Macroeconomia

A TRAJETÓRIA DOS JUROS E A MALDIÇÃO DO ETERNO RETORNO

Clemens Nunes*

EM FEVEREIRO, o Banco Central aumentou a taxa de juros básica para 10,75% a.a. Esta foi a oitava alta do corrente ciclo de aperto monetário. Este evento carrega um conteúdo simbólico. Nesse patamar, a taxa de juros retornou ao valor de janeiro de 2011, no início deste mandato presidencial. Três anos depois, retornamos ao mesmo patamar de juros, com inflação próxima ao topo da meta e crescimento baixo (média de 2% a.a.). A natureza simbólica deste evento remete-nos à mitologia grega. Sísifo, rei de Éfira, era considerado o mais astuto dos mortais. Sua rara combinação de malícia, rebeldia e esperteza foi capaz de enganar até o deus da Morte, Tânato, tornando o rei imortal. Enfurecido pelas suas ações, Zeus condenou Sísifo à maldição do eterno retorno. Esta maldição consistia em fazê-lo rolar uma enorme pedra até o cume de uma montanha. Ao se aproximar do topo, surgia uma força irresistível que levava a pedra de volta ao ponto de partida, onde Sísifo reiniciava sua jornada em direção ao topo, por toda a eternidade. A natureza terrível desta maldição estava baseada no esforço inútil e na frustração sem fim.

Seria a trajetória dos juros, nos últimos três anos, uma espécie de maldição do eterno retorno? No regime de metas de inflação, a taxa de juros básica deve ser calibrada de modo a levar a economia a um crescimento sustentado com inflação controlada. A condução da política monetária para garantir esta combinação depende fundamentalmente do equilíbrio entre a demanda da economia e o lado da oferta. Fatores como crescimento da produtividade, disponibilidade de mão de obra qualificada e infraestrutura eficiente permitem que o equilíbrio seja atingido com uma taxa de juros mais baixa. Neste período (2011-2013), os estímulos do lado da produção foram insuficientes para atender o crescimento da demanda. A diferença entre a demanda e a produção domésticas aumentou em 1,4% p.p. do PIB. A taxa de investimento anual média (formação de capital) foi de 19,0% do PIB – 0,8% p.p. superior a 2010. No mercado de trabalho, há escassez de mão de obra e aumentos salariais reais acima da produtividade. Quanto à infraestrutura, o investimento público médio (4,6% do PIB) permaneceu no mesmo valor de 2010, enquanto as concessões ao setor privado foram paralisadas, sendo retomadas apenas em 2013.

A tentativa de conduzir a economia para um novo equilíbrio com taxas de juros mais baixas está na origem do ciclo de afrouxamento monetário iniciado em agosto de 2011. Ao abdicar da política monetária para conter a inflação, a alternativa escolhida foi o controle de preços essenciais da economia. Esta ação, além de insuficiente para trazer a inflação à meta, produziu graves distorções. O controle dos preços da gasolina produziu graves prejuízos ao setor sucroalcooleiro e à Petrobras. A decisão de não reajustar os preços da energia elétrica, em virtude do acionamento das termelétricas, gerou um gasto fiscal extra de R$ 9,8 bilhões somente em 2013. As intervenções do Banco Central para evitar a desvalorização da taxa de câmbio contribuíram para o crescente déficit em conta-corrente (3,66% do PIB, em 2013), penalizando os setores exportadores. Esses desequilíbrios, aliados às operações fiscais não convencionais e às intervenções no setor elétrico e no programa de concessões de infraestrutura, produziram ruído junto ao setor privado e a investidores externos. Os resultados obtidos foram frustrantes. A inflação permaneceu elevada e o crescimento foi inferior ao do histórico recente. O fato é que não foram criadas condições do lado da oferta que possibilitassem uma redução sustentada da taxa de juros no período.

O cenário macroeconômico prospectivo dependerá fundamentalmente de como esse delicado equilíbrio será reestabelecido. Uma opção de continuidade pelo arranjo recente será carregar a pedra ao topo da montanha para vê-la rolar novamente em direção à base. Persistir nesse propósito seria um verdadeiro trabalho de Sísifo. Por sua vez, a adoção de um novo arranjo, que reestabeleça o equilíbrio de curto prazo, elimine as distorções criadas e encaminhe a agenda de questões estruturais, pode levar a um cenário menos adverso. O Governo procura sinalizar uma mudança de rumo, em meio à desconfiança dos agentes: na política monetária, acena prosseguir com o ciclo de aperto monetário iniciado em abril de 2013; na política fiscal, promete contenção dos gastos; e, no lado microeconômico, promete acelerar as concessões para infraestrutura. Como Sísifo, tenta mostrar que abdicou da esperteza para escapar da maldição do eterno retorno. No entanto, mesmo que o intento seja verdadeiro, os desequilíbrios gerados no passado recente são de difícil reversão no curto prazo – particulamente em meio à disputa eleitoral e a um cenário externo adverso no futuro, agravado pelo rebaixamento da nota brasileira pela Standard & Poor's, mas esse assunto fica para uma próxima coluna. ■

* Professor da Escola de Economia de São Paulo (EESP- FGV)