



Aumentar ou não os juros? A política monetária na América Latina durante a normalização das taxas pelo Fed

[Carlos Caceres](#), [Yan Carrière-Swallow](#) e [Bertrand Gruss](#)

21 de outubro de 2015

Enquanto a Reserva Federal dos EUA se prepara para elevar as taxas de política monetária pela primeira vez em quase uma década, a América Latina se vê às voltas com uma forte desaceleração e desemprego em alta. Nesse contexto, muitos bancos centrais em toda a região mantiveram as taxas de juros em níveis baixos para apoiar a atividade econômica. Mas será possível sustentar essa política monetária à medida que as taxas internacionais sobem? O que a normalização das taxas pelo Fed implicará para a região?

Nossa análise no relatório [Regional Economic Outlook: Western Hemisphere](#) sugere que a região conseguirá enfrentar os efeitos do aumento da taxa do Fed, mas é possível que as taxas internas de longo prazo aumentem consideravelmente caso o prêmio de prazo dos EUA — a compensação exigida pelos investidores por eventuais perdas devido ao risco de taxa de juro ou de inflação — retorne a sua média original anterior à crise. Os países com taxas de câmbio flexíveis e quadros sólidos de política monetária e fiscal devem ser capazes de continuar a proporcionar apoio ao manter as taxas de curto prazo baixas quando necessário.

Deixar-se conduzir pelo Fed ou simplesmente dançar no mesmo ritmo?

No início da década de 2000, muitos bancos centrais latino-americanos adotaram regimes de metas de inflação com um componente de flexibilidade cambial, em parte para evitar a necessidade de aplicar políticas que exacerbassem o desaquecimento econômico provocado por grandes choques externos, como a crise tequila e a crise asiática da década de 1990. Mas alguns diziam que, por causa da globalização financeira, as autoridades de pequenas economias abertas não poderiam manter políticas monetárias independentes ou autônomas, mesmo no contexto de regimes de câmbio flexível.

De fato, as taxas de juros em todo o mundo tendiam a se mover em paralelo, normalmente acompanhando as taxas dos EUA. Mas os ciclos econômicos mundiais também tendem a ser altamente sincronizados; o comovimento observado nas taxas de juros poderia ser uma consequência do fato de os bancos centrais estarem reagindo às mesmas condições, e não um sinal de que estariam seguindo o Fed. Esta distinção é de especial relevância na América Latina de hoje, em que muitos ciclos econômicos estão em descompasso com o ciclo norte-americano.

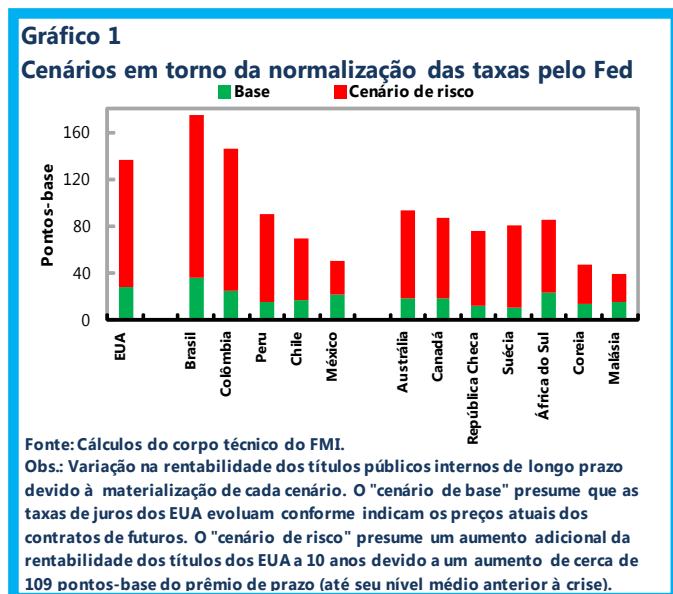
Para responder a essa pergunta, dividimos os movimentos nas taxas de juros internas de 46 países avançados e emergentes em duas partes. O primeiro componente reflete os esforços do banco central para estabilizar o produto e a inflação. O segundo engloba todos os demais fatores, incluindo os outros objetivos do banco central — como a moderação dos movimentos das taxas de câmbio devido a preocupações com a estabilidade financeira ou a competitividade — ou choques que afetam as condições monetárias. Indagamos então em que medida esse movimento residual nas taxas de juros internas pode ser atribuído às repercussões (*spillovers*) das condições financeiras mundiais, como as oscilações nas taxas de política monetária dos EUA. A resposta a essa pergunta dará uma ideia do verdadeiro grau de autonomia monetária dos bancos centrais.

Constatamos que, após controlar os efeitos das condições macroeconômicas internas, as repercussões das taxas dos EUA são menores do que as simples correlações das taxas de juros. Mas ainda são significativas para alguns países emergentes ou avançados, indicando que esses países de fato acompanham o Fed. Na América Latina, as repercussões são significativas e relativamente grandes no México e no Peru, o que sugere que, mesmo que suas economias estivessem em descompasso com a dos Estados Unidos, eles dificilmente se desviariam do comportamento do Fed.

O contexto da normalização das taxas nos Estados Unidos

Mas além do que os bancos centrais podem fazer para manter as taxas de curto prazo em sintonia com as condições internas, muito do que pode acontecer na atual conjuntura dependerá da natureza dos fatores que impulsionam as taxas norte-americanas — e, em especial, o que acontece com o prêmio de prazo.

O gráfico 1 mostra o impacto estimado da normalização das taxas do Fed sobre as taxas de juros de longo prazo em países selecionados após um ano. No cenário de base, o aumento das taxas dos EUA segue as atuais expectativas de mercado embutidas nos contratos de futuros. Como o mercado espera um ciclo de aumentos bastante graduais, em linha com a melhoria das perspectivas econômicas, o impacto deve ser pequeno em toda a América Latina.

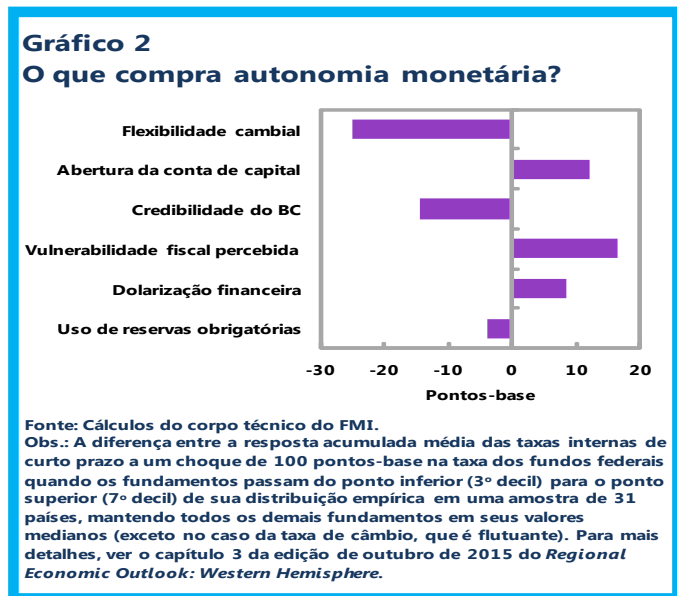


Contudo, certos cenários de risco poderiam causar um impacto maior. Por exemplo, o Fed poderia elevar as taxas com mais rapidez do que o mercado espera. Ou poderia haver a descompressão dos prêmios de prazo excepcionalmente baixos que refletem as taxas de juros a longo prazo muito baixas nos Estados Unidos. Se esse risco se materializar, o impacto sobre as taxas de juros da América Latina poderia ser considerável — mais de 160 pontos-base em alguns casos — com implicações importantes para os gastos públicos com o serviço da dívida.

Embora esses cenários sejam muito menos prováveis que o cenário de base, existem precedentes para isso. Em caso de uma descompressão dos prêmios de prazo para os níveis médios anteriores à crise, movimentos dessa magnitude foram observados várias vezes desde 2000, inclusive nos meses que se seguiram ao anúncio da retirada dos estímulo monetário dos EUA em maio de 2013.

Flexibilidade das taxas de câmbio e credibilidade dos quadros de política são fundamentais

É possível que o aumento das taxas internas de longo prazo seja inevitável, mas manter as taxas de curto prazo alinhadas às condições internas sem dúvida seria benéfico. Nesse sentido, nossa análise indica que a diferença nas repercussões entre os diversos países poderia estar ligada a políticas e outras características (gráfico 2). A flexibilidade das taxas de câmbio desempenha uma função chave para garantir que o banco central possa orientar a política monetária em maior grau para a estabilização da economia interna. Mas a solidez dos quadros de políticas também é crucial. Tanto a credibilidade do compromisso do banco central com a estabilidade de preços quanto a percepção do mercado acerca das vulnerabilidades fiscais estão entre os principais determinantes das repercussões das taxas de juros.



Outros fatores também podem contribuir. Por exemplo, a dolarização financeira aumenta consideravelmente as repercussões das taxas de juros, enquanto o uso ativo de reservas obrigatórias — um elemento do conjunto de políticas macroprudenciais — pode ajudar a mitigá-las em certa medida.



Carlos Caceres, cidadão italiano, é economista da Divisão de Estudos Regionais do Departamento do Hemisfério Ocidental do FMI, tendo atuado também no Departamento de Mercados Monetários e de Capitais, Departamento de Finanças Públicas e Departamento do Oriente Médio e Ásia Central. Antes de ingressar no FMI em 2009, trabalhou no Departamento de Serviços Econômicos do Banco Europeu de Investimento em Luxemburgo e foi economista do Morgan Stanley em Londres. Doutorou-se pela Universidade de Oxford (Nuffield College).



Yan Carrière-Swallow é economista da Divisão de Estudos Regionais do Departamento do Hemisfério Ocidental do FMI, onde produz análises sobre a América Latina e o Caribe. Antes de ingressar no FMI em 2012, foi economista do Banco Central do Chile, em Santiago. Seus estudos concentram-se na macroeconomia internacional e nos mercados emergentes, explorando temas como o investimento em condições de incerteza, os determinantes da autonomia da política monetária, a formulação de quadros de política macroeconômica e métodos de previsão imediata das variáveis macroeconômicas.



Bertrand Gruss é economista da Divisão de Estudos Regionais do Departamento do Hemisfério Ocidental do FMI, onde realiza estudos e análises sobre a América Latina e o Caribe. Atuou também no Departamento de Finanças Públicas e no Departamento da Europa. Antes de ingressar no FMI, trabalhou no Banco Central do Uruguai. Seus estudos têm como foco a macroeconomia internacional e as finanças, com destaque para temas relacionados aos vínculos macrofinanceiros, preços de commodities e efeitos de interrupções abruptas nos fluxos de capital.