

ARTIGO/FERNANDO HONORATO BARBOSA: A CONVERGÊNCIA DA TAXA DE JUROS BRASILEIRA

A forte queda das taxas de juros no Brasil nos faz perguntar até que ponto os juros ainda podem ceder e quais as consequências desse processo para a economia brasileira.

Analisando as métricas tradicionais de juros neutros, é possível dizer que há espaço para algum corte adicional na Selic. A extensão desse corte dependerá da resposta da economia à expectativa gerada com a reforma da previdência e de potenciais estímulos de demanda vindos do Governo, como a liberação de recursos do FGTS. Ex-ante, olhando para o modelo do BC, o espaço para cortes parece ser da ordem de 100b.p. Ex-post, a Selic pode cair muito mais se a fraca retomada da economia persistir, o que levará a uma ampliação do hiato percebido pelo Banco Central, levando-o a questionar o nível hoje estimado de juro neutro.

É justamente nesse ponto que vale olhar o tema por um outro ângulo: o da convergência dos juros brasileiros para padrões internacionais. Essa comparação pode ser útil, pois a estimativa de juro neutro no Brasil pode estar contaminada por anos de estímulo fiscal que não nos permite inferir adequadamente o nível atual.

Quando medida pela Selic, a taxa de juro real encontra-se ao redor de 2,5% comparativamente a uma mediana de 1,7% do conjunto de países formado por México, Indonésia, Peru, Índia, África do Sul, Colômbia, Tailândia, Chile, Polônia e Hungria. Apesar de o nível brasileiro ser próximo ao desse grupo, há uma diferença fundamental nas condições de contorno entre essas economias e a brasileira. Enquanto nesses países a taxa de desemprego encontra-se na sua média histórica, no Brasil o desemprego está quase 3,0 p.p. acima da taxa neutra. De forma análoga, enquanto a inflação encontra-se no centro da meta nesses países, a inflação no Brasil está cerca de 60 b.p. abaixo do centro da meta.

Não é simples distinguir qual parcela da diferença se deve a juros de equilíbrio mais baixos e qual parcela se deve apenas ao hiato, mas parece razoável supor que ao menos enquanto o desemprego não voltar à sua taxa natural há espaço para convergirmos na direção, ou até ficarmos abaixo, de nossos pares.

Em relação à taxa longa, o Brasil tem um juro nominal de 10 anos em patamar inédito, ao redor de 7,5%, comparado a uma mediana de 5,7% daquele mesmo grupo. Entretanto, a meta de inflação média nesses países é de 3,1% e, no Brasil, a meta de longo prazo é de 3,5%. Logo, as curvas longas no Brasil embutem cerca de 40 b.p. a mais em inflação do que na média desses países. Além do maior diferencial de inflação com o resto do mundo, o risco país também é mais alto no Brasil, fruto da perda do grau de investimento. De toda forma, controlando para o diferencial de inflação e risco entre o Brasil e os emergentes, nossa taxa nominal ainda pode cair ao menos 100 b.p. para chegar a esse grupo de países.

É fato que ter e manter juros na média dos emergentes requer que o Brasil se aproxime desses países em algumas características macroeconômicas fundamentais, como o grau de abertura comercial, a flexibilidade do ambiente de negócios, os níveis de carga tributária e de sustentabilidade da dívida pública. A reforma da previdência apenas começa a endereçar esse último tema. Entretanto, nos parece razoável supor que enquanto as demais reformas não saem do papel, a ociosidade da economia se encarregará de permitir que os juros fiquem baixos por um bom período adiante, sem pressionar a inflação.

Quais são as consequências esperadas desse período de juros baixos para a economia? Em primeiro lugar, a economia deve iniciar uma trajetória de retomada econômica. Não há indícios de que a política monetária não funcione no Brasil. Isso não deve ser confundido com a trajetória de retomada, que tende a ser lenta uma vez que o setor privado precisa ver aprovadas reformas, contar com redução de incertezas de várias naturezas, inclusive regulatórias e tributárias, para ser protagonista do crescimento. Aliás, com juros nesses patamares, são muito promissoras as perspectivas para infraestrutura e setores intensivos em capital, ambos sensíveis ao alongamento do duration.

Em segundo lugar, há importantes transformações no universo de alocação de portfólio das famílias. Com juros mais baixos, o crédito privado se amplia, gerando oportunidades relevantes no mundo da dívida corporativa. Enquanto nos países emergentes o crédito privado é de 135% do PIB, no Brasil ele é de apenas 70%. De forma semelhante, no universo da renda variável, enquanto a alocação das famílias não ultrapassa 10% de seu portfólio em ações, no mundo desenvolvido essa alocação se aproxima de 50%. Percepção semelhante se dá para a alocação em dólares das famílias brasileiras, que foi historicamente baixa em função do diferencial de juros a favor do país. Em um ambiente de juros baixos, a busca por retorno envolve mais tomada de risco e diversificação, incluindo ativos estrangeiros.

Por último, com a manutenção do teto dos gastos e uma esperada recomposição do superávit primário nos próximos anos, a dinâmica da dívida se tornará bem menos desfavorável, contribuindo para aproximar o Brasil das métricas observadas em outros países em termos de rating e dívida pública.

É verdade que parece cedo proclamar o fim da era de juros elevados no Brasil, mas as circunstâncias conjunturais globais e domésticas têm nos aproximado do resto do mundo e, se a agenda de reformas seguir avançando, a possibilidade de termos uma convergência efetiva nos próximos anos será real.

Fernando Honorato Barbosa é economista-chefe do Banco Bradesco e escreve para o Broadcast na terceira terça-feira de cada mês

broadcast⁺

 **bradesco**