

Taxas de juros altas e crescimento sustentável no Brasil

Para muitos investidores acostumados com o funcionamento da economia norte-americana, a recente decisão do COPOM¹, equivalente brasileiro ao US FOMC² americano, de manter a taxa de juro básica (SELIC) em 18% pode parecer estranha. Afinal, o presidente do FED, Alan Greenspan, vem diminuindo a taxa de juros americana desde o início do ano passado visando diminuir ou terminar com a recessão americana. A atividade econômica no Brasil também vem caindo. No final do ano passado, a taxa de crescimento do PIB prevista para 2002 era de 2,40%, de acordo com uma pesquisa realizada pelo Banco Central.³ A pesquisa da semana passada mostrava que tal previsão (que já era baixa) havia caído para 1,43%⁴. A taxa de crescimento do PIB previsto para o próximo ano estava em 3%.

Por que, frente de uma atividade econômica baixa (recessão), o Banco Central do Brasil não reduz a incredivelmente alta taxa de juro, como fez o FED? Uma possível explicação seria que a taxa de inflação está muito elevada. Este, entretanto, não é o caso. De acordo com a mesma pesquisa, a previsão para a inflação se encontra em torno de 6,60% para 2002 e 5,20% para 2003. Consequentemente, acreditando nestas expectativas, a taxa de juros real permaneceria em dois dígitos no Brasil no futuro próximo. É certamente difícil de conciliar uma taxa de juros real de dois dígitos no Brasil com a atual taxa de juros próxima de zero ou até mesmo negativa nos EUA.

As notas da reunião do COPOM do último mês⁵ mostram que, de acordo com as simulações do Banco Central, tal taxa de juro real de dois dígitos é necessária para não distanciar muito a inflação de sua meta. Certamente pode-se discordar do modelo do Banco Central (ou de qualquer outro modelo), mas não é este o meu ponto. Vamos, por um momento, esquecer a (bastante importante) questão da credibilidade associada ao não cumprimento da meta de inflação e assumir hipoteticamente que o Banco Central baixe consideravelmente a taxa SELIC, digamos, de

18% para 14%. Uma primeira aproximação (i.e. mantendo constante a expectativa da taxa de inflação), ainda nos levaria a uma alta taxa de juros muito maior do que qualquer taxa de juros americana desde que Paul Volcker lutou contra a inflação há aproximadamente vinte anos.

Infelizmente, a inflação não se manteria constante caso a taxa de juros caísse substancialmente. Tal medida poderia desencadear uma grande saída de capitais e ainda, mais depreciação do câmbio, o que alimentaria a inflação. No curto prazo, a conta corrente seria ajustada basicamente pela queda das importações, visto que leva algum tempo para as exportações crescerem. O investimento poderia não se elevar, devido às crescentes incertezas macroeconômicas, e empresas com alto endividamento em moeda estrangeira quebrariam. O consumo poderia aumentar, mas não conduziria a um crescimento sustentável por si só. Resumidamente, nesta estagnação gerada pela taxa de câmbio, a economia brasileira teria mais inflação sem ser capaz de retomar o crescimento.⁶

Este forte canal via taxa de câmbio, até agora, vem tendo pequena ou nenhuma relevância nos EUA. O medo de uma fuga maciça de capital⁷ nunca entrou no campo das considerações práticas que guiam as decisões do FED de diminuir as taxas de juros para fazer a economia voltar a crescer. Isto, entretanto, é um luxo que bancos centrais de países emergentes não podem se dar. Reflacionar uma economia em recessão em tempos de alta aversão ao risco é um procedimento que não se encontra no manual de política monetária de mercados emergentes.

Caso você concorde com meus argumentos até aqui, você certamente estará pensando que estou à beira de concluir que a economia brasileira irá exibir taxas de crescimento desanimadoras, em contraste com sua impressionante taxa de

⁶ Alguns poucos economistas brasileiros têm mantido uma opinião contrária neste assunto. De acordo com seus argumentos, a taxa de juro é tão elevada porque o mercado sabe menos que o Banco Central e concentra-se nas entrelinhas das ações do Banco Central para quantificar o risco de *default*. De acordo com o argumento, o Banco Central tem poder de escolher. Ele pode sinalizar um alto risco de *default* através de alta taxa de juro, e o mercado acreditaria. Se, entretanto, o Banco Central sinalizar baixo risco de *default* através de uma taxa de juro baixa, o mercado cobrará um baixo prêmio pelo risco de *default*. Não acredito que informações assimétricas estejam no coração do problema da taxa de juro elevada no Brasil e portanto não concordo que o Banco Central possua melhores alternativas do que a atual política monetária.

⁷ O mais recente *Global Financial Stability Report* do FMI levanta dúvidas sobre se os Estados Unidos continuarão a atrair e distribuir parcelas substanciais do capital internacional. Ver <http://www.imf.org/external/pubs/ft/GFSR/2002/03/index.htm>.

¹ Comitê de Política Monetária.

² Federal Open Market Committee.

³ Ver <http://www4.bcb.gov.br/gci/Readout/MR20011228.pdf>.

⁴ Ver <http://www4.bcb.gov.br/gci/Readout/MR20020913.pdf>.

⁵ Ver <http://www.bcb.gov.br/mPag.asp?perfil=1&cod=131&codP=125>.

crescimento computado do pós-guerra até os anos 80. Caso afirmativo, deixe-me esclarecer que eu não penso que o Brasil está fadado a registrar as mesmas taxas de crescimento baixas e voláteis que marcaram as duas últimas décadas, mas certamente há tópicos importantes a serem discutidos para tornar a economia brasileira menos frágil e mais propensa ao crescimento econômico.

Dentre estes tópicos extensos, darei ênfase ao ponto da vulnerabilidade externa, que é extremamente relevante para permitir que o Banco Central determine as taxas de juros de forma compatível com investimento na economia e com crescimento sustentável.

Em um trabalho recente,⁸ Edmar Bacha se refere a três caminhos, possivelmente complementares, para tornar as economias de mercados emergentes menos sujeitas a crises cambiais. A "opção global" seria a instituição de um prestador de última instância internacional. Entretanto, esta opção não seria politicamente viável num futuro próximo. A "opção regional" seria "...o estabelecimento de uma área de livre comércio na América, acompanhada de total dolarização." Dada a relutância dos EUA em deixar que preocupações internacionais intervenham em sua política monetária, esta opção não seria de uso imediato. Finalmente, haveria medidas de escopo nacional, visando principalmente "...aprofundar e aumentar o mercado financeiro doméstico de longo prazo fazendo, deste modo, os investimentos menos dependentes do financiamento externo." Isto requereria uma melhora do mercado financeiro doméstico de longo prazo, e aumentar a "exportabilidade" da economia.

Este último ponto é uma questão tão importante quanto mal entendida. Por exemplo, todos os principais candidatos à presidência possuem em seus programas econômicos uma política de "substituição de importações" como a principal política para lidar com a vulnerabilidade externa. Embora tanto substituição de importações quanto promoção das exportações possam reduzir o déficit em conta corrente, a ênfase na substituição de importações é completamente enganosa. Afinal, o objetivo é possuir uma proporção muito maior da produção que seja "exportável", i.e., que atenda tanto os requisitos de qualidade, quanto seja produzido de forma competitiva (sem

subsídios). Políticas de substituição de importações conduziram, no passado, à baixa qualidade e aos altos preços, enquanto necessitaram de grandes subsídios, aumentando os déficits fiscais. Os candidatos não apresentam nenhuma proposta concreta de como esta história mal sucedida não voltará a se repetir, a não ser dizendo que esta será uma "nova" política industrial. Só resta esperar que o novo presidente reconsidere este ponto antes que se materialize uma política equivocada que poderia nos colocar ainda mais longe do crescimento econômico sustentável.

Márcio Garcia

As declarações e opiniões citadas acima não expressam necessariamente os pontos de vista e opiniões do Banco BBM S/A, seus diretores, gerentes e funcionários.

Pesquisa Macroeconômica
macro@bbmbank.com.br
(55 21) 2514-8341

Tomás Brisola
Fernando Aguiar

Paulo Val
Marcelo Mendes

As declarações e as estatísticas contidas neste documento foram obtidas de fontes que Banco BBM S/A acredita serem confiáveis, mas Banco BBM S/A não pode asseverar que sejam completas ou precisas. Esta publicação destina-se a informar os investidores e não constitui uma oferta de venda ou uma solicitação para a compra dos títulos mencionados neste documento. Banco BBM S/A ou suas coligadas, bem como seus Diretores e Executivos, podem, a qualquer tempo, deter uma posição nos títulos mencionados e podem, a qualquer tempo, fornecer serviços de banco de investimentos, ou outros serviços, inclusive de underwriting, para qualquer empresa citada

⁸ Ver <http://www.bndes.gov.br/conhecimento/publicacoes/catalogo/bacha.PDF>.



Relatório Semanal
23 de setembro de 2002

neste relatório e/ou coligadas ou subsidiárias de tal empresa. Direitos autorais (Copyright) reservados. Este documento não pode ser reproduzido ou publicado para qualquer propósito.