

A taxa de juros de equilíbrio de 9% e o modelo do BC

Luiz Carlos Bresser-Pereira
Valor Econômico, 10.10.03

Com a queda da taxa de juros para 9%, haverá recuperação da economia, mas estaremos bem longe do "círculo virtuoso"

Existirá uma taxa natural básica de juros para a economia brasileira? Ou teremos simplesmente uma taxa de juros de equilíbrio que mantém a inflação igual à meta? E se existir uma ou a outra, será ela a taxa Selic real de cerca de 9%? As perguntas são relevantes porque, se existir uma taxa natural, intrínseca ao sistema econômico brasileiro, estaremos fadados à instabilidade macroeconômica e à semi-estagnação da renda por habitante: a realidade medíocre dos anos pós Plano Real continuará a se repetir indefinidamente. Se, pelo contrário, a taxa for apenas de equilíbrio, será mais fácil mudar os parâmetros reais em que ela se baseia, ou, então, talvez verifiquemos que ela deriva meramente de um modelo macroeconômico equivocadamente utilizado pelo Banco Central.

Quando Nakano e eu escrevemos, há algum tempo, que a taxa de juros real Selic não tem descido abaixo de 9%, mostramos que esse limite inferior era inexplicável economicamente na medida em que países com igual ou pior classificação de risco que o Brasil apresentavam taxas de juros básicas 3 a 4 vezes menores do que a brasileira. Deduzimos daí que a taxa brasileira era resultado de erros e distorções históricas na política macroeconômica.

Pérsio Arida aventou, recentemente, a hipótese de que a taxa de juros natural ou estrutural possa estar representada nesses 9%. Seria esta a taxa de juros de equilíbrio que mantém a inflação sob controle ou dentro da meta. Não existe, porém, uma série histórica confiável que leve a essa conclusão. A série existente é o resultado de uma somatória de erros de política, que se cristalizaram, em 1999, no modelo macroeconômico que o Banco Central usa para sua política de metas de inflação.

Recentemente Banco Central, usando seu modelo macroeconômico, construiu dois cenários para 2003 e um para 2004, com as respectivas taxas de juro. Estes cenários aparecem nas três primeiras colunas do quadro. Na quarta coluna, calculei por simples subtração a taxa de juros real. Está em torno dos mesmos 9,0% assinalados por mim, Nakano, e Pérsio. Tudo indica que é essa a taxa de equilíbrio embutida no modelo do Banco Central.

Metas de inflação e juros				
Dados do Banco Central				
Ano	Taxa de juros	Inflação	Meta de inflação	Taxa de juros real
2003	20,0	8,9	8,5	11,4
2003	18,0	9,2	8,5	8,6
2004	15,0	5,0	5,5	9,7

Os modelos de meta de inflação adotam, com pequenas variações, a "regra de Taylor", que contém uma "taxa de juros de equilíbrio" (não uma taxa natural de juros). Quando a taxa de juros praticada pelo Banco Central é igual a essa taxa, a inflação será igual à meta, e não haverá diferença entre o produto potencial e o real.

Nas economias modernas altamente controladas pelos bancos centrais não faz sentido falar na taxa básica de juros como uma taxa "natural". Wicksell, no começo do século 20, usou esse conceito, mas identificando-a a uma taxa de retorno ou de produtividade marginal do capital que equilibraria a oferta e a procura a longo prazo de capital. Sem dúvida podemos falar em uma "taxa de juros real de equilíbrio" que mantém a inflação dentro da meta ou sob controle. Provavelmente Pérsio referia-se a essa taxa, porque é difícil imaginar que uma taxa natural de juros possa ser, no Brasil, 3 a 4 vezes maior do que em países de igual classificação de risco, e muitas vezes maior do que nas economias ricas. Para isto ser verdade seria preciso, nos termos de Wicksell, que a taxa de lucro no Brasil fosse também muito maior do que nos países que conosco concorrem internacionalmente.

Em 1999, quando o Banco Central implantou a política de metas de inflação, a taxa de juros real ainda estava muito elevada de forma que a taxa de câmbio, embora em nível mais competitivo do que nos anos anteriores, continuava relativamente valorizada. Desenvolver um modelo macroeconômico nesse momento, quando o equilíbrio macroeconômico não fora alcançado, importava em introduzir um viés a favor de taxas de juros altas na política de metas de inflação.

Em 2001, diante da depreciação da taxa de câmbio, que elevou temporariamente a taxa de inflação, o Banco Central, em nome da política de metas de inflação, decidiu voltar a aumentar a taxa de juros (que se aproximava dos 9%) para forçar o mercado a baixar a taxa de câmbio.

Com a nova elevação da taxa de juros, o câmbio foi mantido valorizado por algum tempo, e o necessário aumento das exportações não se materializou. Em consequência - e também da proximidade das eleições que elegeriam o presidente Lula - o país entrou em nova crise de balanço de pagamentos. Ao mesmo tempo o mercado vencia o Banco Central, e a taxa de câmbio, saudavelmente, se depreciava, possibilitando, afinal, grande superávit comercial.

Vemos agora que contribuiu para esse erro o modelo que orienta a política de metas de inflação do Banco Central, o qual, por sua vez, constitui-se em justificção para o mesmo erro. Os 9%, calculados de acordo com métodos econométricos, transformam-se em uma profecia que se auto-realiza, na medida que em seus dados embutem as próprias práticas equivocadas do Banco Central.

Aliado a esse problema está o fato de que o modelo do Banco Central não distingue inflação de custos, de origem cambial, intrinsecamente temporária, de inflação de demanda, que só cede quando a taxa de juros é elevada e a demanda efetiva volta a cair abaixo do nível pleno emprego. Quando baixa a taxa de juros, sobe a taxa de câmbio, e causa uma inflação de custos, não de demanda.

Esta "taxa de juros de equilíbrio" funciona como uma armadilha financeira. Mantém a economia do país em um círculo vicioso. Toda vez que a taxa de juros se aproxima dos 9% reais, a taxa de câmbio sobe, a inflação sobe, e o Banco Central interrompe a baixa da taxa de juros, mantendo a taxa de câmbio correspondente sobrevalorizada.

Sem dúvida, o superávit comercial deste ano é satisfatório, mas não se manterá no próximo ano, seja porque a taxa de câmbio voltou a se apreciar, seja porque a recessão não poderá continuar indefinidamente. Com a queda da taxa de juros de cerca de 16 para 9% reais, haverá uma recuperação da economia, mas estaremos muito longo do "círculo virtuoso do crescimento" que o Banco Central nos promete todas as semanas. A alta inflação, controlada desde o Plano Real, manter-se-á baixa, mas, ao ansiosamente procurarmos nos assegurar de alguma coisa que já temos - o controle da alta inflação -, mantemos a taxa de juros em nível incompatível com aquele círculo virtuoso. As contas públicas continuarão a se deteriorar, o investimento produtivo continuará inviabilizado, e a semi-estagnação, que prevalece desde 1980, prolongar-se-á sem limite à vista.