

O porquê da dificuldade para a SELIC cair

texto de Marcelo Henriques de Brito emitido em 25 de maio de 2004 a partir de conteúdo de seu livro **"CRISE E PROSPERIDADE COMERCIAL, FINANCEIRA E POLÍTICA"** (Probatius, ISBN 85-89585-01-8)

Os textos e os artigos de jornais citados abaixo e sublinhados estão disponíveis no site www.probatius.com.br.

Num ambiente de "alta do dólar, risco-país e preço do petróleo", o Comitê de Política Monetária (Copom) justificou sua decisão em 19 de maio de 2004 de manter em 16% a taxa de juros básica, a SELIC, sem indicar tendência de alta ou baixa, "para evitar que essa volatilidade de curto prazo venha a ter efeitos duradouros sobre as variáveis domésticas não justificáveis pelos sólidos fundamentos da economia [brasileira]", conforme trecho da nota divulgada ao final da reunião. O objetivo deste artigo é comentar a decisão do Copom e mostrar os indícios de sua previsibilidade.

O supra-citado trecho da nota do Copom corrobora claramente a tese de que é realmente uma crença que "o aumento das taxas de juros no Brasil serve somente para controlar a inflação", primeira frase do texto "O nível mínimo para as taxas de juros no Brasil" que disponibilizei em 23 de março de 2003. Pela nota do Copom, percebe-se que uma "volatilidade de curto prazo" é capaz, sim, de justificar uma decisão sobre taxas de juros, apesar da "convergência da inflação para a trajetória das metas".

A expressão "volatilidade de curto prazo" está atrelada a um fato muito concreto: a notável desvalorização do real em relação ao dólar norte-americano desde a última reunião do Copom em 14 de abril, ainda que esta desvalorização tenha resultado de oscilações. Existe, portanto, a expectativa (e principalmente a torcida) de que tal desvalorização da moeda brasileira seria um fato isolado, "de curto prazo", que, além de não se repetir, quiçá poderia ser revertida. A desvalorização da moeda pode de fato causar "efeitos duradouros" sobre a taxa de inflação, por mais que os fundamentos da economia sejam "sólidos" e as taxas de juros sejam elevadas. Ademais, o crescimento depende também da redução e eliminação de vários entraves burocráticos para abrir, operar e encerrar atividades empresariais com regras equilibradas, exequíveis e estáveis. Assim, é pertinente o título "Juros não garantem controle da inflação e crescimento" para a matéria principal na primeira página do jornal **Monitor Mercantil** em 03 de março de 2004 de Rogério Lessa e Luiz Antonio dos Santos (editada por Marcos Oliveira) sobre o livro **"Crise e Prosperidade Comercial, Financeira e Política"**, lançado em fevereiro de 2004, e é procedente a Entrevista no caderno Monitor Financeiro.

Após uma desvalorização cambial, mais cedo ou mais tarde, sobem tanto o preço de um simples sanduíche comercializado por uma multinacional quanto a cobrança pelo fornecimento de energia, mesmo que a produção seja interna e a população tenha dificuldades para absorver reajustes que compensam tal desvalorização, conforme tratado no capítulo 2 do referido livro e corroborado com fatos de 2004 no meu texto "Reajuste de energia depende da variação cambial" de 9 de abril. Embora o vínculo entre a desvalorização nominal do real frente ao dólar norte-americano e a taxa da inflação no Brasil dependa também da inflação nos EUA e da variação cambial efetiva entre as moedas dos dois países (aspecto tratado com uma dedução algébrica e gráfica da nova Equação da Variação Cambial na seção 1.4 e seção 3.3 do referido livro), quanto mais recorrente for a desvalorização nominal do real, maior é a probabilidade do aumento da taxa de inflação no Brasil ser significativo, principalmente porque vários preços são reajustados pela variação cambial, notadamente preços de produtos e serviços ofertados por empresas internacionais ou companhias com ações negociadas em bolsas de valores no exterior. Por isso, será difícil não haver reajustes nos preços de combustíveis no Brasil devido tanto ao aumento do preço do petróleo no mercado internacional quanto à desvalorização do real. Assim, restringir a desvalorização cambial é uma forma de conter a inflação de custos de monopólios e oligopólios que também recorrem ao argumento do ônus da variação cambial para promover reajustes.

A informação do Banco Central em maio de que os investimentos estrangeiros diretos em abril ficaram abaixo das expectativas realça a importância do fato que o "Capital especulativo ainda financia contas externas", título de matéria no jornal **Monitor Mercantil São Paulo** em 13 de abril de 2004, quando afirmei em entrevista que "a raiz do problema está nos compromissos internacionais". No Capítulo 5, tópico 5.2.1, página 369 do supra-citado livro escrevi:

"... Devido ao vínculo entre inflação e variação cambial, e devido ao fato do valor de uma moeda resultar de percepções, é possível tentar controlar a taxa de câmbio, sem revelar abertamente esta intenção, ao divulgar que haveria **metas de inflação** (*inflation targeting*).

Um monitoramento aparentemente rígido da inflação contribui para estabilizar a taxa de câmbio por gerar uma percepção de austeridade na condução da política monetária e controle sobre a moeda. Diz-se que a taxa de juros controla a inflação, porém a taxa de juros selecionada é aquela que compensa a previsão da desvalorização cambial. Este princípio é determinante para a escolha da taxa de juros, pois o regime de metas de inflação adota o regime do câmbio flutuante, que atenua as ameaças de ataques à moeda e crise no balanço de pagamentos, acontecimentos mais prováveis com o regime de câmbio fixo."

O Banco Central do Brasil agiu com cautela ao reduzir a SELIC no segundo semestre de 2003 até a variação cambial oscilar em torno de zero. Todavia, esta redução dependeu do valor da taxa de juros nos EUA, como demonstra o Gráfico com a evolução no Brasil da variação cambial e da taxa de juros relativa (vide www.probatius.com.br). Este gráfico é uma atualização da Figura 4.6-4 (pg. 327) do Capítulo 4 do livro **"Crise e Prosperidade Comercial, Financeira e Política"** e sua concepção decorre do novo índice iHdB, apresentado no referido livro. O gráfico mostra que, desde 1999, uma desvalorização cambial mensal recorrente e crescente é neutralizada com um aumento na taxa

de juros no Brasil, com uma queda da taxa de juros nos EUA ou com ambos ocorrendo simultaneamente, tal como aconteceu em 2001, de forma que a variação cambial oscile em torno de zero.

Se os fundamentos da economia são "sólidos", por que "haveria espaço" para uma desvalorização cambial que estimularia uma prudência do Banco Central em manter em maio a taxa SELIC num nível considerado elevado? Mais perigoso do que o fomento de pressões inflacionárias é uma saída de capitais para outros países onde é menor tanto a ameaça de controle de capitais quanto a possibilidade da desvalorização cambial corroer ganhos de investimentos na moeda nacional realizados por estrangeiros. Para eles pode ser mais prudente realizar lucros e investir num outro país onde a rentabilidade é menor, porém mais previsível (menor risco ou incerteza do retorno do investimento). É essa prudência dos investidores que estimula a saída de capitais para outros locais onde a taxa de juros é entretanto mais modesta. O impacto dessa saída de capitais sobre a desvalorização cambial é reduzida ou neutralizada pelo aumento de receitas de exportações, pela obtenção de empréstimos de emergência com taxas "baratas" (mas com uma série de contrapartidas e exigências a cumprir) ou ainda pela expectativa de que o país ofereça ganhos suficientemente elevados, o que requer altas taxas de juros de aplicações financeiras ou altas taxas de retorno de investimentos no setor produtivo, por exemplo. Um aumento da taxa de juros também contribui para reduzir a saída de divisas com o pagamento por importações, no que arrefece o crescimento da economia. Adicionalmente, um aumento da carga tributária, retirando liquidez da economia, reduz pressões inflacionárias que podem acirrar a desvalorização cambial.

Considerando os fatos acima e supondo que os EUA não devem manter a sua taxa básica em 1% ao longo de 2004, tenho mencionado, desde o lançamento do meu livro em fevereiro de 2004, que é muito possível, não obstante lamentável, um aumento da taxa de juros SELIC em decorrência do aumento das taxas de juros nos EUA, a fim de assegurar a meta de um controle da variação cambial. Este tema me era tão caro que, diante de uma platéia de personalidades, empresários e jornalistas num almoço na ACRJ em 5 de abril de 2004, perguntei ao Dr. Henrique Meirelles, Presidente do Banco Central, qual seria o impacto do aumento dos juros dos EUA sobre o esforço de manter a variação cambial sob controle. A novidade da pergunta levou a imprensa a destacar sua resposta que buscou transmitir segurança sobre a condução da política econômica no Brasil. Dois dias depois, em 7 de abril, foi divulgado pela imprensa o conteúdo de um relatório do FMI que alertava para a alta de juros dos EUA acarretar crises financeiras.

Os novos argumentos apresentados no livro que escrevi e os dados disponíveis apontavam a dificuldade para uma queda acentuada da SELIC, "Na contramão de todas as previsões", título da matéria de Daniela Pizzolato em 18 de abril de 2004 no **Jornal do Commercio**, que debate idéias variadas. Em sua edição de 25/04/04, a manchete do **Jornal do Commercio** já reconhecia que "Fundo DI [aplicação atrelada à Selic] é ainda a melhor aplicação". A partir do início do mês de maio, a imprensa mencionava de forma generalizada que um número crescente de profissionais e instituições reviram suas expectativas: o aumento da SELIC e dos juros no mercado futuro passou a ser considerado viável. A reportagem de capa da revista **ISTO É** em 26/05/2004 de Sônia Filgueiras e João Paulo Nucci mencionou que a decisão do Copom em 19/05/2004 "Podia ser pior", já que o "governo chegou a discutir a elevação das taxas" ao invés de manter a SELIC em 16%. Podem abrandar a elevação da SELIC fatos novos que causem uma diminuição na saída de divisas - redução nos desinvestimentos e remessas de lucro e dividendos para o exterior - ou uma forte entrada de divisas - um novo aporte do FMI, um notável saldo comercial, uma retomada do processo de privatização com desnacionalização ou a entrada de divisas trazidas por novos investidores (como os chineses), por exemplo.

O índice iHdB não serve apenas para avaliar a economia brasileira. O livro apresenta resultados do índice iHdB para vários países no mundo em diversos anos a partir de dados para taxas de juros, taxas de câmbio e para preços do sanduíche Big Mac, publicados pela revista britânica **The Economist** a cada mês de abril desde 1988. Com dados recentes em 2004, foi possível calcular o iHdB obtido a partir de taxas de juros (iHdB financeiro) para vários países no período abril 2003-2004. Os novos resultados continuaram confirmando que os valores do índice iHdB financeiro de diversos países oscilam em torno de zero ao longo dos períodos anuais, sendo que Brasil, Turquia e Rússia são países cujo valor médio do iHdB financeiro tende a ser bem superior a zero, pela ameaça de crise no balanço de pagamentos, o que eleva suas taxas de juros. Lamentavelmente, a revista britânica **The Economist**, que foi informada em fevereiro de 2004 da publicação do meu livro por carta e e-mail, não divulgou em abril de 2004 novos dados do Índice Big Mac, o que, além de encerrar uma longa e tradicional seqüência de dados iniciada em 1988, impediu o cálculo do índice iHdB com o Índice Big Mac para o período anual abril 2003-2004 e, assim, inviabilizou uma avaliação sobre o comportamento de preços e taxas de câmbio para o período subsequente.

Finalizando, registro que o livro "**Crise e Prosperidade Comercial, Financeira e Política**" não se restringe a apresentar o índice iHdB e uma metodologia original para analisar variação de preços, taxas de juros e taxas de câmbio. Uma Entrevista para Maria Cristina Siqueira no jornal Folha Dirigida em abril e uma Reportagem de Mario Brizon na Folha do Turismo em maio de 2004 indicam que o livro é interdisciplinar e discute os vínculos entre finanças, atividades empresariais e política nacional e internacional.

Marcelo Henriques de Brito é graduado em Administração pela Universidade Mackenzie (São Paulo) e em Engenharia pela UFRJ com doutorado pela École Polytechnique Fédérale de Lausanne EPFL (Suíça). Recebeu o "Prêmio de Mérito Acadêmico em Administração" outorgado pelo Conselho Regional de Administração São Paulo (CRA-SP). Trabalhou para várias empresas, inclusive no exterior. Participa de associações de empresários e profissionais e é membro do Conselho Diretor da Associação Comercial do Rio de Janeiro (ACRJ).