

Porque o Banco Central deve parar o processo de elevação das taxas de juros.

Christiano Chadad e Alexandre Soriano

De tempos em tempos surgem, no mercado financeiro, verdades absolutas que não resistem a um exame mais detalhado dos assuntos em questão. Mesmo após os fatos acontecidos nos últimos 12 meses, continuamos ouvindo afirmações categóricas, cuja validade expira tão rapidamente quanto são criadas novas teorias baseadas em eventos passados, como se nada de assustadoramente novo estivesse ocorrendo no cenário econômico global.

Durante 2008 já vivemos a força da bolsa brasileira, pré e pós grau de investimento, baseada na crença de que, mesmo que ocorresse alguma desaceleração nas economias centrais, o crescimento econômico local seria pouco afetado e fluxos intermináveis continuariam inundando nosso mercado acionário. Quando essa teoria começou a fazer água, criou-se a lenda de que a fraqueza da moeda norte-americana, aliada à elevação dos juros locais e aos altos preços das nossas *commodities*, fariam do nosso BRL uma fortaleza intransponível.

Primeiro veio a valorização contra o USD e, quando esta reverteu sua tendência, tanto contra moedas do G-7 como contra moedas de países emergentes, surgiu a adaptação dessa teoria que dizia que agora a operação ideal seria fazer apostas de BRL contra uma cesta de moedas excluindo o USD. Afinal de contas, a queda das *commodities* seria um ajuste apenas temporário e o diferencial de juros era grande demais para ser ignorado. Ao final dessa história, viu-se que as *commodities* caíram a preços muito mais baixos, o fluxo gigantesco que viria da Ásia parou em algum lugar no meio do caminho, e o BRL depreciou-se muito mais do que seus pares emergentes.

Verdades absolutas realmente tornam-se perigosas quando o bom senso é deixado de lado e as teorias se adaptam às posições, ao invés de ocorrer o inverso. Citamos esses dois casos, pois estamos diante de um terceiro evento da mesma espécie: a alta da inflação projetada pelos modelos do Banco Central causada pela desvalorização do BRL é mais importante que os eventos das últimas semanas, mesmo com os estragos causados nos mercados locais e globais de crédito e nas perspectivas de crescimento para 2009, e isso é suficiente para o Banco Central continuar o processo de aperto da política monetária.

Colocaremos a seguir os dois pontos que nos fazem crer que essa teoria tem os mesmos defeitos de construção das outras duas citadas anteriormente.

Câmbio

De fato, é baixíssima ou quase nula a probabilidade de que a taxa de câmbio volte ao nível de 1,60 e é difícil afirmar em qual patamar se dará sua estabilização. Começaremos propositalmente pelo BRL porque aparentemente esse assunto contém uma contradição com o restante do nosso raciocínio. Assim, desde o início pretendemos demonstrar que apesar da desvalorização do real ser um problema evidente, está longe de ser um motivo suficientemente forte para a manutenção do processo de aperto monetário na conjuntura atual.

Em primeiro lugar, ao longo dos últimos anos, passamos de devedores a credores em USD, o que afasta crises de confiança como as vividas no final da década de 90, em 2001 e em 2002 (primeiramente pelo apagão e posteriormente pelo default da Argentina). Naqueles períodos, não só tínhamos um pedaço importante da nossa

dívida atrelado ao USD – fazendo com que a cada desvalorização do BRL essa dívida crescesse e gerasse mais desconfiança, o que por sua vez terminava por realimentar o movimento – como nosso déficit em conta corrente girava em torno de 4% do PIB, dando aos agentes a clara percepção de que qualquer crise que causasse a diminuição dos fluxos internacionais para países emergentes poderia nos levar potencialmente à situação de insolvência.

Após a adoção do câmbio flutuante em janeiro de 99, passamos a conviver na maior parte do tempo com um cenário de câmbio em constante desvalorização o que se convertia em fontes de incerteza e pressão permanentes sobre os índices de inflação. Agora, não só a desvalorização do BRL reduzirá nossa dívida pública para um patamar entre 35% e 40% do PIB, como a própria natureza do nosso déficit em conta corrente tornou-se anti-cíclica, já que grande parte da deterioração vista durante 2008 foi causada pela remessa de lucros e dividendos, que diminuirá automaticamente pela própria depreciação da moeda, podendo reduzir-se ainda mais pela retração da atividade prevista para 2008 e 2009.

Já os saldos comerciais serão afetados de um lado pela queda dos preços das commodities e pela desaceleração do crescimento mundial e por outro pela queda das importações causada pela desvalorização da moeda e pela diminuição do crescimento interno. Embora o efeito líquido seja de diminuição do saldo da balança comercial, é pouco provável que, com a atual situação nas contas externas descrita nas linhas anteriores, vejamos o BRL em depreciação constante. Com USD 200 bilhões de reservas cambiais (que, sempre é bom ressaltar, são acumuladas para serem usadas exatamente nessas horas) é menos provável ainda.

A constatação óbvia é que choques negativos nos termos de troca nos tornam mais pobres, havendo desvalorização cambial e elevação temporária da inflação para que a renda real caia. Teremos ajuste de preços relativos que, mesmo com a queda forte dos preços das *commodities*, levará a alta da inflação no curto prazo. Não gastarei uma linha tentando negá-lo, já que o importante será discutir como tratar os efeitos secundários dos choques de oferta.

Atividade e Crédito

A crise de confiança atingiu níveis inimagináveis durante a semana que se encerrou e mesmo que tenhamos algum alívio após os anúncios feitos pelos membros do G-7 durante esse final de semana, o estrago no mercado de crédito global levará muito tempo para ser revertido.

No mercado local, as informações não são muito diferentes: empocamento de liquidez nos grandes brancos; instituições de pequeno e médio portes parando as concessões e tentando vender suas carteiras de crédito para conseguirem honrar seus compromissos; pessoas jurídicas com prejuízos relevantes causados por operações de duplo-indexador, onde ficavam expostas caso houvesse uma desvalorização expressiva do BRL (o que se tornou potencialmente um problema bastante grande tanto para elas, quanto para quem concedeu o crédito); e pessoas físicas mais alavancadas que em situações anteriores. O potencial destruidor dessa combinação é elevado num cenário em que a escassez de crédito materializou-se em alta velocidade, não permitindo que os agentes fizessem ajustes em suas posições de forma a enfrentar essa onda de maneira menos desconfortável.

O argumento de que os dados de renda e emprego permanecem robustos e que isso garante o crescimento de 2009 esbarra em duas constatações: os efeitos das elevações de juros já verificadas e da contração de crédito em

andamento ainda não fizeram efeito total na economia e historicamente os dados de emprego são os últimos a reagir a processos de elevação e diminuição no nível de atividade. Provavelmente o que estamos vendo agora é exatamente o efeito do pico do crescimento da atividade econômica verificado entre o primeiro e o segundo trimestres de 2008 e, num cenário de rápida deterioração, a reversão desse movimento será mais um fator de preocupação em relação à capacidade de solvência dos agentes.

Conclusão

O grupo que defende a continuidade do processo de aperto da política monetária levou ao pé da letra, e tem repetido com frequência, um mantra introduzido pelo próprio Banco Central que diz o seguinte: "Política monetária visa combater a inflação, problemas de liquidez são resolvidos com liberação de compulsórios". Em primeiro lugar não vemos nenhum problema com a frase, desde que relativizada. De fato não esperamos que o Banco Central saia cortando as taxas de juros antes de esgotar as medidas que abordem diretamente o problema, mas entre cortar e parar de subir, há uma distância enorme. Em segundo lugar, há pouca disposição das instituições em correr riscos de crédito adicionais e as liberações de depósitos compulsórios não são suficientes para reverter o problema de concentração de liquidez e falta de apetite a risco, num mercado que não tem formação organizada de preços. Fosse esse um problema localizado em um banco pequeno ou médio, apenas no mercado brasileiro, e que estivesse causando problemas de liquidez para outras instituições como, aliás, já aconteceu outras vezes, a resposta evidentemente seria outra. Contudo, o problema é muito mais complexo dessa vez.

Então chegamos ao centro da questão: os modelos dizem que a inflação subirá em 2008 e 2009 e que então será preciso manter o processo de aperto para evitar que a inflação de curto prazo contamine as expectativas para horizontes mais longos. É preciso dizer primeiramente que nenhum modelo tem precisão suficiente para prever quais serão os desdobramentos da crise atual, que, ao que parece, atropelou todas as previsões de todos os tipos de modelos, mesmo os mais caros e sofisticados.

É bastante claro para todos os agentes que o Brasil crescerá bem menos em 2009, mesmo com carregamento estatístico relevante trazido de 2008 e que por isso, mesmo que vejamos um aumento da inflação de curto prazo derivado do *pass trough* causado pela desvalorização do BRL, este efeito será decrescente ao longo dos trimestres. Sendo assim, num cenário em que o país teve um choque de oferta importante e em que uma parada súbita da atividade econômica deixou de ser apenas um "risco de cauda" para transformar-se num evento de probabilidade relevante, parece bastante indicado utilizar o intervalo de tolerância da banda e acomodar esse choque até que tenhamos mais informações sobre o real estado da economia brasileira.

Encerrando, seja qual for a complexidade do modelo desenvolvido, ele sempre dependerá do piloto e de algo intangível, que todo mundo acha que tem, mas que a crise nos ensinou não ser um bem facilmente reproduzível ou simples de ser encontrado: bom senso. Um Banco Central eleva as taxas de juros para tornar atraente a quem tem caixa manter seus recursos aplicados e aumentar o custo de quem não tem, mas gostaria de utilizá-los na compra de bens e serviços. Num cenário em que o bem mais escasso é simplesmente dinheiro e onde o custo de quem não tem caixa subiu vertiginosamente, existe alguma necessidade de apertar ainda mais a política monetária? A resposta é N-Ã-O! Um Banco Central, cuja reputação em perseguir e cumprir as metas estabelecidas para a inflação é sólida, com extrema justiça, tem bastante espaço para fazer uma pausa e acompanhar as repercussões financeiras e econômicas que ainda virão para só então definir os próximos passos da política monetária.