

As consequências de juros altos

No caso do Brasil, a manutenção de taxas de juros reais elevadas agrava o problema fiscal e passa a exigir políticas fiscais desnecessariamente austeras

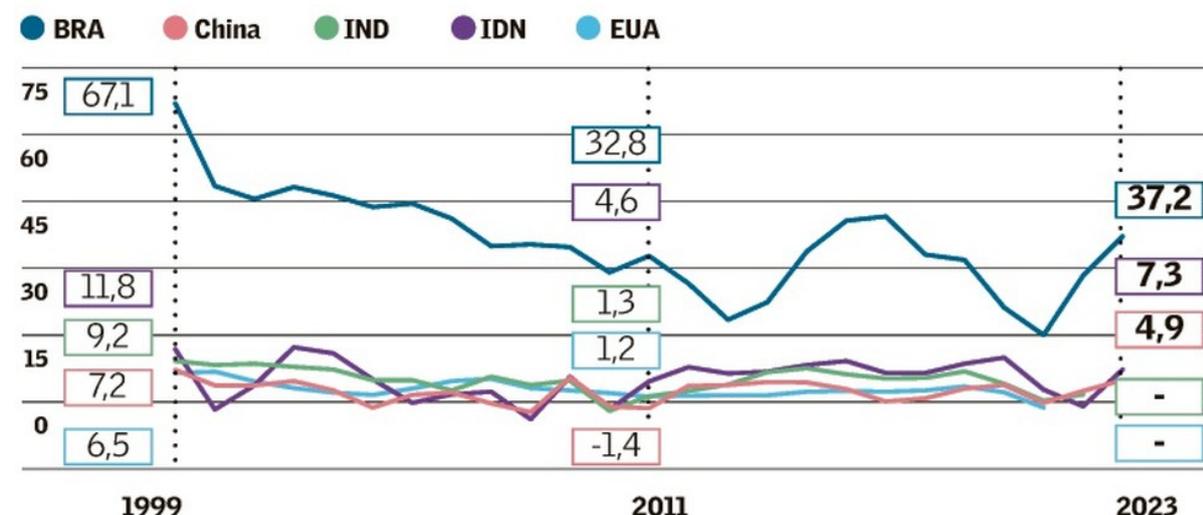
Por Carlos Luque, Simão Silber, Francisco Vidal Luna e Roberto Zagher

Valor, 19/02/2025

O gráfico mostra uma taxa de juros real no Brasil fora das normas de outros países, resultado das decisões do Banco Central (BCB) sobre a taxa Selic e das margens do sistema financeiro, ambas fora do espectro encontrado em outras nações. Essa situação, que perdura há 25 anos, passou a ser considerada normal no nosso país, mas não tem nada de normal.

Juros reais para o setor privado

Taxa de empréstimos (em %)



Fonte: Elaboração dos autores

Em 1999, quando foi introduzida a política monetária com a qual convivemos hoje, o país se encontrava numa situação vulnerável. Crises externas na Ásia, Argentina e Rússia estimularam a saída do capital financeiro em direção aos países avançados. O Brasil tinha reservas baixas. A saída do capital financeiro criou a ameaça de uma crise externa, de uma fuga do real em direção ao dólar e de uma desvalorização grave da taxa de câmbio, o que por sua vez ameaçava os ganhos no combate contra a inflação desde o Plano Real em 1994.

Nas suas memórias, FHC escreve que o Fundo Monetário Internacional (FMI) pressionou por uma dolarização da economia ou pela criação de um “currency board” similar ao da Argentina. Feita poucos meses antes da debacle argentina, a proposta não deixa de ser irônica. O país resistiu e introduziu uma solução

inovadora de política econômica para o curto prazo: o tripé com o qual convivemos ainda hoje. Mas políticas macroeconômicas feitas para enfrentar uma crise transitória passaram a ser permanentes.

As metas de inflação foram inicialmente estabelecidas a níveis de 6-8%, paulatinamente rebaixadas a 4,5%. Os resultados foram excelentes. Os mercados se acalmaram. O Brasil atravessou a crise com poucos sobressaltos e sem danos ao PIB.

Mas o país manteve taxas de juros altas bem além do período de vulnerabilidade macroeconômica e se acostumou a taxas de juros reais elevadas por um período longo. Sem análises técnicas, as metas de inflação se tornaram cada vez mais ambiciosas, agora 3%, o que exige taxas de juros mais altas do que seria o caso com metas mais moderadas. Uma das vantagens de taxas de juros altas é que atrai o capital financeiro externo que financia os déficits em conta corrente, sobrevaloriza o real, o que tem efeitos positivos sobre a inflação e, na década 2010, permitiu a recomposição de reservas no BCB a níveis mais razoáveis. Mas o custo foi considerável.

Com taxas de juros altas, a dívida pública cresce inexoravelmente, a economia real sofre e o desenvolvimento econômico é modesto.

A mídia econômica indica que o aumento da dívida pública se deve ao descontrole do gasto público. Não há dúvida que mais controle do gasto público é desejável. Mas o que se perdeu de vista é que com taxas de juros reais mais altas do que a taxa de crescimento da economia, como tem sido o caso nos últimos 25 anos, a estabilização da relação dívida/PIB exige superávits primários pouco realistas.

O Instituto Fiscal Independente calculou que um superávit primário de 1,5% do PIB estabilizaria relação dívida/PIB, mas nesse cálculo assumiu taxas de juros reais de 4,1%, bem mais baixas do que as vigentes nos últimos anos. Cálculos mais recentes indicam que com um crescimento nominal do PIB de 6%, uma dívida pública de 80% do PIB e uma taxa de juros nominal de 11%, a estabilidade da relação dívida/PIB exige um superávit primário de 3,8%, bem acima do que atingimos nos melhores anos do passado.

Portanto, a relação dívida/PIB vai inevitavelmente continuar aumentando. Quanto maior a dívida pública, maior é o pagamento de juros (6-8% do PIB nos últimos anos), maior é o superávit primário necessário para estabilizar a relação dívida/PIB e menor é a possibilidade de alcançá-lo. O resultado é que mais de 80% da dívida pública de hoje consiste da acumulação de juros enquanto, enquanto só 20% resulta da acumulação de déficit primários. Portanto, atribuir o descontrole da dívida pública ao aumento do gasto público não é algo que os dados justificam.

Uma segunda consequência é o crescimento baixo. Com as taxas de juros vigentes nos últimos 25 anos, o investimento caiu de um terço do PIB a 18%. Com uma relação capital produto de 3, baseada nos dados do IBGE e considerando a depreciação do capital físico, esse nível de investimento condena a economia a um crescimento de apenas 2,0-2,5% anual. Essa taxa de crescimento implica que o país nunca alcançará o nível de renda per capita dos países avançados, já que esses crescem a taxas similares. Uma terceira consequência é que ao adotar durante 25 anos uma política monetária adequada para o curto prazo,

paradoxalmente, aumenta-se a vulnerabilidade da economia à inflação, pois, com investimento baixo, a economia “aquece” a taxas de crescimento baixas.

Tornou-se habitual atribuir a dureza da política monetária brasileira ao desequilíbrio fiscal. Mas é útil lembrar, primeiro, que o Brasil não é o único país no mundo com problemas fiscais e, segundo, que o “problema fiscal” no Brasil, na realidade, é um problema de taxa de juros. A relação dívida pública/PIB é um problema que muitas economias avançadas e emergentes estão tentando resolver sem muito sucesso até agora. No caso do Brasil, a manutenção de taxas de juros reais elevadas agrava o problema fiscal e passa a exigir políticas fiscais desnecessariamente austeras.

A “promessa” dos mercados financeiros é que os juros cairão quando o governo controlar a despesa. Mas não é necessário esperar cortes de despesa num país que desesperadamente necessita gastos em infraestrutura, educação e saúde. O Brasil não está na situação da Argentina. A dívida externa pública é negligenciável. Um dos pontos fortes da gestão da macroeconomia dos últimos anos foi a recomposição das reservas internacionais no BCB nos anos 2010 e a eliminação da dívida pública em moeda estrangeira. Evitamos o “pecado original” de endividar-nos numa moeda que não é a nossa. O Brasil ganhou flexibilidade nessa área.

Também é útil avaliar os riscos associados à dívida pública de maneira abrangente. Recentemente, discutindo os problemas fiscais das economias avançadas com o Parlamento inglês, Olivier Blanchard ressaltou que importante não é o nível da dívida, nem sua redução, mas sua sustentabilidade. No caso do Brasil isso significa que devemos ter um plano de médio a longo prazo para estabilizar a dívida, não que ela deva ser estabilizada no curto prazo.

Blanchard também enfatiza as forças dinâmicas da dívida: a taxa de juros real menos a taxa de crescimento real da economia e o superávit primário. Acrescenta que seria contraproducente reduzir o déficit primário rapidamente. Não somente por causa do custo político, mas também porque uma consolidação fiscal rápida reduz a atividade econômica. É necessário ter um plano para zerar o déficit primário, mas não significa que isso deva ser feito rapidamente ou que o déficit não aumente por um tempo. Finalmente, Blanchard defendeu um aumento das metas de inflação nos países avançados. Uma sugestão que também se aplica ao Brasil.

Carlos Luque é professor da FEA- USP e presidente da Fipe.

Simão Silber é professor da FEA-USP.

Francisco Vidal Luna é professor da FEA aposentado.

Roberto Zagha foi professor-assistente na FEA-USP nos anos 1970 e no Banco Mundial a partir de 1980, onde encerrou a carreira em 2012 como Secretário da Comissão sobre o Crescimento e o Desenvolvimento.