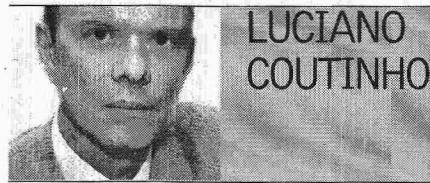


Real juro real

**LUCIANO
COUTINHO**

Juros reais elevados sobre títulos públicos, curtos, líquidos, pós-fixados, foram o último anestésico contra a hiperinflação — depois das repetidas tentativas de estabilização via congelamento de preços.

Esses planos, em maior ou menor grau, implicaram expropriações da riqueza financeira por força dos “resíduos inflacionários” implícitos nos índices de correção no momento em que se impunha o congelamento. No caso do Plano Collor houve, ademais, um imposto extraordinário sobre o estoque de capital. Ressabidos, os detentores da riqueza líquida, financiadores do Estado nos mercados de títulos e de câmbio (setor exportador) passaram a exigir juros altos e garantidos por pós-fixação e por cláusulas cambiais.

O fracasso dos planos decorreu da fragilidade financeira e cambial do Estado

ante a força dos mercados, sendo impossível a sustentação do congelamento da taxa de câmbio num contexto de reservas escassas e de um balanço de pagamentos equilibrado por um superávit comercial alto, porém vulnerável à aceleração da taxa de crescimento do PIB.

A estabilização finalmente obtida com o Plano Real só foi possível por conta de maciços ingressos de capitais, em função da conjuntura superlíquida do mercado financeiro mundial desde 1991. Sem desluster para com o aprendizado que os formuladores do Plano incorporaram das experiências anteriores, sem o acúmulo de reservas providenciado pela dupla Marcião-Gros, ainda no fim do governo Collor, a experiência da âncora cambial sequer poderia ser pensada. O robustecimento da reserva externa em 1992-93 tornou possível uma redução da taxa real de juros nas gestões mercuriais de Gustavo Krause e Paulo Haddad no governo Itamar. Porém, a implementação apressada do Plano Real em 1994 para viabilizar a candidatura Cardoso exigiu duas fortes puxadas para cima da taxa de juros (nas incepções da URV e do Real). O juro alto foi, junto com o “las-

tro” das divisas, esteio chave da nova moeda, refletindo o custo de oportunidade em reter riqueza nesta. A dose, contudo, foi tão exagerada que — como é sobejamente conhecido — incitou abundante ingresso de capitais e forte sobrevalorização da taxa de câmbio. A armadilha que se formou é também arquiconhecida: rápida deterioração da conta comercial, abertura de um enorme déficit externo, veloz acúmulo de passivos em moeda estrangeira, taxa de juros como instrumento de controle das contas cambiais...

Esta rememoração da história recente ensina que a formação da taxa de juros no Brasil tem duas vertentes: de um lado a opção política das autoridades econômicas e, de outro, a poderosa pressão de mercado dos detentores do capital. A taxa de juros real da dívida pública sempre significou o custo de oportunidade para o investidor (nacional ou estrangeiro) entre reter riqueza na moeda doméstica versus uma moeda forte: antes da estabilização em papéis diariamente pós-fixados; depois, em papéis pré e pós-fixados, sendo crescente o peso dos últimos e da dolarização dos títulos à medida em que a vulnerabilidade

externa se entronizou e se tornou persistente... A rememoração também serve para mostrar que o juro alto foi condição genética do Plano Real e, depois, seu esteio imprescindível. Denuncia o fato incômodo que a celebrada “desindexação” da economia nunca chegou ao seu núcleo original (títulos da dívida pública) e que a “ciranda financeira” jamais deixou de existir

A celebrada “desindexação” da economia nunca chegou ao seu núcleo original, e a “ciranda financeira” não deixou de existir — só mudou de forma

— apenas mudou de forma. Sublinha a realidade que, mesmo após o abandono da âncora cambial no início de 1999 e da posterior realização de enormes superávits fiscais, a vulnerabilidade estrutural do balanço de pagamentos manteve a política econômica refém de uma elevada taxa real de juros.

O aceso debate atual em torno à taxa de juros e ao significado do risco-Brasil não

deveria perder de vista esta perspectiva. Só há um caminho para sair da arapuca: acelerar a obtenção de um elevado superávit comercial. Não parece sensato obtê-lo apenas via câmbio, com novas rodadas de maxidepreciação. Tampouco apostar no gradualismo espontâneo sugerido pelo Dr. Ilan Goldfajn do BC em entrevista a Celso Pinto semana passada. O gradualismo implica num ritmo lento de ajuste do déficit externo e em uma curva muito cautelosa de redução da taxa de juros. Só teria chance de sucesso num cenário internacional super benigno, favorável ao comércio e sem choques financeiros. Sob a hipótese realista de choques externos o gradualismo sucumbe aos efeitos deletérios dos juros mais altos e do câmbio depreciado sobre a dívida interna. Por isso, uma política industrial e de comércio exterior, pró-ativa, pode acelerar o ajuste externo, robustecer a política macro e viabilizar a queda mais rápida e irreversível da taxa de juros.

Luciano Coutinho, professor titular do Instituto de Economia da Unicamp, escreve mensalmente às sextas-feiras.