O regime monetário, a dívida pública e a alta taxa de juros



Yoshiaki Nakano
Diretor da Escola de Economia de São Paulo (EESP/FGV)

Explicar porque as taxas reais de juros no Brasil são as mais altas do mundo nos últimos 15 anos é uma das questões mais complexas e controversas da economia. É um desafio que precisa ser enfrentado, pois se não formos capazes de reduzi-las a níveis prevalecentes no resto do mundo, será impossível crescer de forma sustentada e dotar o país de estoque de capital para absorver os trabalhadores desempregados e subempregados. Temos que enfrentar a questão das altas taxas de juros, certamente o nosso maior problema econômico.

De fato, não há paralelo na história da humanidade de países que tenham praticado, por período tão prolongado, taxas de juros tão altas como no Brasil. Dois economistas italianos, P. Cioca e G. Nardozzi (*The High Price of Money, Oxford: Clarendon Press*, 1996), nos dão uma boa referência ao levantarem as séries longas existentes desde 1800 no Reino Unido, Estados Unidos, Alemanha e França. Nestes países, até a Segunda Guerra Mundial, os picos de taxa real de juros atingiram 4,9%, ao ano, na década de 1871/80, e 4,3%, ao ano, em 1931/40. Mas é fundamental lembrar que estes dois períodos foram de queda de preços.

Depois de uma temporada de quatro décadas de taxas reais de juros baixas, mais recentemente, na década de 1981/90, a taxa média decenal atingiu 5,1% ao ano:

Os dados para os países do G-7 coletados por A. Levy e F. Panetta mostram que em 1983/84 o pico de taxa real de longo prazo aproximou-se de 7% ao ano, para uma média decenal de 4,3% ao ano. Novamente é fundamental lembrar que a inflação chegou a atingir em torno de 13% para cair nesta época para 4%.

	Taxa média real de juros (%)
1941-50	-3,6
1951-60	1,2
1961-70	2,4
1971-80	0,3
1981-90	5,1

As causas desse fenômeno tão inusitado na história econômica mundial certamente têm raízes histórico-culturais mais profundas, certamente ligadas àquelas que ao longo da nossa história deram origem a outro fenômeno brasileiro: o perfil de distribuição de renda tão desigual. Mas atendo-se à história mais recente podemos apontar pelo menos quatro grupos de fatos mais imediatos: características únicas do sistema monetário e da dívida pública brasileira; estratégia de integração de crescimento adotada pelo Brasil de atração de capitais financeiros do exterior, com a abertura da conta de capital e com juros elevados no início da década de 90 e que se materializou na política macroeconômica adotada pelo governo FHC e mantida pelo governo Lula; componente convencional que tem raízes na inflação alta, fracassos sucessivos de planos de estabilização, moeda e dívida pública indexada a juros e crise fiscal do estado; e a regra de política monetária adotada pelo Banco Central. Neste artigo vou tratar alguns aspectos relacionados ao primeiro grupo de fatos.

O sistema monetário e a estrutura de mercado de dívida pública brasileira são completamente anômalos. Constituídos no período de inflação alta, foram mantidos intactos pelo Plano Real. As maiores anomalias se referem à manutenção da moeda indexada à taxa diária de juros, à

remuneração das aplicações financeiras de curtíssimo prazo e com a maior parte da dívida pública atrelada à taxa de juros de curtíssimo prazo (*over*-Selic) determinada pelo Banco Central. São inovações tropicais, que fazem a política monetária gerar resultados perversos e diferentes dos esperados nos demais países. Vou exemplificar dois destes resultados perversos.

Em primeiro lugar, as práticas dos demais países e modelos de livros-texto nos dizem que uma política monetária restritiva, com a elevação da taxa de juros, reduz a liquidez e provoca contração na demanda agregada, pois além de reduzir os investimentos reduz também o consumo ao restringir o volume de crédito e da riqueza financeira. No Brasil, uma elevação na taxa de juros é capaz de produzir o inverso — elevar a riqueza financeira —, pois o estoque da dívida pode aumentar se o Banco Central majorar a taxa de juros. Mais do que 50% da dívida pública mobiliária federal, em poder do público, além das operações de financiamento do Banco Central, são pós-fixados e sofrem correção diária pela taxa diária Selic. Como o valor destas dívidas é dado pela capitalização da taxa diária de juros, qualquer elevação desta provoca imediatamente aumento no valor do estoque da dívida. Como parte significativa desta dívida é do Banco Central (*overnight*), no mercado aberto, pode-se concluir que o aumento de juros eleva a massa de recursos com liquidez imediata no sistema. A oferta de crédito pode crescer se os bancos não racionarem a quantidade em função da elevação da taxa e do risco. A rigor, como a maioria das aplicações financeiras e os próprios títulos públicos são líquidos ou têm liquidez garantida pelo Banco Central, temos uma situação inusitada na qual o aumento da taxa de juros, sinônimo de restrição de liquidez em condições normais, amplia a liquidez no Brasil.

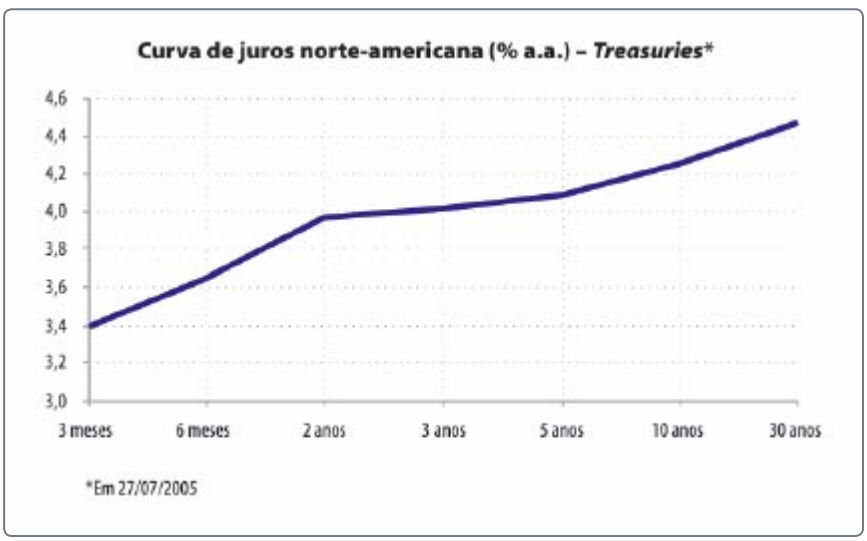
Esta anomalia tem origem no fato de que o mercado de dívida pública (financiamentos em longo prazo) e o de moeda (sobras de caixa de bancos e empresas) tornaram-se uma coisa só no período de hiperinflação, quando toda dívida pública era refinanciada diariamente no *overnight*. Mas a manutenção desta fusão depois da estabilização, não só é injustificada e incompreensível como gera um ônus monumental para a sociedade brasileira.

O sistema monetário e a estrutura de mercado de dívida pública são anômalos. Constituídos na fase de inflação alta, foram mantidos pelo Plano Real

O Brasil é um país único no mundo, no qual o Banco Central determina diretamente a taxa de juros que remunera títulos da dívida pública (pós-fixada), portanto taxas de longo prazo, e utiliza esta mesma taxa como meta operacional (*over*-Selic) e opera no mercado de reservas bancárias. Isto é, a taxa de juros que remunera as sobras de caixa dos bancos nas operações de mercado aberto estabelece um piso e remunera títulos de longo prazo. Se o Banco Central "impõe" ao mercado de moeda de curtíssimo prazo a mesma taxa que remunera títulos da dívida pública, é óbvio que todos tenham total preferência por aplicações em juros pós-fixados e de curtíssimo prazo.

Neste quadro é impossível o Tesouro Nacional alongar o perfil da dívida pública de forma significativa, pois tem como competidor o Banco Central. O Tesouro Nacional teria que pagar um prêmio extra acima da Selic, já absurdamente elevada. E assim caímos numa armadilha. Piso da taxa de juros Selic elevado e a existência de títulos e aplicações de curtíssimo prazo remunerados por esta taxa diariamente, torna impossível alongar o perfil da dívida pública. Por sua vez, este perfil associado à taxa de juros elevada, que significa risco elevado, não incentiva o aplicador comprar títulos de longo prazo.

Títulos de dívida com taxa de juros pré-fixados fazem sentido somente para os especuladores e quando há perspectiva de queda na taxa de juros, pois nesta situação a diferença entre a taxa pré e o



custo do financiamento dado pela taxa do CDI, atrelado à Selic, constitui o lucro do especulador.

Uma conseqüência desta anomalia é que a curva de juros tem uma inclinação oposta à dos demais países do mundo. No Brasil, em regra, a estrutura de taxa de juros é tal que a taxa de curtíssimo prazo é mais alta do que a taxa de juros de longo prazo! Observe nos gráficos as inclinações das curvas de juros no Brasil e nos Estados Unidos.

A segunda anomalia decorre da política monetária ter efeitos perversos e eficácia limitada. O Banco Central quando quiser contrair a demanda tem que elevar as taxas de juros a níveis estratosféricos de forma que os bancos racionem o crédito em função da elevação do risco de inadimplência, explicado por fenômenos conhecidos como risco moral e seleção adversa. Em outras palavras, o lucro dos bancos é função crescente da taxa de juros até um certo nível crítico, pois a partir do qual os lucros começam a reduzir em função do aumento da inadimplência. Este nível crítico corresponde aparentemente a uma taxa Selic acima de 20%. Pela experiência recente somente quando a taxa Selic ultrapassa este nível crítico ocorre contração significativa no crédito e no nível de atividade econômica.

Os bancos estão no melhor dos mundos, já que nem a restrição de crédito e nem a taxa de juros elevada implicam em prejuízo como seria normal

Assim sendo, a transmissão da política monetária no Brasil se dá através de canais anômalos. Eleva-se a taxa de juros e os detentores de dívida pública ficam imediatamente mais ricos e recebem fluxo maior de pagamentos de juros estimulando a demanda. Os bancos também têm seus ativos e suas receitas ampliadas, pois são os grandes detentores de títulos públicos em Selic, e com isso maiores recursos à sua disposição para fazer empréstimos. Somente quando a taxa de juros ultrapassa o nível crítico, a oferta de crédito é racionada quantitativamente pelo sistema bancário. E daí há contração na demanda. Os bancos estão no melhor dos mundos, já que nem a restrição de crédito e nem a taxa de juros elevada implicam em prejuízo como seria normal. No Brasil, têm a alternativa de aplicar no *overnight* e ganhar a taxa Selic e ainda especular com títulos com taxas pré-fixadas quando a taxa de juros Selic começar a cair.

Para concluir, sem reformas profundas no sistema monetário e no mercado de dívida pública, eliminando as anomalias e heterodoxias herdadas do período de hiperinflação, é impossível sair da armadilha na qual caímos. Para que a curva de juros tenha uma inclinação normal e a taxa de juros de curtíssimo prazo fixada pelo Banco Central se aproxime de níveis civilizados, compatíveis com as taxas prevalecentes nos demais países do mundo, é necessária uma separação nítida entre o mercado de moeda e de dívida pública. As taxas de juros de médio e longo prazos têm que ser maiores do que as de curto prazo. Cabe ao Banco Central controlar a oferta de moeda para determinar a taxa de curtíssimo prazo que remunera as sobras de caixa dos bancos e empresas e desta forma afetar a estrutura de juros. Ao Tesouro, cabe remunerar títulos de dívida de médio e longo prazos a uma taxa de juros acima daquela fixada pelo Banco Central. Com isso, o Brasil passaria a ter uma configuração do mercado de moeda e de dívida pública de livro-texto. Para que estas reformas possam ser feitas sem crises e desestabilizações, um programa como o de déficit zero ou outro que traga credibilidade nas finanças públicas é um dos pré-requisitos indispensáveis. Se estas e outras reformas forem feitas, há espaço para a taxa real de juros do Banco Central cair pelo menos 10 pontos percentuais, pois não haverá outra razão para o Brasil ser diferente do resto do mundo nesta questão. Vale repetir: o patamar recorde de taxa de juros encontra-se preso a uma armadilha que só será desmontada com uma reforma no sistema monetário e no mercado de títulos públicos, num contexto de mudança de regime fiscal.

