

## Juros Altos e Arriscados

*Para termos juros menores e menos arriscados é necessário manter elevado o superávit primário e reduzir a indexação da dívida pública ao dólar.*

Márcio G. P. Garcia<sup>1</sup>

9 de julho de 2003

Já há mais de uma década, o Brasil vem apresentando consistentemente taxas de juros reais dentre as mais altas do mundo, freqüentemente alcançando a indesejada medalha de ouro. Não só nossos juros são altos, como são arriscados, pois crescem em momentos de recessão, batendo duramente na já combalida economia. Foi o que ocorreu no ano passado, tendo a tendência altista da taxa Selic sido revertida somente na última reunião do COPOM.

Uma das formas de se investigar o porquê de juros tão altos e arriscados é através da decomposição das taxas de juros em seus componentes fundamentais. Dada a mobilidade de capitais, os juros domésticos têm que igualar os juros internacionais acrescidos de dois prêmios de risco. O primeiro prêmio de risco compensa o investidor pela depreciação do real, e é medido através do mercado futuro de dólar. O segundo prêmio de risco compensa o investidor pelo risco de moratória da dívida pública, controle de capitais, e outras mudanças que possam alterar o retorno (em dólar) do investimento. O primeiro prêmio de risco é denominado risco cambial; o segundo, risco país.

Se decompusermos os juros brasileiros segundo a metodologia acima, veremos que os dois riscos, cambial e país, movem-se no mesmo sentido, subindo e caindo em conjunto. O risco da taxa de juros traduz-se no fato de os dois riscos subirem conjuntamente em situações de aperto do crédito externo, causadoras de estagnação e depreciação cambial. Economias desenvolvidas praticam políticas monetárias contra-cíclicas, nas quais os juros caem em períodos recessivos, mitigando a perda de produto e emprego. A tal luxo nossas autoridades monetárias não podem se dar, uma vez que ambos os riscos sobem durante as crises. Em trabalho anterior, Tatiana Didier e eu chamamos de “riscos primos” esse fenômeno deletério de correlação positiva entre o risco cambial e o risco país.<sup>2</sup>

Uma questão interessante é saber quais outros países apresentam o fenômeno dos riscos primos. Em artigo<sup>3</sup> oriundo de sua dissertação de mestrado recentemente

---

<sup>1</sup> Professor do Departamento de Economia da PUC-Rio e professor visitante do CREDPR / Stanford University escreve mensalmente neste espaço às sextas-feiras (<http://www.econ.puc-rio.br/mgarcia>).

<sup>2</sup> “Taxa de Juros, Risco Cambial e Risco Brasil”, disponível em minha página na internet.

<sup>3</sup> “Cousin Risks: The Extent and the Causes of Positive Correlation between Country and Currency Risks”, disponível em minha página na internet.

defendida na PUC-Rio, Alexandre Lowenkron e eu analisamos quão prevalente é o fenômeno dos riscos primos e quais suas prováveis causas. Em uma amostra de 25 países (o requisito de existência de mercado futuro de câmbio (dólar) limita o tamanho da amostra) identificamos que o fenômeno dos riscos primos não é universal, nem mesmo entre os chamados mercados emergentes. A tabela 1 mostra o resultado obtido.

**TABELA 1: A PREVALÊNCIA DOS RISCOS PRIMOS**

<b>Países com riscos primos</b>	<b>Países sem riscos primos</b>
Argentina, Brasil, México, Peru, Filipinas, Rússia, Turquia, e Venezuela	África do Sul, Austrália, Canadá, Cingapura, Chile, Colômbia, Coreia do Sul, Indonésia, Japão, Noruega, Nova Zelândia, Polônia, Reino Unido, República Checa, Suécia, Suíça, e Tailândia

Uma vez obtida a classificação, procedemos uma investigação dos determinantes do fenômeno. Isso é feito examinando-se as características macroeconômicas dos diversos países, e inferindo-se quais dentre elas mais bem repartem a amostra de acordo com a classificação obtida. Três grupos de variáveis são examinados, como mostra a tabela 2.

**TABELA 2: AS POSSÍVEIS CAUSAS DOS RISCOS PRIMOS**

<b>Grupo de Variáveis</b>	<b>Variáveis Analisadas</b>
<b>Balanco de Pagamentos</b>	Exportações/PIB, Importações/PIB, (Exportações+Importações)/PIB, Balanco em Transações Correntes/PIB, Tarifa Média de Importação, e Reservas Internacionais/PIB
<b>Solvência</b>	Dívida Pública Total/ PIB, Dívida Pública Externa/PIB, Dívida Pública Doméstica/PIB, Déficit Público/PIB, e Dívida Externa Total/PIB
<b>Desenvolvimento Financeiro e Descasamento Cambial</b>	(Dívida Pública Externa-Reservas)/PIB, Poupança Doméstica/PIB, Crédito ao Setor Privado/PIB, Capitalização da Bolsa de Valores/PIB

As variáveis que mostram-se mais fortemente associadas aos riscos primos são duas: um elevado descasamento cambial do governo, e um baixo volume de crédito ao setor privado. Embora no seu atual estágio o trabalho não modele a importância

desses fatores na gênese dos riscos primos, pode-se conjecturar quais seriam os mecanismos de transmissão.

O descasamento cambial do governo faz com que choques negativos na taxa de câmbio reflitam-se fortemente nos juros da dívida pública—via dívida externa, dívida indexada ao dólar, ou swaps cambiais—, como ocorreu no Brasil durante o ano passado, quando a relação dívida líquida/PIB foi catapultada em poucos meses para 64% por conta da depreciação. Ou seja, o risco cambial causaria o risco país através do descasamento cambial do governo.

O baixo volume de crédito doméstico ao setor privado representaria a incapacidade da economia em contar com o sistema financeiro doméstico para financiar o investimento. Tal mecanismo englobaria tanto a baixa taxa de poupança doméstica, quanto a ineficiência do setor financeiro em disponibilizar a poupança para o investimento. Dada tal falha do sistema financeiro doméstico, o fluxo de capitais estrangeiros torna-se praticamente insubstituível (na margem) no financiamento do investimento. Assim, quando os capitais externos se retraem, o que eleva o risco cambial, o corte do financiamento ao investimento faz este cair forte e abruptamente, levando com ele o PIB, possivelmente com efeitos duradouros. O menor crescimento do PIB causa o aumento do risco país, assim como a troca involuntária de um emprego bem pago por outro menos vantajoso faz aumentar o risco de crédito do devedor, elevando a taxa de juros de um empréstimo bancário.

Qual a lição prática de tais resultados para a atual conjuntura brasileira? Os resultados reforçam a necessidade da manutenção de um significativo superávit primário do governo brasileiro, aliada à diminuição da indexação de nossa dívida pública interna ao dólar. Tais políticas reduzirão gradativamente a dívida pública e o descasamento cambial do governo. A menor dívida pública abrirá espaço nos ativos dos bancos brasileiros para expandirem o crédito ao setor privado. Ambos os movimentos tornarão nossos juros menores e menos arriscados, abrindo o caminho para o crescimento sustentado.