

Nota

Processo de formação da taxa de juros no Brasil: 1997 - 2012

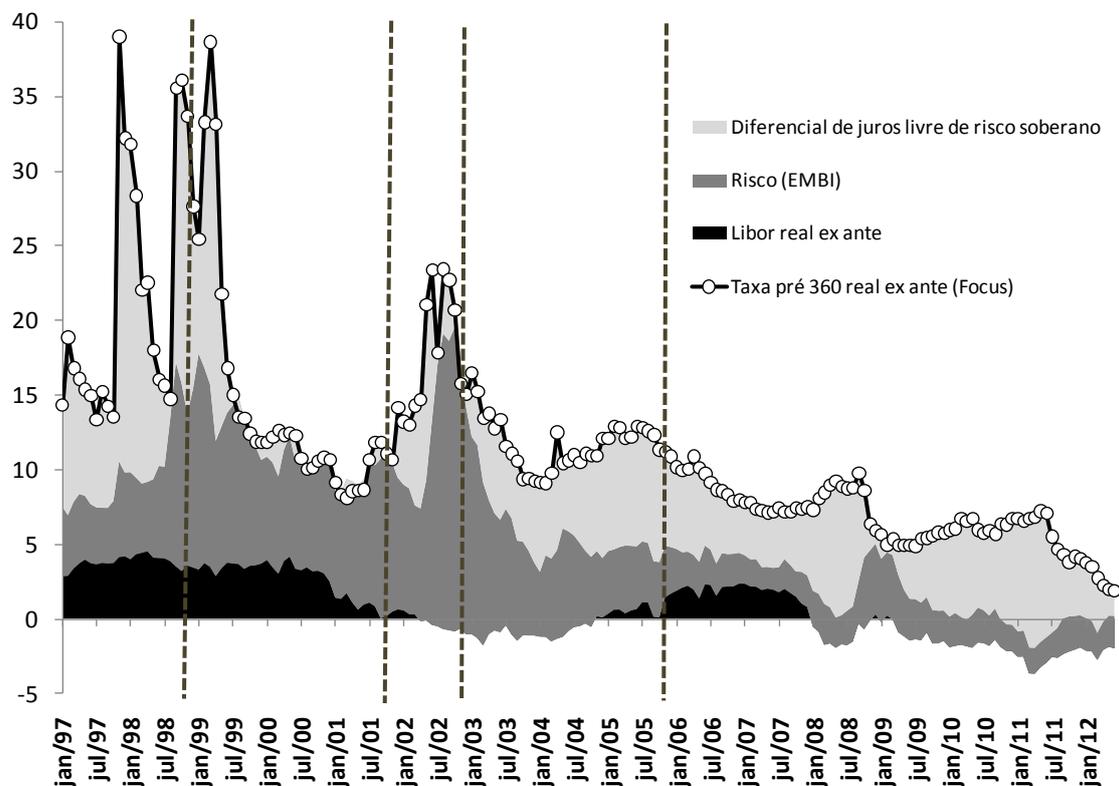
Samuel Pessôa¹

30-07-2012

¹ Agradeço ao comentário de Alexandre Bassoli. Evidentemente erros remanescentes são de responsabilidade minha.

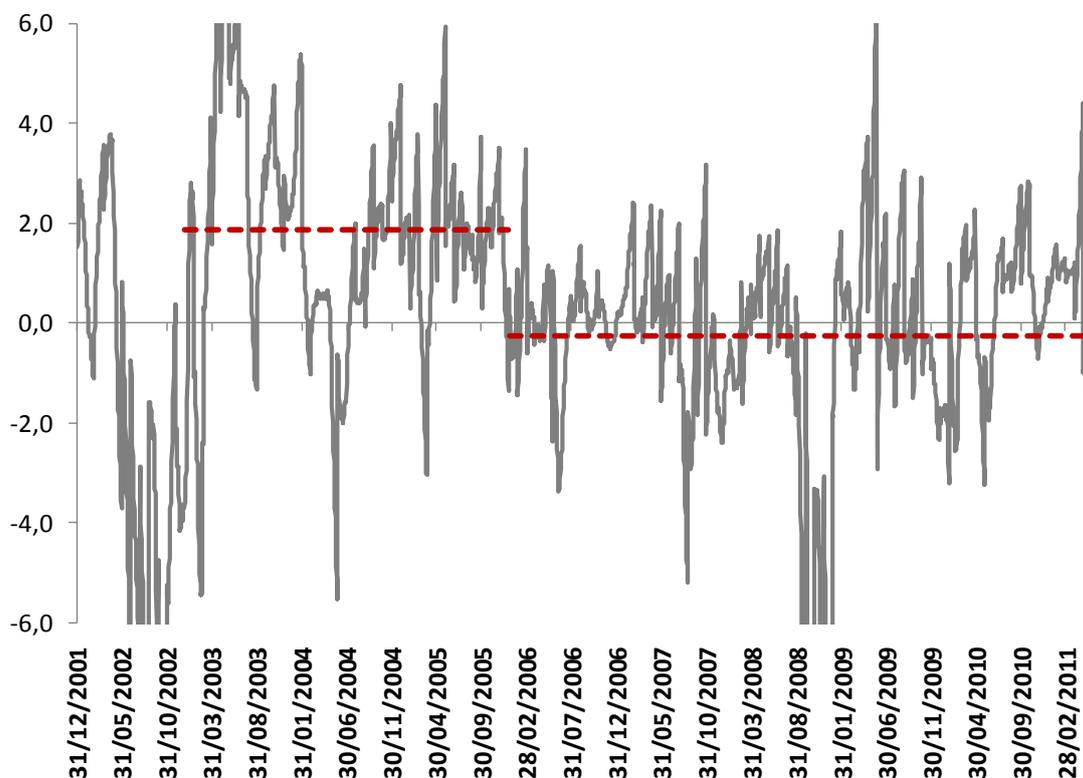
O objetivo desta nota é descrever de forma sucinta a evolução do juro real no Brasil. Trabalharemos com a taxa de juros anual do interbancário. A cada mês consideraremos a taxa de juros nominal doze meses à frente deflacionada pela expectativa de inflação doze meses à frente dada pelo FOCUS. Como a informação do FOCUS inicia-se em janeiro de 2001 para os meses anteriores consideramos o melhor ajuste do que seria o FOCUS em função da inflação observada no período. Portanto, a nota estuda a formação do juro real anual *ex ante* do interbancário em que a expectativa de inflação é dada pela pesquisa FOCUS doze meses à frente.

Grafico - 1: Decomposição da taxa pré 360 real ex ante. Expectativa de inflação dada pela pesquisa FOCUS do Banco Central.



Procederemos à decomposição da taxa de juros real *ex ante* anual do interbancário brasileiro em três componentes. Primeiro, o juro real americano dado pela taxa libor anual em dólares deflacionada pela expectativa de inflação doze meses à frente. Segundo componente, o prêmio de risco dado pelo EMBI para os títulos soberanos brasileiros. Terceiro, o resíduo da taxa de juros real *ex ante* anual do interbancário brasileiro com a soma dos dois primeiros componentes. A esta terceira parcela chamaremos de diferencial de juros real *ex ante* livre de risco soberano. Portanto, por construção as três parcelas somam o juro real do interbancário brasileiro. O gráfico 1 apresenta a decomposição.

Grafico - 2: Diferença percentual entre a expectativa para o câmbio da FOCUS trinta dias à frente (data do gráfico no vencimento) e o câmbio no mercado à vista. Médias mensais de dados diários.



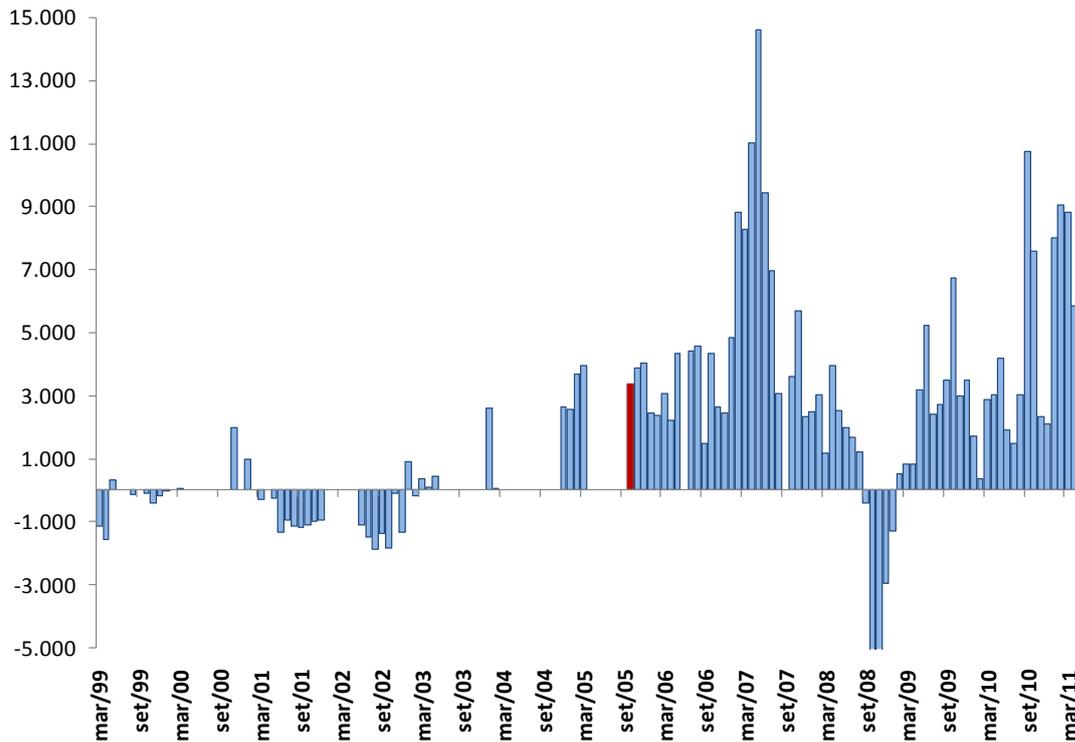
Nota: Linha vermelha média para os anos 2003-2005 e para o período subsequente.

O período do estudo entre janeiro de 1997 a junho de 2012 foi dividido em cinco períodos: primeiro, de janeiro de 1997 até dezembro de 1998; segundo, de janeiro de 1999 até outubro de 2001; terceiro, de novembro de 2001 até dezembro de 2002; quarto, de janeiro de 2003 até outubro de 2005; e quinto, de novembro de 2005 até junho de 2012. Passemos agora a entender cada um dos componentes.

No primeiro período o câmbio nominal era fixo. Rigorosamente havia uma banda cambial e o teto da banda deslocava-se à taxa de 7,5% ao ano. O enorme diferencial de juros real livre de risco soberano em excesso a 7,5% ao ano resultava da dúvida que o mercado tinha com relação à manutenção do regime cambial. Havia o entendimento que o câmbio estava muito valorizado o que gerava déficits de transações correntes na casa dos 4% ao ano e, que, portanto, em algum momento à frente haveria uma máxima desvalorização do real. O excesso de juros além do juro americano e do prêmio de risco soberano compensava os investidores pela depreciação esperada da moeda brasileira. Seis meses em seguida ao início do segundo período, início este que é dado pela alteração do padrão cambial, o diferencial livre de risco passa a ser muito próximo de zero. Em um regime de câmbio flutuante em que o capital é perfeitamente móvel e o Banco Central não atua no mercado a expectativa de desvalorização

do câmbio é nula. Isto é, o câmbio comporta-se segundo um passeio aleatório. Ou seja, no segundo período em seguida à normalização da política econômica após a desvalorização, o juro real doméstico foi determinado pela soma do juro internacional ao prêmio de risco soberano. Isto é, neste período os juros reais *ex ante* eram elevados pois o risco país era muito alto.

Grafico - 3: Compras do Banco Central no mercado de câmbio, incluindo compras a termo e linhas de recompra. Em milhões de dólares americanos.

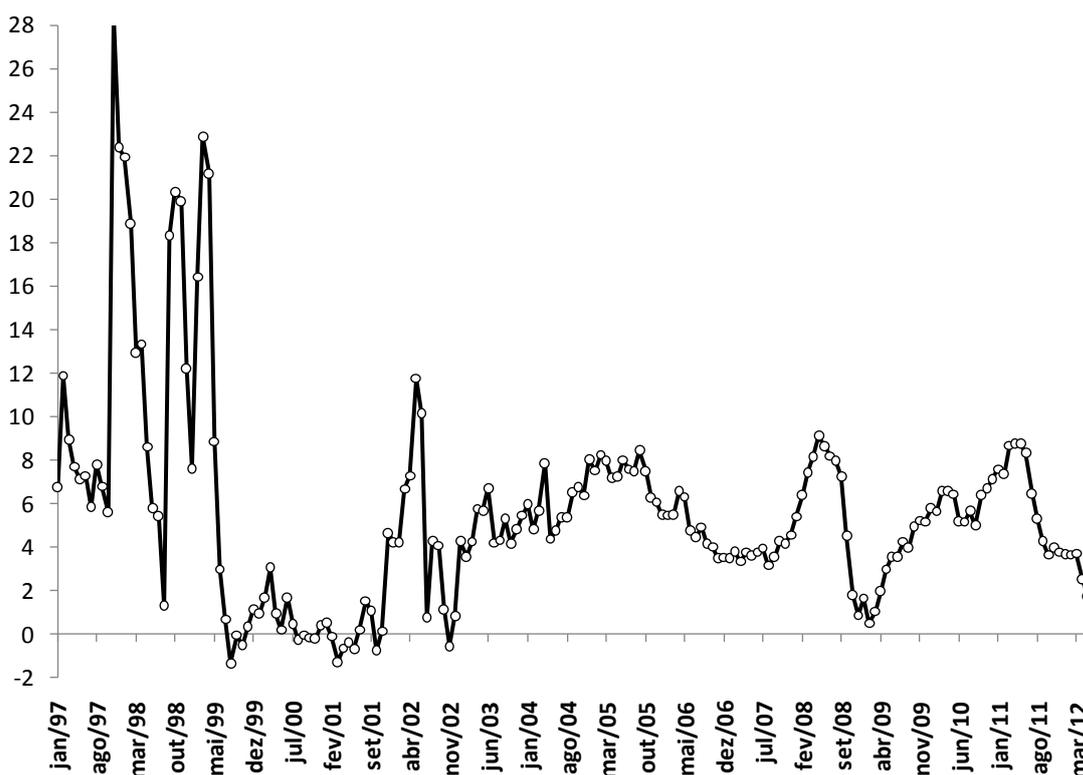


No curto período de 13 meses entre novembro de 2001 e dezembro de 2002, o terceiro período, parece que o mercado precificava algum risco além do risco soberano. Este foi o período do apagão de energia e a transição política do governo FHC para o governo Lula além de forte aceleração da inflação. A elevação da inflação quase sempre é acompanhada de elevação da volatilidade da inflação. É provável que o mercado tenha precificado uma elevação do risco inflacionário. O quarto período inicia-se com o governo Lula em janeiro de 2003. O risco país caiu rapidamente mas os juros internos não o fizeram na mesma intensidade. Como explicar em um regime de câmbio flutuante sem intervenções apreciáveis do Banco Central no mercado de câmbio um diferencial de juros em excesso ao risco país? A resposta parece estar no gráfico 2. A figura representa a diferença percentual entre a expectativa para o câmbio da FOCUS trinta dias à frente e o câmbio no mercado à vista no 'vencimento' da FOCUS, data marcada no gráfico. Nota-se que entre 2003 e 2005 o mercado (representado pela previsão do FOCUS) esperava sistematicamente câmbio nominal 30 dias à frente aproximadamente 2% mais desvalorizado do que o câmbio observado.

Assim, aparentemente o elevado diferencial de juros livre de risco soberano justificava-se por esta expectativa do mercado.

O quinto e último período de padrão distinto para a formação da taxa de juros inicia-se em novembro de 2005. Este é exatamente o momento em que, segundo o gráfico 2, o câmbio esperado trinta dias à frente deixa de ser sistematicamente mais desvalorizado do que o câmbio observado no mercado à vista. Como explicar o elevado valor para o diferencial de juros livre de risco soberano? O gráfico 3 sugere o motivo. A partir de outubro de 2005 (barra assinalada em vermelho) o Banco Central passa a adquirir sistematicamente quantidades expressivas de divisas no mercado. As intervenções são eficazes em impedir que o juro interno líquido do prêmio de risco convirja ao juro internacional e, portanto, a política monetária adquire certa autonomia. Isto é, manteve-se um diferencial de juros apesar do mercado não prever desvalorização do câmbio. Ao longo dos anos o regime cambial foi se alterando até que hoje estamos em um regime fortemente administrado no qual além das intervenções do BC no mercado de divisas há fortes controles à entrada de capitais.

Gráfico - 4: Evolução do diferencial de juros líquido do risco soberano



O último resultado deste exercício simples de decomposição que oferecemos nesta nota é avaliar o comportamento ao longo do tempo do diferencial de juros *ex ante* livre de risco soberano. Lembremos que esta parcela da decomposição do juro real foi o resíduo da decomposição. O gráfico sugere que o diferencial de juros real *ex ante* líquido do risco soberano apresenta grande variabilidade mas oscila em torno de um patamar de 5% ao ano. Desta forma

não é possível afirmar que a queda recente da taxa de juros seja permanente. No entanto há uma diferença entre a queda mais recente do diferencial de juro livre de risco e a queda ao longo de 2009 em seguida a crise de 2008. Como fica claro na figura 1, naquela oportunidade a contrapartida da queda do diferencial de juros livre de risco soberano foi a elevação do risco país além de uma leve queda do juros real *ex ante*. Diferentemente, no episódio recente a contrapartida da queda do diferencial de juros livre de risco soberano foi prioritariamente a queda da taxa de juros real *ex ante*.

Há, indicações, portanto, que a queda recente da taxa de juros real *ex ante* no Brasil não é necessariamente permanente. Aparentemente a queda da demanda internacional em seguida à piora do cenário europeu no segundo semestre do ano passado reduziu a demanda na economia brasileira e, portanto, trata-se de um fenômeno cíclico, como ocorreu em seguida à crise de setembro de 2008. No entanto a análise nesta nota sugere que se a política econômica eliminasse as restrições à mobilidade de capital e simultaneamente o Banco Central saísse do mercado de divisas de forma a retornarmos a um padrão de regime com flutuação mais próxima da pura, como ocorreu entre 1999 até 2005, haveria a convergência do juro doméstico ao juro internacional líquido do risco soberano. Não há nada que impeça que a economia possa retornar a um regime de política econômica próximo ao que vigorou no segundo período que analisamos, quando desde meados de 1999 até o final de 2001 o diferencial de juros real *ex ante* livre de risco soberano oscilou em torno de zero. Evidentemente para tal seria necessário que a política econômica aceitasse valores maiores para o déficit de transações correntes e, portanto, câmbio mais valorizado. No entanto os impactos perversos deste padrão de política econômica sobre a indústria de transformação têm impedido que caminhemos nesta direção.