



Análise de Conjuntura

Boletim periódico da Consultoria Legislativa da Câmara dos Deputados

Os textos são da exclusiva responsabilidade de seus autores. O boletim destina-se a promover discussões sobre temas de conjuntura e não reflete a posição de parlamentares, de suas assessorias ou do corpo técnico da Câmara dos Deputados.

NESTA EDIÇÃO: A estrutura a termo das taxas de juros no Brasil

A sustentabilidade das atuais taxas de juros no Brasil

Na visão do mercado financeiro, o atual patamar de taxas de juros será mantido? De acordo com as operações praticadas nos mercados futuros, não.

Apesar das negociações apontarem para uma taxa real de juros da ordem de 5,6% em 2010, espera-se um recrudescimento para 7,7% em 2011, 8,2% em 2012 e 8,1% em 2013, números que não sustentam a hipótese de uma redução prolongada das taxas de juros reais na economia.

O mercado futuro e a estrutura a termo das taxas de juros

Usualmente, a noção de mercado futuro nos remete à ideia de que se trata de negociações que envolvem apenas apostas sobre taxas que deverão vigorar até uma data qualquer no futuro, sem reflexos sobre os demais contratos praticados no presente. Esse raciocínio, contudo, é falacioso.

Os preços praticados no mercado futuro de juros não apenas permitem observar as expectativas sobre a evolução das taxas nos próximos meses, mas afetam diretamente os contratos realizados hoje pelos agentes econômicos.

Expediente

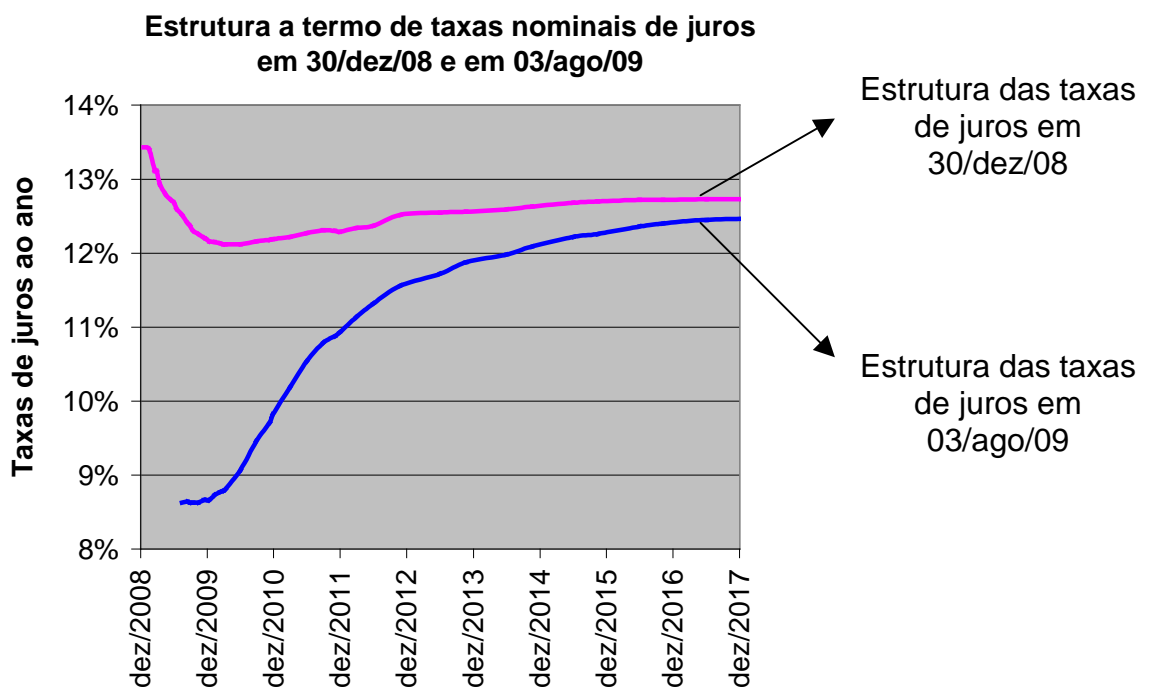
Boletim de Análise de Conjuntura (BAC). Ano 1, nº 23. Quinta-feira, 6 de agosto de 2009.

Colaboraram neste número: Marcelo Barroso Lacombe (coordenador) e Marcos Pineschi Teixeira.

O Boletim de Análise de Conjuntura é uma publicação da Consultoria Legislativa da Câmara dos Deputados. Destina-se a promover o debate sobre temas de conjuntura e não reflete a posição de parlamentares, de suas assessorias ou do corpo técnico da Câmara dos Deputados.

O custo de um contrato de empréstimo entre uma empresa e um banco, por exemplo, será diretamente influenciado pelas taxas do mercado futuro de prazo semelhante ao da duração desse contrato, acrescido de outros componentes, como os associados ao risco da empresa, aos custos tributários e administrativos da transação, à margem de lucro e outros. Em suma, a taxa básica utilizada não é a Selic, mas aquela praticada nos mercados futuros de juros.

Assim, as taxas desse mercado negociadas para diferentes prazos – que compõem a *estrutura a termo de taxas de juros* – é de suma importância. Atualmente, essa estrutura a termo reflete a expectativa de que as taxas nominais não devem se manter no atual patamar reduzido das operações de curto prazo.



Fonte: Taxas referenciais da Bolsa de Mercadorias & Futuros - BM&F.

Desta forma, a taxa básica para um contrato de empréstimo com prazo de vencimento em dezembro de 2009 é de 8,6% ao ano, mas se o vencimento for em 2012 esse valor é de 11,4% ao ano.

Destaca-se que esses números representam a expectativa da variação acumulada da taxa Selic a partir de hoje até a data de vencimento da operação. Assim, a taxa ao ano apresentada pela estrutura a termo abrange todo o período do contrato, sendo portanto diferente daquela taxa ao ano que deverá estar vigente apenas no último mês, ou no último ano desse contrato.

Conseqüentemente, considerando que a Selic atual é de 8,75% ao ano, para que a composição dessa taxa de hoje até dezembro de 2012 resulte em 11,4% ao ano, o contratante espera de fato confrontar-se, no ano calendário de 2012, com uma Selic maior, próxima a **13,1%** ao ano.

Os determinantes da taxa de juros

Mas por que o mercado está esperando que a Selic venha a crescer tanto? Para examinar essa questão, há que se recordar que, por ser uma taxa nominal, há dois componentes a serem considerados: a expectativa de inflação e a taxa real de juros.

As expectativas de inflação têm mostrado certa estabilidade, estando próximas às metas estipuladas pelo Banco Central do Brasil. Para o período de 2009 a 2013 – último ano para o qual há números divulgados –, as expectativas do mercado financeiro para a inflação são próximas a 4,5%. Há que se fazer a ressalva que essas expectativas de inflação são obtidas por meio de mera pesquisa, e não da concretização de negócios efetivos, que poderiam fornecer uma indicação mais sólida. Mas, pelo menos até 2013, os indícios são de que o crescimento da Selic não decorra da inflação. Isso nos remete à questão da variação da taxa de juros real.

Como no ano calendário de 2012 a taxa nominal esperada é de 13,1%, a taxa de juros real seria de **8,2% ao ano**. Em contraste, a taxa real para as operações de curto prazo de hoje até dezembro de 2009 é de apenas **4,6% ao ano**.

A tabela abaixo apresenta outros números interessantes, que indicam a substancial redução nas taxas reais de juros de curto prazo, ao passo que, nas operações mais longas, a queda é menos substantiva.

Taxas de juros reais esperadas para os anos calendário indicados:

Data de realização do negócio futuro	Taxa real de juros esperada para o ano calendário de:			
	2010	2011	2012	2013
Dezembro de 2006	7,8%	nd	nd	nd
Dezembro de 2007	8,7%	8,6%	nd	nd
Dezembro de 2008	7,2%	7,6%	8,2%	nd
03 de agosto de 2009	5,6%	7,7%	8,2%	8,1%

Observa-se que a taxa real de juros esperada para 2010 era estimada, ao final de 2006, em 7,8% ao ano. Com o aquecimento da economia ocorrido em 2007, passou-se a esperar que patamares maiores seriam necessários para manter a inflação sob controle. Com a advento da crise, houve o movimento reverso: a taxa esperada caiu para 5,6%, mas em 2011 deverá ser significativamente maior, de 7,7%, chegando a 8,2% em 2012.

A expectativa de retorno da taxa real a patamares mais elevados possivelmente está associada ao reaquecimento da economia, mas mesmo assim subsiste a questão do motivo estrutural pelos quais os juros no Brasil são tão elevados frente aos praticados em outros países.

Trata-se de uma questão extremamente complexa. De toda forma, a teoria econômica aponta que há fatores que contribuem para esse resultado, relacionados desde a aspectos como crescimento de nossa produtividade até a fatores comportamentais atrelados às propensões a substituir o consumo no presente pelo consumo no futuro, passando, entre outros aspectos, pelo volume da dívida pública e pela baixa difusão do crédito no sistema financeiro nacional, ainda reduzido em relação ao de outras economias apesar dos avanços recentes.

A conjuntura política já afeta o mercado futuro?

Além das razões de caráter econômico expostas acima, há que se examinar os efeitos do panorama eleitoral nas avaliações dos analistas. Infelizmente, o mercado financeiro nos traz preços e taxas, mas não revela

claramente os fatores que afetam sua variação. Nesse sentido uma análise política, que leve em consideração o calendário eleitoral, pode ser interessante.

Há no mercado uma expectativa difusa de que candidatos heterodoxos consigam alcançar a Presidência da República no pleito de 2010. Mas esta expectativa não se corrobora no presente e não parece que venha a modificar-se nos próximos meses. Os dois principais candidatos em potencial mostram-se conservadores fiscais, ou pelo menos dispostos a obedecer os ditames da responsabilidade fiscal. Nenhuma forte evidência parece contrariar essas expectativas. Nesse sentido, não há por ora elementos para uma contaminação do mercado futuro pela conjuntura eleitoral.

A avaliação do mercado, por outro lado, não se restringe à política fiscal. Temores em relação à política monetária e cambial poderiam motivar uma alta dos juros futuros nominais. Entretanto, mesmo que a atual política monetária esteja sendo alvo de críticas de candidatos, sendo caracterizada como ainda muito conservadora, as atuais expectativas do mercado – pelo menos no curto prazo – estão alinhadas com a pressão política pela queda dos juros.

A diferença entre os principais partidos competidores, em termos de política monetária, parece ser de grau e não de espécie. Com respeito à política cambial, esta tem sido passiva em relação à política monetária e uma forte intervenção do governo nesse campo não parece crível. Mais uma vez, o governo parece estar reforçando uma postura de preservação do câmbio flutuante, que vem passando pelo teste da crise, o que tornará difícil sua mudança pelo próximo presidente. Provavelmente o reclamo contra a valorização cambial será contornado por outros mecanismos de estímulo às exportações.

O mercado não parece preocupado nem mesmo diante da hipótese de vitória de algum outro candidato com uma plataforma heterodoxa e que no momento não tenha projeção. Espera-se que este, uma vez empossado, não tenha condições de cumprir suas promessas, dados os constrangimentos internacionais e nacionais, o que tem sido um fenômeno comum na América Latina.

Iniciado o ano eleitoral, porém, essas expectativas poderão evoluir, especialmente se houver uma percepção de que o esforço eleitoral venha a contaminar expressivamente o equilíbrio das contas públicas, pressionando ainda mais o atual comportamento expansionista do governo brasileiro. Tais gastos poderiam gerar pressões inflacionárias, levando a um aumento das taxas

de juros nominais. Mas, por ora, essa perspectiva não se coaduna com as projeções para a inflação futura, que se mantêm alinhadas com as metas estabelecidas.

A conjuntura política, em suma, ainda não afeta o mercado futuro.