

DIONÍSIO DIAS CARNEIRO

Juros, câmbio e reservas

A questão dos juros elevados, do câmbio desindexado e da acumulação de reservas internacionais tem concentrado o foco das críticas ao manejo da política de estabilização. É compreensível, são pontos fáceis de criticar, pois de juros elevados ninguém gosta, nem mesmo os banqueiros. Câmbio desindexado parece sempre manipulação, em uma cultura inflacionária em que o direito à indexação foi a dura pena adquirido; e, afinal, quem é que gosta de reservas elevadas? É como perguntar quem gosta de escadas magistras maiores ou de pagar seguro contra terremotos.

O resultado é que o Banco Central sempre tem de se defender, de forma nitidamente culpada, como se estivesse fazendo algo contra o povo, enquanto os amigos do povo, mesmo alguns deles sendo notórios autores de feitiços mal sucedidos do passado, esforçam-se por lançar às chamas da execração pública os feiticeiros do dia, maníacos por reservas altas.

Vamos primeiro aos juros altos, que não têm mesmo defensores.

A taxa de juro não é o preço do dinheiro, mas sim o preço do crédito. Na maior parte dos casos, a confusão é de menor importância, pois, em períodos de moeda fácil e farta, o crédito também é barato. E o principal fator de movimentação dos juros são os movimentos da inflação esperada.

Mas há momentos em que a inflação esperada aumenta de nível e, nesse caso, o preço do dinheiro fica mais alto porque ele é a inflação esperada. Mas o crédito pode



Quando cessam os terremotos, o seguro é ridiculamente caro

ficar excessivamente abundante e, com isso, o seu preço baixo. Em outros momentos, quando a economia está saindo de uma crise de confiança, o crédito continua caro, mas o preço do dinheiro ficou baixo porque caiu repentinamente a inflação esperada. É por isso que as pessoas têm mais papel-moeda no bolso e mais depósitos à vista: tentam ir menos ao banco e antecipam menos as compras.

A confusão pode ser maior ainda porque a taxa de juro desempenha outros papéis na economia e na política econômica. A taxa básica mais importante é aquela à qual o Banco Central empresta reservas aos bancos por conta de necessidades diárias de caixa do sistema econômico, ou absorve os excessos de reserva do sistema, que no Brasil é a chamada taxa Selic.

Os movimentos dessa taxa servem de sinalização para maior aperto ou folga do sistema bancário, pois dão aos bancos um sinal do que lhes custará uma necessidade de caixa no futuro próximo, caso eles se vejam com mais empréstimos do que desejariam, determinando, dessa forma, a escolha central do sistema bancário, que é quanto emprestar e quanto manter em reservas. Os movimentos da taxa Selic são, assim, sinalizações de política monetária mais folgada ou mais apertada. Dadas as regras e o nível de confiança, política monetária mais folgada é promovida por taxa de juro mais baixa para os bancos e isso leva a crédito mais abundante e à queda das demais taxas de juro.

O que faz diferença, entretanto,

é o regime em que vivemos, de transição de uma inflação muito elevada para um índice baixo. As regras de concessão de crédito sofreram mudanças muito radicais em 1995. Houve ameaça de crise financeira, com quebras de bancos, o que dificultou a circulação de reservas entre essas instituições e, finalmente, somente agora a taxa de inflação esperada parece encontrar um mínimo de consenso entre os analistas. O resultado é que os juros nominais em queda, mesmo para valores próximos do custo dos empréstimos externos para o Brasil, ainda significam juros reais muito elevados.

O resultado da contenção do crédito que controlou a expansão desenfreada de demanda do início de 1995 foi uma acumulação de reservas da ordem de US\$ 13 bilhões. Essa acumulação de dezembro a dezembro esconde uma perda entre janeiro e março e uma recuperação a partir de junho que possibilitou a sobrevivência do programa de estabilização apesar da forte turbulência mexicana.

A reindexação do câmbio, em seguida a uma desvalorização, teria tido um efeito semelhante sobre o balanço de pagamentos, mas certamente teria significado mais uma vez jogar a toalha e aceitar a economia inflacionária como ambiente, a indexação como regra e assim abrir mão das possibilidades de controlar a demanda global.

A acumulação de reservas foi em parte esterilizada pela venda de títulos públicos, coisa que no caso brasileiro era fácil, pois a bem da verdade a maior parte dos recursos já entra para comprá-los, de modo que mal transita pela base monetária, ou seja, não há aumento da base a ser esterilizado, mas fundos externos financiando a expansão da dívida pública interna que ocorre em contrapartida

à acumulação de reservas por parte da autoridade monetária. Essa operação é custosa, pois significa que o Banco Central está comprando seguro contra terremoto e pagando por isso.

Haveria outras formas? Claro que sim. O Banco Central poderia ter taxado mais fortemente as entradas, e o governo certamente teria gasto mais. Ou ter deixado o câmbio valorizar ao longo do ano, e diminuir a entrada de recursos à medida que a taxa de desvalorização esperada que fosse crescendo com a percepção da defasagem cambial e, assim, imposto um risco ao capital que entrasse no País. As críticas ao câmbio atrasado certamente seriam maiores.

Poderia, ainda, o Banco Central ter deixado a taxa de juro cair, logo depois de agosto, quando paxaram as expectativas de inflação. Mas isso certamente requereria pelo menos duas coisas: confiança de que a crise bancária já estava encerrada, o que só ficou claro em dezembro; expectativa de que uma desvalorização cambial estava descartada, o que significava que já se processava a reversão do déficit comercial apenas com a queda do nível de atividade.

O Banco Central foi certamente mais pessimista nas duas áreas, e esperou o fim do terremoto para sinalizar que a política de estabilização não precisa de câmbio R\$ 1 por US\$ 1 nem de juros em alta permanente.

Depois que cessam as notícias de terremotos, o seguro é sempre ridiculamente caro. Com o passar do tempo, parece desnecessário, mas assim é o paraíso dos engenheiros de obras feitas.

■ Dionísio Dias Carneiro é professor do departamento de Economia da PUC-RJ

■ Joelmir Beting está em férias

15 FEVEREIRO DE 1996