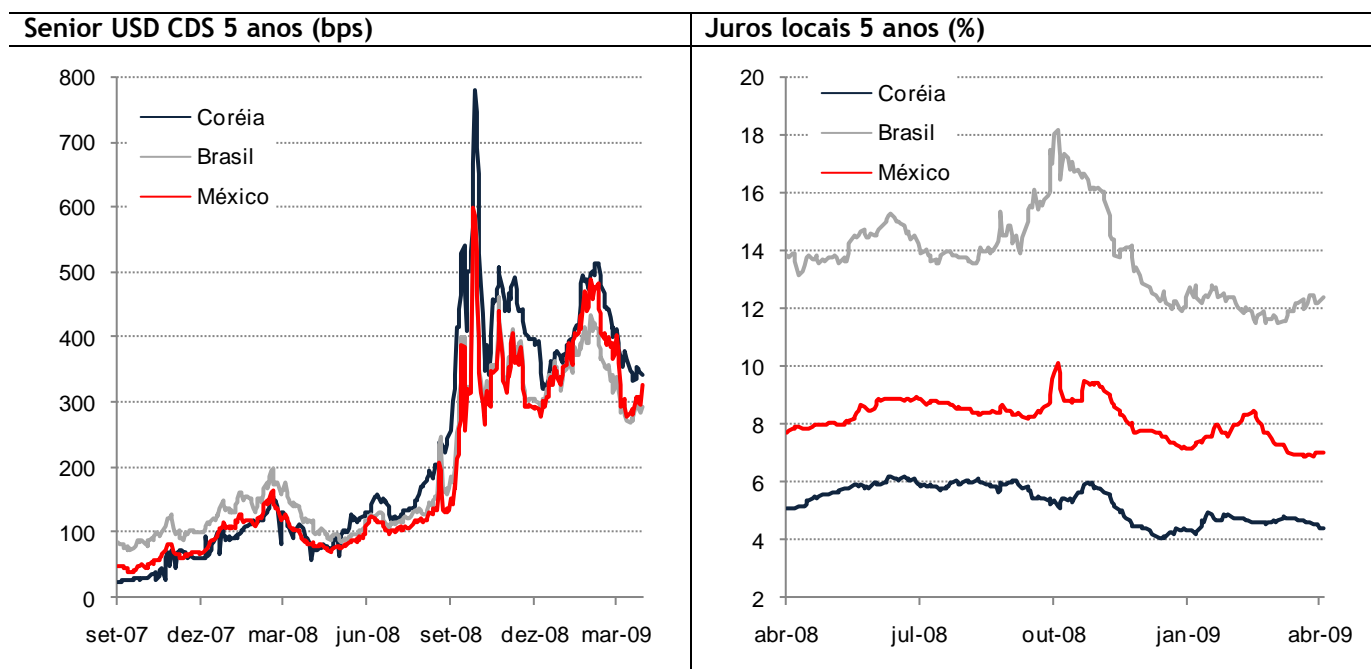
Por fim, se em outros episódios os choques externos sempre implicaram em crise cambial e conseqüências para a inflação e os juros locais, os últimos choques têm sido de outra natureza (do centro para a periferia e percebidos como deflacionistas, o que inicialmente explica juros reais *ex-ante* tão baixos mundo afora), e encontram o Brasil e outras economias emergentes em uma posição externa substancialmente mais forte.

Esgotada a análise das explicações macroeconômicas mais usuais, ainda poderíamos encontrar e debater outras tantas. Entretanto, as análises dessa natureza ou apenas podem ser feitas pós-fato ou apresentam um erro de previsão muito alto, o que faz com que sejam de pouca utilidade para decisões de investimento. Em nossa opinião, é mais instrutivo observar o comportamento do mercado e seus participantes, e daí tentar extrair algum *insight*.

É relativamente fácil tipificar, grosso modo, os participantes do mercado de juros brasileiro⁴. Na ponta tomadora estão o Tesouro Nacional e os bancos comerciais (que, por sua vez, repassam o dinheiro para o crédito de empresas e pessoas físicas), enquanto os doadores são os investidores institucionais locais e estrangeiros (entre fundos de pensão, fundos mútuos, *hedge funds*, fundos soberanos, etc.). Na medida em que o Tesouro ainda tem uma necessidade de financiamento marginal (ainda não há um superávit nominal sustentado) e que os bancos comerciais seguem expandindo seus balanços, há um fluxo tomador cativo. A contraparte deste fluxo está no dinheiro aplicado pelos institucionais, que, na margem, implicará em uma taxa de juros de equilíbrio maior ou menor. Levando essa simples análise de oferta e demanda para o panorama atual, temos que: 1) a indústria de fundos de pensão é conservadora pela natureza do negócio, trabalha com benchmarks conhecidos e tem poucos incentivos para uma gestão menos previsível de seus ativos e; 2) a indústria de fundos mútuos locais, além de ter sido seriamente atingida por resgates, é, em sua maior parte, indexada ao CDI, o que gera pouca demanda por risco de renda fixa (*duration*). Olhando apenas para o mercado local, portanto, provavelmente temos atualmente um fluxo líquido marginal tomador, que, isolado, implicaria em taxas de juros continuamente mais altas. Cabe ao aplicador externo (o tão falado “gringo”) absorver esse fluxo e, por outro lado, exercer o papel de arbitrador, equilibrando a taxa de juros paga pelo Brasil em um nível compatível com o juro de países com o mesmo perfil de crédito e relação risco / retorno.

Na prática, é intrigante notar que não só o nível dos juros longos brasileiros ainda encontra-se longe de sua mínima histórica (observada em Maio de 2007, cerca de 5,8% para a taxa de retorno dos títulos indexados ao IPCA e 9,85% para os juros prefixados) como, mesmo com uma melhora brutal na capacidade de pagamento do país (absoluta e, sobretudo, comparada a de outras economias), o Brasil ainda tenha que se financiar a juros tão altos. Isso sugere uma presença fraca dos arbitradores estrangeiros mencionados acima, que, por motivos que fogem à nossa compreensão, preferem a combinação paradoxal de retornos menores para carregar créditos piores. Para tornar a figura ainda mais complexa, cabe notar que, apesar das agências de classificação de risco ainda não refletirem essa mudança relativa nos respectivos *ratings* soberanos (que dizem respeito à dívida de longo prazo em moeda estrangeira), o mercado de crédito externo já a reconheceu e precifica o risco brasileiro em níveis mais baixos que o de países como México e Coréia do Sul. Entretanto, a distorção permanece grande nos mercados de juros locais.

⁴ Aqui falamos da curva de juros soberana / interbancária, deixando de lado a discussão de outras modalidades de crédito privado.



Quaisquer que sejam esses motivos – *home bias*⁵, opinião de que o real está sobrevalorizado, mandatos limitados para investir em outros países, juros de um dia ainda muito altos, persistência da inflação e tantos outros mais ou menos críveis – acreditamos que o tema de juros nominais e reais muito baixos em termos históricos é de alcance global, e que o Brasil, seja por uma contração mais forte da atividade ou por uma mudança na postura do Banco Central, acabará por aderir a ele, com os juros locais ao menos buscando novas mínimas históricas. Entretanto, é pensando no relativo que o caso em favor da aplicação em ativos brasileiros é ainda mais atraente. Há um par de anos, a tese corrente no mercado era que os juros locais brasileiros “convergiriam” para um nível médio internacional, tanto pela abundância de recursos no mercado quanto pelo sucesso do país em melhorar seus indicadores macroeconômicos e de solvência. No futuro próximo, acreditamos que, em último caso, tal convergência virá de forma bem menos ordenada do que se supunha. Possivelmente, sinais de ruptura começarão a aparecer nos passivos (dívida e moeda) de países que estão corrigindo excessos do passado com excessos ainda mais extravagantes, e a escassez relativa do real brasileiro e de ativos indexados a ele deverá se tornar ainda mais patente. Antônio Conselheiro diria que vai haver o dia em que o sertão virará praia e a praia virará sertão, uma metáfora que, acreditamos, se tornará bastante apropriada para descrever a evolução da posição do Brasil em um mundo muito mais complicado nos próximos anos.

⁵ Tendência dos investidores manterem aplicações em seus países de origem, apesar dos supostos benefícios da diversificação geográfica.