

Como baixar o nível dos juros

Luiz Carlos Bresser-Pereira
Folha de S.Paulo, 16.01.06

O governo brasileiro cometeu um erro no primeiro semestre de 1999, depois da flutuação e da depreciação do real, ao decidir introduzir a política de metas de inflação. Copiando-se a experiência recente de alguns países desenvolvidos, o resultado não foi o controle da inflação (que podia perfeitamente ser alcançado sem essa política), mas manter o país preso à armadilha de alta taxa de juros e baixa taxa de câmbio, que fora o custo do Plano Real (1994). Com a flutuação do câmbio em resposta à crise de balanço de pagamentos, o governo dava um passo certo na superação dessa armadilha; no entanto, ao optar por uma política de metas de inflação, condenou-se a se manter nela enredado.

O Plano Real de 1994 foi uma brilhante estratégia nacional de neutralização da inércia inflacionária que acabou com o regime de alta inflação, mas não logrou alcançar a verdadeira estabilidade macroeconômica. Não o logrou porque a estabilidade requer juros baixos, câmbio competitivo e razoável pleno emprego - e nenhum desses três objetivos foi assegurado. Como, entre essas três variáveis, a taxa de juros era a variável determinante, uma política macroeconômica deveria ter como objetivo reduzi-la de nível. Não se tratava de apenas administrar a taxa de juros, mas, da mesma forma que fora feito no Plano Real, de mudar o "regime de política monetária".

Baixar e elevar de forma cíclica a taxa de juros básica do Banco Central é o principal instrumento de política monetária. Uma política de metas de inflação é uma maneira formal de realizar essa política. Entretanto, na economia brasileira pós-Plano Real, o Banco Central estava administrando a taxa de juros básica de forma que ela variasse entre um mínimo de 9% e um teto de 18%, quando, em países com a mesma classificação de risco que o Brasil, essa variação é de 2% a 5%. Para passar de um patamar a outro de taxa de juros, não há alternativa senão mudar o regime de política monetária.

Como falta coragem para que isso seja feito, a economia brasileira continua apresentando resultados medíocres apesar da situação internacional extraordinariamente favorável. Existe hoje um quase consenso de que a causa desse mau desempenho é o nível alto dos juros e o câmbio baixo, embora muitos ainda insistam em que não existe solução para o problema. Alguns ainda insistem em continuar a atual política, não obstante o modelo da política de metas de inflação usar o piso de 9% como "taxa de juros de equilíbrio" - o que torna esse modelo intrinsecamente incapaz de resolver o problema.

Solução, porém, existe. A mudança do regime de política monetária implica o envolvimento de todo o governo, a partir do presidente da República. O objetivo será o de baixar a taxa de juros real básica do Banco Central para que essa varie de 1% a 3% reais, separada da taxa de juros de longo prazo dos títulos do Tesouro, que deverá situar-se perto de 5% reais. Para isso, é necessário terminar com a indexação dos títulos federais pela Selic, ou seja, sua indexação pela própria taxa de juros que o Banco Central estabelece sobre as reservas bancárias para realizar sua política de juros. Essa prática é uma instituição exclusiva do Brasil -uma "jabuticaba", como dizia Mario Henrique Simonsen- e a principal explicação institucional para que a taxa de juros que onera os títulos públicos brasileiros seja de longe a mais elevada do mundo. Portanto, como no caso do Plano Real, para mudar o regime de política monetária, é preciso fazer uma reforma monetária.

Por que a taxa de juros de longo prazo deveria se situar, em termos reais, em 5%, que é ainda uma taxa alta? Devido ao risco Brasil. Se esse hoje é de 3%, se a taxa de longo prazo do Tesouro Americano é de 4% e se a inflação americana é de 2%, 5% é o máximo que poderão pagar títulos federais.

Para que esses dois objetivos possam ser alcançados, será necessária uma outra reforma além da reforma monetária: a desindexação dos preços dos serviços públicos, e, mais amplamente, a proibição terminante de o governo brasileiro aceitar qualquer indexação em seus contratos e preços administrados. Isto, naturalmente, não significa que as agências reguladoras ignorarão a inflação em suas revisões de preços, mas, como fazem todas as agências de outros países, o farão sem considerar um índice contratual.

Em seguida, o governo iniciará a baixa da taxa de juros do Banco Central, ao mesmo tempo em que fará um esforço de ajuste fiscal forte visando zerar o déficit, se não alcançar um superávit fiscal operacional. Com esse ajuste, além de sinalizar sua rejeição a qualquer populismo, o governo estará desaquecendo a demanda para enfrentar uma pequena alta de inflação, que a baixa determinada e anunciada da taxa de juros possa despertar. Controlada a demanda, não há razão para esperar elevação dessa taxa, a não ser aquela que decorrerá da depreciação da taxa de câmbio provocada pela baixa dos juros. Por outro lado, não há por que falar em suspensão da rolagem da dívida, já que a taxa de juros básica que está sendo baixada é a referente a reservas bancárias, para as quais não há alternativa senão a remuneração pela taxa do "overnight" ou taxa básica.