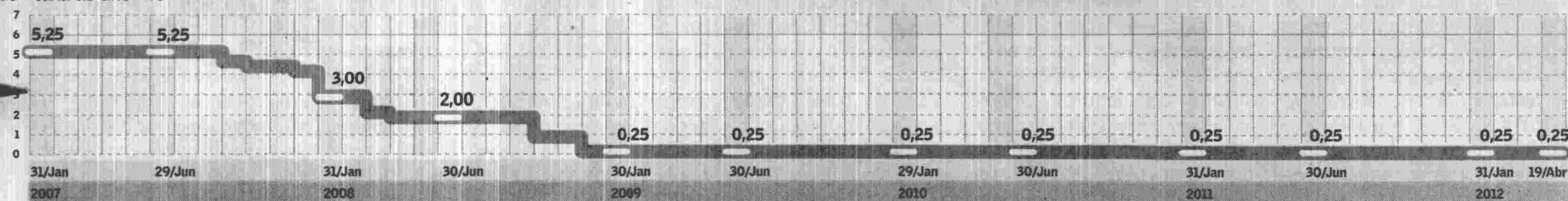


Estados Unidos

Federal Funds - taxa ao ano - %



Fonte: Bloomberg. Elaboração: Valor Data.

A ³⁵caminho da normalização monetária

Fernando Cardim

No ano que vem, comemoraremos vinte anos do lançamento da primeira fase do Plano Real. Nesses anos, a inflação elevada deixou de ser o tema obrigatório dos debates macroeconômicos, cedendo o posto, ainda que com menor intensidade, para as persistentemente elevadas taxas de juros (que a própria estabilização de preços ajudou a tornar mais visíveis) e, na maior parte do período, à quase igualmente persistente sobrevalorização do real.

De fato, os juros foram elevados dramaticamente no início de 1995, em reação à crise de balanço de pagamentos iniciada em 1994, mantendo-se altas desde então. Os efeitos negativos da manutenção das taxas de juros domésticas em níveis muito elevados são múltiplos, especialmente sobre o comportamento das contas externas do país e sobre o sistema financeiro doméstico.

Pelo lado do balanço de pagamentos, juros muito altos, muito superiores aos pagos em praticamente qualquer outro país,

atraem capitais financeiros do exterior, alimentando a sobrevalorização da moeda local. Nos primeiros anos do real, esse efeito foi mesmo estimulado pelo governo federal, que via nas importações baratas um instrumento eficaz na repressão a pressões inflacionárias domésticas. A contrapartida desse mecanismo, no entanto, era a acumulação de dívida externa que levou eventualmente ao colapso do regime cambial da primeira fase do real no início de 1995.

Em termos domésticos, os impactos danosos da manutenção de taxas de juros elevadas eram múltiplos. A oferta de crédito ao setor privado, que começara a se expandir com a estabilização, ainda em 1994, refluíu rapidamente. O principal tomador de empréstimos da economia brasileira voltou a ser o governo, cujos compromissos eram inflados pelo serviço da dívida pública àquelas taxas de juros.

Além disso, canais alternativos de circulação de recursos, especialmente os mercados de títulos privados, não podiam ser desenvolvidos enquanto títulos públicos, protegidos contra o risco de crédito (já que emitidos para liquidação em moeda nacional), e contra

os riscos de juros e de liquidez pelas práticas de mercado adotadas, pagassem as taxas que pagavam.

O debate mais acirrado nesses vinte anos não se deu, contudo, em torno dos efeitos dos juros altos, mas de suas causas. Os argumentos oferecidos para explicar a rigidez à baixa dos juros no Brasil cobriam uma enorme gama de argumentos, enfatizando desde fatores teórico-ideológicos, como, por exemplo, a relevância de conceitos como "taxa natural de desemprego", "produto potencial" ou "taxa neutra de juros", até discussões de mecanismos mais concretos limitantes da eficácia anti-inflacionária de políticas monetárias, como mecanismos de transmissão defectivos, sobrevivência de contratos indexados, e outros fatores que forçavam a autoridade monetária a manter juros mais altos que em outros países para compensar seu impacto mais limitado.

Nos últimos meses, no entanto, a situação parece estar mudando. OBC atual parece menos conservador no aproveitamento das oportunidades para a baixa de juros; mais disposto a inovações operacionais, com sua ênfase em mecanismos chamados de macropru-

denciais, que se baseiam de forma menos ativa na manipulação da taxa de juros; e menos sensível a pressões advindas de instituições e mercados financeiros. Como relatado pela imprensa nas últimas semanas, o Copom pela primeira vez está se valendo das "janelas de oportunidades" criadas pela queda recente da inflação para reduzir o nível da taxa de juros além das expectativas "do mercado", gerando grande reação em alguns círculos de economistas.

Por outro lado, antigas imperfeições dos mecanismos de transmissão de política monetária vêm sendo sanadas há algum tempo, com a gradativa construção de curvas de rendimento para prazos cada vez mais longos e a ampliação persistente da oferta de crédito. Esses fatores, dentre outros, aumentam o impacto seja de variações de juros, seja de intervenções macroprudenciais, sobre a demanda agregada e sobre o nível de preços.

Talvez tenham mesmo aumentado esse impacto mais do que o próprio Banco Central esperava. Com isso, a taxa de juros básica, a Selic, começou a cair e, ao que tudo indica, continuará caindo enquanto a janela de oportunidade

estiver aberta. Em outras palavras, caminha-se para uma certa "normalização" na operação da política monetária, em linha com o que acontece em outros países.

Restam barreiras a mais reduções, sem dúvida, como a indexação de títulos públicos pela Selic, ou a existência de pisos como os colocados pelas regras atuais das cadernetas de poupança, mas estes são mecanismos de importância obviamente menor do que aqueles que anteriormente se colocavam no caminho da redução de juros.

No caso da poupança, parece-me que a melhor saída seria o retorno às origens. A poupança foi criada para atrair as economias dos grupos de renda mais baixa, e não como alternativa de investimento para os mais ricos. A imposição de limites ao valor de depósitos cobertos pelas vantagens da caderneta tiraria sua atratividade para grandes investidores.

Por outro lado, a redução de juros para combater a sobrevalorização do real parece se aproximar do limite. A depressão americana e europeia levou os bancos centrais dessas áreas a manter taxas de juros tão baixas que nada que o Banco Central possa realisticamente

fazer por aqui reduzirá a atratividade das aplicações no país. Controlar os efeitos do "tsunami" monetário, atualmente, exige o apelo muito mais amplo, consistente e eficaz a controles de capitais do que a mera redução de juros (independentemente do fato de que ainda haja espaço para quedas de juros por razões domésticas).

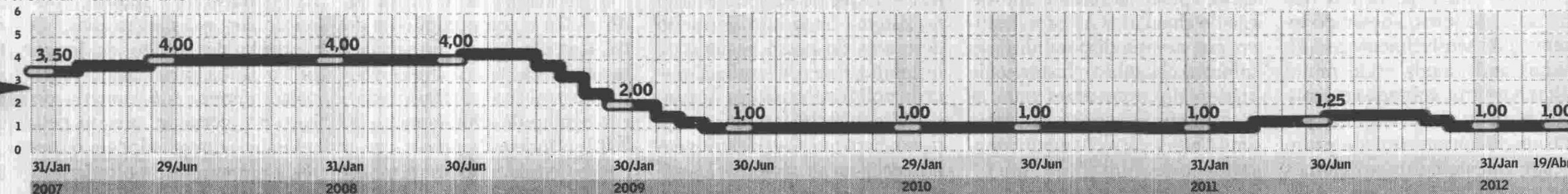
Não há dúvida de que é preciso que os juros continuem caindo, mesmo que essa tendência tenha de ser conjunturalmente revertida no curto termo. Mas é também preciso agora dar atenção crescente a outros fatores que também são obstáculos ao desenvolvimento brasileiro.

Em particular, a ausência de visão estratégica do que se quer para a economia é gritante. O governo é ativo, mas reage a eventos ao invés de tentar conformar um caminho. Oferecer um plano de desenvolvimento efetivo ao país, que oriente e priorize investimentos, e promover as reformas que forem necessárias para sua implementação é tão essencial quanto a continuidade da redução da taxa de juros.

Fernando Cardim é professor titular da UFRJ e pesquisador CNPq

Zona do Euro

BCE taxa referencial - taxa ao ano - %



Fonte: Bloomberg. Elaboração: Valor Data.