

Qual a taxa de juros estrutural em um Brasil estável?

Por Eduardo Levy e Evandro Buccini



Começamos o texto comemorando a aceleração da queda da taxa de juros no Brasil. Vale lembrar que a demora em cortar a taxa Selic não é culpa do Banco Central (BC), mas sim da ex-presidente que criou um rombo fiscal colossal e assim exigiu juro elevado por muito tempo para recolocar a inflação em um patamar menos obscuro. Trabalhando de forma técnica e objetiva, sem deixar pressão política ditar política monetária, o BC recuperou sua credibilidade e com atos e discursos convenceu a sociedade de que a inflação no futuro será próxima à meta estipulada pelo Conselho Monetário Nacional (CMN). E quando seus modelos financeiros indicaram espaço para o corte de juros, a diretoria assim o fez.

O presidente do BC, Ilan Goldfajn, disse em café da manhã organizado pelo Instituto Milenium que "há sempre debate sobre a calibragem da política monetária. O Copom se reúne de forma frequente e pode adequar as decisões à realidade que se apresenta. Mas não pode ser confundido com o debate sobre os juros estruturais da economia. Esses dependem de fatores reais como produtividade, grau de incerteza, garantias, respeito a contratos etc. Reformas fiscais que coloquem em ordem as contas públicas são igualmente importantes. Mas também medidas microeconômicas que melhorem o ambiente de negócios".

Em um cenário que se prova cada vez mais estável, este debate sobre juros estruturais se torna cada vez mais importante. Qual é o nível de juro real adequado ao Brasil de amanhã?

Antes de tentar responder a pergunta, é preciso consenso (positivo) sobre a estratégia do governo de ajuste gradual e estrutural das contas públicas, que também encontra paralelo na ambiciosa agenda que o BC recentemente apresentou, denominada "BC+", com quatro pilares: 1) cidadania financeira; 2) legislação mais moderna; 3) Sistema Financeiro Nacional (SFN) mais eficiente; e 4) crédito mais barato.

O objetivo é atacar as questões estruturais do BC e do sistema financeiro esquecidas ou deterioradas nos últimos anos e que podem ajudar, no futuro, a reduzir a tal taxa de juros estrutural. Entre as medidas propostas está a revisão do relacionamento entre o BC e o Tesouro, muito questionada após a Lei 11.803/2008, o estudo da autonomia do BC e dos impactos do crédito direcionado, revisões de regras de compulsório e mudanças no cartão de crédito.

Para efeito do que procuramos abordar neste texto, consideramos os passos dados até o momento como corretos e positivos. Até porque, no que diz respeito ao crédito mais barato, uma economia que caiu perto de 3,5% em 2016 e projeta meros 0,5% para 2017 exige uma injeção de crédito ao mesmo tempo mais barato e acessível para que o PIB volte a crescer de uma forma saudável.

LEIA MAIS

Taxa neutra de juro menor abre espaço para BC aprofundar corte da Selic

A longo prazo, meta de inflação no Brasil será de 3%, afirma Ilan

Economista da OCDE adverte para riscos de juro muito baixo

Neste artigo, então, queremos focar nos juros estruturais - em outras palavras, a taxa de juros para manter a atividade econômica em velocidade adequada com inflação estável. Esta taxa, estimada por modelos financeiros, não é observável. Mas há evidências de que é muito elevada para o Brasil.

Rafael Cavakanti de Araújo e Cleomar Gomes da Silva, em um estudo de 2013 ("The Neutral Interest Rate and the Stance of Monetary Policy in Brazil"), analisaram alguns trabalhos que estimam essa taxa para o Brasil e encontram juros reais muito acima de 5%.

Um outro modo de observar as expectativas sobre essas taxas é recorrer às taxas de juros de longo prazo em títulos do governo ou no relatório Focus. Atualmente, a NTN-B mais longa, com vencimento em 2055, é negociada a 5,5% e no longo prazo a expectativa dos economistas é de juros nominais a 9%. São níveis altíssimos não encontrados em outras economias em desenvolvimento muito menos em economias desenvolvidas.

Por conta do passado inconstante e da falta de períodos estáveis comparáveis no Brasil, este nível muitas vezes é poluído, ou mesmo confundido, com risco país, um erro que os agentes de mercado cometem. Porém, o Banco Central do Brasil e consequentemente os investidores devem se preocupar com o conceito. Enquanto o primeiro procura a eficiência nas gestões de política monetária e da dívida pública, os agentes que procuram entender o cenário macroeconômico de longo prazo para melhor alocar seus recursos e/ou alinhar seus interesses econômicos não devem ficar fora da discussão.

Em 2013, os economistas discutiam temas parecidos quando a Selic caminhava para 7,25%. Entretanto, a vulnerabilidade externa do país era muito maior, com déficit em conta corrente em 3% do PIB e acelerando, além de expectativa de inflação não ancorada e déficit fiscal crescente. Que fique bem claro: o Brasil está longe da estabilidade - o déficit fiscal continua enorme, assim como a dívida pública, e o governo precisa avançar nas reformas. A diferença é a liderança com diagnóstico e objetivos alinhados com a redução dos entraves a menor taxa neutra.

A verdade é que, mesmo após 12 meses de contínua queda de juros - nominais e reais - o movimento pode continuar. Há espaço, inclusive, para o BC reduzir a meta de inflação a partir de 2019, e mesmo que variáveis endógenas e exógenas venham a afetar os ativos financeiros que nos indicam o nível dos juros estruturais, a tendência de queda deve continuar pelo menos até que alcancemos um limite superior de 4,5%, que pode ser interpretado como um novo patamar em uma economia mais estável do que a observada nos últimos três anos.

Eduardo Levy é gestor dos fundos de diversificação e do multimercado macro Apollo da Rio Bravo Investimentos

Evandro Buccini é economista da Rio Bravo Investimentos

E-mail: evandro.buccini@riobravo.com.br

Este artigo reflete as opiniões do autor, e não do jornal Valor Econômico. O jornal não se responsabiliza e nem pode ser responsabilizado pelas informações acima ou por prejuízos de qualquer natureza em decorrência do uso destas informações.