

Brasil

Perspectivas Econômicas

São Paulo

31/março/2005

A HORA DA VERDADE

Nos mercados financeiros globais cresceu muito nos últimos dias uma sensação de desconforto com a trajetória de elevação dos juros nos EUA. O citação pelo FED de que há crescentes “pressões inflacionárias” pareceu o suficiente para que muitos mudassem de opinião e como consequência questionassem a orientação mais benigna em relação aos mercados emergentes também. Estamos sendo bastante questionados nos últimos dias se isto não é de fato um sinal de que a “festa” acabou para o Brasil e daqui para frente tudo será mais difícil em termos da evolução favorável dos preços dos ativos brasileiros. Para aqueles com pressa, ansiedade ou impossibilidade de chegarem ao fim do nosso texto, nossa resposta simples é NÃO – as consequências do aperto monetário nos EUA não serão as mesmas que nos episódios anteriores onde algo trágico acabava acontecendo. Isto, é claro, não é um sinal ou recomendação para tomar desenfreadamente mais risco no Brasil até mesmo porque do ponto de vista relativo o rendimento dos instrumentos de renda fixa (um título do governo americano com maturidade de 10 anos) estará crescentemente mais atrativo *vis-à-vis* ao rendimento dos títulos brasileiros. Nosso objeto de discussão aqui é como o país pode enfrentar este ciclo de aumentos nos juros globais sem as muitas vezes catastróficas consequências do passado.

As projeções do Calyon para os juros nos EUA ao longo de 2005 e 2006 são as seguintes:

Projeções Calyon: Juros nos EUA %

	jun/05	set/05	dez/05	jun/06	dez/06
Fed					
funds	3.25	3.75	4.00	4.25	4.50
10 anos	4.90	5.10	5.20	5.40	5.50

Fonte: Calyon

O que chama a atenção é o fato de que o período longo de juros baixíssimos nos EUA e liquidez farta no mundo está chegando ao fim. Juros de 1% foram uma exceção deveras gritante até por um período longo de tempo. Na verdade os juros sobem em países com responsabilidade monetária (onde há preocupação com o valor da moeda nacional) quando a inflação aparece ou fica evidente esta possibilidade num horizonte próximo de tempo. Parece ser o caso nos EUA onde a tão falada normalização dos juros já iniciada, deverá continuar. A inflação nos EUA no ano passado foi de 3,4%, neste ano deverá ser 2,3% e no ano próximo 2,6% de acordo com as nossas projeções. Não é necessário cálculos sofisticados para observar que as taxas de juros foram negativas em boa parte do ano de 2003 e 2004. No ano passado a taxa básica anual de juros nos Estados Unidos – os *Fed funds* - foi 1.35%. Numa conta simples a taxa real média de juros foi 2% negativa.

Pois bem, como encarar do ponto de vista de estratégia de investimentos que em 12 meses um título supostamente sem risco (um título americano de 10 anos) pagará 5,4% de rentabilidade em dólares (hoje 4,5%) sendo que hoje o C-bond o mais representativo título brasileiro paga 8,6%?

Qualquer resposta a este tipo de indagação depende claramente das hipóteses de trabalho que fazemos. Se, como achamos ainda bastante provável, o Brasil continuar com as mesmas políticas fiscal e monetária é certo dizer que não haveria porque pensar que os índices de solvência externa (capacidade de pagamento) se deteriorassem. Também não há porque supor que o real se desvalorizaria demais (nosso projeção de fim de ano de R\$3/US\$1 leva em conta que temos uma inflação de 6% portanto em termos reais seria uma desvalorização pequena). O crescimento mesmo com o aperto monetário está sendo mantido na maioria das projeções (trabalhamos com uma projeção de crescimento médio de 3,5% para 2005 e 2006 no Brasil). Ora, podemos discutir bastante a veracidade destas premissas mas se elas estão corretas não haveria porque desta vez o Brasil apresentar uma reação desmedida quando da elevação dos juros nos EUA.

É interessante notar que as últimas crises que o Brasil sofreu, ele as sofreu por causas engendradas internamente na maioria das vezes. Foi assim em 1998 (câmbio fixo, sobrevalorizado, poucas reservas e altos déficits fiscais), 2001 (provocada pelo racionamento de energia elétrica) e em 2002 (eleições presidenciais e a incerteza resultante da mudança radical). Voltando mais no tempo na década passada em 1990 é suficiente dizer que no Plano Collor a desordem foi exclusivamente gestada aqui. Em 1986 quando da moratória da dívida também. **É contundente concluir que as crises (desaceleração severa do crescimento econômico combinado ou não com desvalorizações agudas do câmbio e dos preços dos ativos financeiros) foram aqui formadas.** Este simplificação contém um tom provocativo mas com algum grau de honestidade intelectual fica difícil crer que o país sucumbiu ou foi levado a crises devido puramente a acontecimentos ocorridos nas economias desenvolvidas.

Se é que a história pode servir de algum guia e levando em conta as mudanças nos fundamentos podemos pensar que a reação ao aumento dos juros nos Estados Unidos (especialmente porque estes estão subindo devido a maior atividade econômica e conseqüentemente inflação) não será o fim do mundo. Feitas as salvaguardas de diversificação não há razão para se desfazer de posições em ativos brasileiros por causa do FED. Temos que encontrar outra desculpa.

Dalton Gardimam
Economista-chefe Banco Calyon Brasil
+55(11) 3896 6290
dalton.gardimam@br.calyon.com

BRASIL: Principais indicadores econômicos

	2000	2001	2002	2003	2004	2005ca	2006ca
CONTAS NACIONAIS							
Crescimento PIB real (%)	4.4	1.3	1.9	0.5	5.2	3.5	3.5
Crescimento PIB Nominal (%)	13.4	8.9	12.3	15.6	14.1	9.7	8.9
PIB nominal (R\$bi)	1101.3	1198.7	1346.0	1556.2	1776.3	1948.7	2121.8
PIB nominal (US\$bi)	602.2	509.8	459.4	506.8	641.4	690.6	690.2
PIB per capita (US\$000)	3.6	3.0	2.7	2.9	3.6	3.9	3.8
População (milhões)	165.5	168.2	170.9	173.6	176.4	179.2	182.1
PRODUÇÃO E EMPREGO							
Utilização da capacidade (média, CNI, %)	80.7	80.3	81.0	79.2	83.5	82.8	82.1
Produção industrial (% anual)	6.8	1.5	0.6	-0.2	7.5	4.4	4.2
Salário real - crescimento anual (IBGE, %)	-0.6	-3.2	-3.8	-5.0	1.5	1.0	1.5
Desemprego (% média anual)	7.8	11.6	11.7	12.5	11.5	11.5	10.2
INFLAÇÃO							
IPC-FIPE (%)	4.4	7.1	9.9	8.2	6.6	5.7	5.0
IPA-DI/FGV (%)	12.1	11.9	35.4	6.3	14.7	6.4	6.1
IGP-M/FGV (%)	10.0	10.4	25.3	8.7	12.1	6.0	6.0
IPCA (fim de período, IBGE, anual, %)	6.0	7.7	12.5	9.3	7.6	6.0	5.2
TAXAS DE JUROS							
CDI, nominal (%)	17.3	17.4	19.0	23.4	18.4	18.2	14.3
SELIC (dezembro, %)	15.4	19.1	23.0	16.5	17.75	16.5	14.0
SELIC (acumulada no ano, %)	17.4	17.3	19.2	23.4	16.2	18.5	14.3
TAXA DE CÂMBIO							
R\$/US\$ (fim de período)	1.9554	2.3204	3.5333	2.8892	2.65	3.00	3.15
R\$/US\$ (média anual)	1.83	2.34	2.95	3.08	2.77	2.82	3.07
R\$/US\$ (variação anual, %)	9.3	18.7	52.3	-18.2	-8.1	13.0	5.0
R\$/US\$ efetiva (REER, CPI Br/Us, dez93=1)	1.17	1.32	1.82	1.39	1.21	1.31	1.34
FINANÇAS PÚBLICAS							
Déficit nominal - NFSP (R\$bi)	39.8	42.8	61.6	79.0	72.2	82.0	54.8
Déficit nominal - NFSP (% do PIB)	3.6	3.6	4.6	5.2	4.1	4.2	2.6
Conceito primário (R\$bi)	-38.2	-43.7	-52.4	-66.2	-82.6	-82.8	-90.2
Conceito primário (% do PIB)	-3.5	-3.7	-3.9	-4.3	-4.7	-4.3	-4.3
Dívida líquida total (R\$bi, dez)	563.2	660.9	881.1	913.1	985.3	1067.3	1122.1
Dívida líquida total (US\$bi, dez)	288.0	284.8	249.4	316.1	371.2	355.8	356.2
Dívida líquida total (% do PIB, dez)	48.8	56.6	55.5	57.2	51.8	52.4	50.8
BALANÇO DE PAGAMENTOS							
Conta corrente (US\$bi)	-24.6	-23.2	-7.6	4.1	11.7	3.0	-2.0
Conta corrente (% do PIB)	-4.1	-4.6	-1.7	0.8	1.8	0.4	-0.3
Balança comercial (US\$bi)	-0.7	2.6	13.1	24.8	33.7	27.4	25.0
Exportações (US\$bi)	55.1	58.2	60.3	73.1	96.5	102.7	109.4
Exportação - crescimento (%)	14.7	5.7	3.5	21.2	32.0	6.5	6.5
Importações (US\$bi)	55.8	55.6	47.2	48.3	62.8	75.3	84.4
Importação - crescimento (%)	13.2	-0.4	-15.1	2.3	30.1	20.0	12.0
IDE (US\$bi)	30.8	24.9	14.0	8.7	17.0	10.5	10.0
Reservas internacionais (US\$bi)	33.0	35.9	37.8	53.0	54.0	48.0	47.0
Dívida externa total (US\$bi)	216.9	209.9	210.7	214.9	201.0	196.0	195.0