

## CAPÍTULO 18

### A ARMADILHA DA TAXA DE JUROS

Depois do controle da alta inflação em 1994 e da desvalorização cambial de 1999, foi se tornando cada vez mais claro que o grande problema que ainda enfrentava a economia brasileira para alcançar o equilíbrio macroeconômico e, assim, ter condições de retomar o desenvolvimento, eram as altas taxas de juros reais.<sup>1</sup> Estas taxas, que, embora flutuando, permanecem estruturalmente altas desde pelo menos 1987, são incompatíveis não apenas com a retomada do desenvolvimento, mas com o próprio ajuste fiscal. Grandes esforços foram realizados a partir de 1990 para promover o equilíbrio fiscal, mas dado o elevado nível da dívida pública, todas as tentativas de ajuste se revelaram auto-derrotantes (*self-defeating*) em função das taxas de juros elevadas. Alcançam-se superávits primários, acordados com o FMI, que no início de 2003 atingiam cerca de 4% do PIB, mas o país fica longe de alcançar um superávit público, já que os juros pagos correspondem a mais de 8% do PIB. E assim, a dívida pública continua a crescer. Por outro lado, com uma taxa básica de juros real (paga pelo Banco Central na rolagem de sua dívida) girando em torno de 10%, quando em países com igual classificação de risco essa taxa está em torno de 3% a 4%, e nos países desenvolvidos, em torno de 1% a 2%, o desestímulo ao investimento produtivo é enorme, inviabilizando-se a retomada do crescimento.

Por muito tempo se afirmava que “a taxa de juros no Brasil é alta porque o risco-Brasil é alto”. Ora, esta afirmação não faz qualquer sentido. Na medida em que o risco-Brasil é simplesmente uma parte da taxa de juros de longo prazo, equivale a dizer que a taxa de juros é alta no Brasil porque é alta.<sup>2</sup> Além disso, não distingue com clareza a taxa básica de juros, que é a

---

<sup>1</sup> Este capítulo está baseado no trabalho que escrevi com Yoshiaki Nakano, “Uma estratégia de crescimento com estabilidade” (Bresser-Pereira e Nakano, 2002a). A análise da política de taxa de juros aqui contida deve-se principalmente a Nakano, que é hoje provavelmente o mais competente macroeconomista brasileiro.

<sup>2</sup> O risco-Brasil é a diferença entre a taxa de juros média paga em empréstimos internacionais em dólares e a taxa dos títulos do Tesouro americano.

taxa paga pelo Banco Central para rolar sua dívida de curto prazo,<sup>3</sup> da taxa de juros de mercado.

O “risco-Brasil” é uma parte da taxa de juros de mercado do Brasil: é a diferença entre a taxa de juros média paga pelas empresas brasileiras no exterior, nos seus empréstimos em dólar, e a taxa dos títulos do Tesouro dos Estados Unidos. O risco de emprestar ao Brasil, sem dúvida, é levado em consideração pelos financiadores internacionais nessa diferença de taxas, mas a medida, independente da própria taxa de juros que mede esse risco, não é essa diferença, o chamado “risco-Brasil”, mas é uma certa média das “classificações de risco” de países realizadas por agências especializadas como a Moody’s e a Standard and Poor’s.<sup>4</sup> Ora, em um trabalho que Nakano e eu publicamos no início de 2002, deixamos claro que, ao contrário da crença generalizada, que até então prevalecia, não existe correlação entre essa classificação e as taxas básicas de juros adotadas pelos países. A taxa de juros básica brasileira tem sido cerca de três vezes maior do que a taxa de juros básica do mercado. Mostramos também nesse trabalho que essa elevada taxa básica de juros pressionava para cima a taxa de juros de mercado. Neste capítulo, eu faço um resumo do argumento.

Por outro lado, é preciso ter muito clara a distinção entre a taxa básica de juros e a taxa de mercado. A taxa básica de juros é uma taxa essencialmente exógena ao sistema econômico, sendo definida com razoável grau de liberdade pelo Banco Central. Já a taxa de juros de mercado é endógena: resulta da oferta e da procura por empréstimos. A idéia ortodoxa, de que as duas taxas são estritamente correlacionadas devido à arbitragem realizada pelos mercados financeiros, é falsa. A rolagem da dívida pública praticamente não apresenta risco para os emprestadores, os quais, por outro lado, não têm alternativa senão emprestar. Ou melhor, só têm como alternativa entesourar o dinheiro, colocá-lo literalmente no cofre, ou, metaforicamente, debaixo do colchão. Desta forma, o Banco Central tem ampla autonomia para determinar essa taxa. Já a taxa de mercado é naturalmente endógena, mas não reflete apenas a classificação de risco do Brasil: reflete também a alta taxa de juros básica. Avaliam os credores: se os próprios brasileiros estabelecem uma taxa básica de juros tão alta é porque emprestar para o Brasil é muito arriscado...

---

<sup>3</sup> No Brasil chamada de taxa Selic — uma sigla que se transformou em um nome.

<sup>4</sup> As avaliações dessas agências apresentam sérios problemas conceituais, especialmente porque, seguindo a teoria econômica convencional dominante, não dão a devida importância ao déficit em conta corrente e à dívida externa na avaliação do risco: priorizam o déficit público e a dívida pública interna, que são medidas significativas mas menos decisivas.

A taxa de juros é muito elevada no Brasil, menos devido ao problema do risco-Brasil e mais porque, de um lado, perversamente se convencionou no país que manter taxas de juros elevadas é sinal de seriedade em matéria de política econômica, e, de outro lado, porque se pede dela funções múltiplas, que um único instrumento de política econômica não pode alcançar. Se adotarmos como pressuposto que o “risco efetivo de emprestar ao Brasil” é determinado pelas *ratings* ou classificações de risco feitas pelas agências especializadas, o “risco-Brasil” seria uma boa medida desse “risco efetivo-Brasil” se houvesse uma alta correlação entre os *ratings* das agências e as taxas reais básicas de juros. Ora, tal correlação não existe. Países com taxas de risco maiores do que o Brasil têm taxas de juros reais menores. As desproporções são gritantes e têm-se mantido desta forma há mais de dez anos. Conforme o Quadro 26 demonstra, em outubro de 2001 a taxa real de juros básica ou de curto prazo do país, era maior do que a taxa de juros de quatro dos cinco países com pior *rating* do que o Brasil. Em relação à Venezuela, a taxa de juros real brasileira é quase cinco vezes maior, e em relação à Indonésia e à Rússia, mais de duas vezes maior. Com a Turquia é impossível comparar, já que sua taxa de juros é negativa. O Peru, que tem *rating* igual ao Brasil, apresenta taxa de juros real inferior à metade. Apenas a Argentina, já em *default*, tem *rating* pior e taxa de juros maior do que a taxa de juros do Brasil. Portanto, as discrepâncias apontadas não são explicadas pela classificação de risco ou risco efetivo-Brasil, e muito menos pelo fato constantemente alegado de que o Brasil entrou em moratória em 1987, e por isso passou a ser visto como um país muito mais arriscado. A Rússia teve uma moratória muito mais recente, e sua taxa básica de juros é muito menor.

A principal razão da taxa de juros ser tão alta no Brasil está no fato de as autoridades econômicas e, mais amplamente, o sistema financeiro no Brasil lhe atribuírem funções múltiplas. Através dela se busca: (1) reduzir os investimentos e a demanda agregada quando aquecida, de forma a evitar pressão salarial e aceleração da inflação; (2) limitar a desvalorização da taxa de câmbio para evitar a inflação de custos; (3) atrair capital externo para fechar o balanço de pagamentos; (4) induzir investidores internos a comprar títulos para financiar déficit público; (5) reduzir o déficit comercial através do controle da demanda interna.

Dadas essas múltiplas funções, uma ou mais delas estará apontando no sentido de uma alta taxa de juros. Todas elas, afinal, podem ser justificadas pela taxa de inflação, fruto da interdependência das variáveis econômicas, mas o que precisa ficar claro é que cada função pode ser analisada separadamente, e que para cada problema existe um instrumento adequado. A taxa

de juros deve, em princípio, ficar limitada ao controle da demanda agregada e da inflação. Em suas reuniões, o Copom (Conselho de Política Monetária) sempre afirma que a única função da taxa de juros é controlar a meta de inflação. Não há razão para duvidar. Mas é preciso ter claro que o Copom ou o Banco Central não são autoridades imunes às pressões do mercado, que decidem soberanamente em relação ao nível da taxa de juros. Elas respondem também a uma lógica mais ampla da política macroeconômica vigente e às expectativas auto-realizadoras do mercado financeiro.

É evidente que um único instrumento não pode alcançar simultaneamente todos esses objetivos. Além do mais, estes objetivos são contraditórios. A elevação da taxa de juros pode permitir o alcance de um objetivo, mas caminhará na direção oposta aos outros, aprofundando os desequilíbrios macroeconômicos. Por exemplo, quando o Banco Central eleva a taxa de juros para atrair capital externo, pode ajudar a fechar o balanço de pagamentos e controlar a inflação, mas estará, simultaneamente, valorizando a taxa de câmbio, o que levará ao déficit comercial e, num prazo maior, ao desequilíbrio do próprio balanço de pagamentos. Isto poderá causar uma desvalorização mais brusca, gerando impactos inflacionários e crises financeiras. Dada a multiplicidade de objetivos, a taxa real de juros ao longo dos últimos anos tem sido a mais alta do mundo, com episódicas exceções, como agora, com a crise Argentina.

A taxa de juros de curto prazo determinada pelo Banco Central, que, como vimos, está muito acima daquela que o mercado determinaria, dada a classificação de risco do país, tem uma dupla consequência negativa. Por um lado, internamente, implica um custo financeiro imenso para o próprio Estado, que é o grande devedor; além disso, ela determina também, ainda internamente, o custo dos financiamentos realizados pelo bancos.

Verificada a inexistência de correlação entre as taxas básicas de juros e as classificações de risco, poderíamos, porém, supor que o “risco-Brasil” a tivesse. Esse risco é na verdade uma parte da taxa de juros de longo prazo, ou seja, a taxa média de juros paga pelo Brasil em seus financiamentos externos de longo prazo: é a diferença entre essa taxa média nos financiamentos em dólares de longo prazo e a taxa de juros dos títulos do Tesouro americano. Poderíamos, assim, supor que esse risco-Brasil e, portanto, a taxa real média de juros ou taxa de juros de mercado fossem perfeitamente correlacionados com as classificações de risco. Ora, também não é isto o que acontece, conforme podemos ver pelo Quadro 27. Ainda que a falta de correlação entre a taxa média de juros de longo prazo e as classificações de risco seja menor do que a falta de correlação da taxa básica com esses mesmos *ratings*,

continua a existir um substancial desvio. Em outras palavras, os países com classificação de risco igual ou pior do que o Brasil continuam a pagar taxas de juros menores do que a brasileira, variando de 1,26 pontos porcentuais, no caso da Turquia, a 2,90, no do Peru (apenas a Venezuela, neste caso, está em situação pior do que a do Brasil).

Quadro 26  
Taxa real de juros de curto prazo e classificação de risco

País	Risco out. 2001*	Taxa real de juros
Argentina	CCC+	33,47
Indonésia	CCC+	4,39
Turquia	B-	-2,97
Rússia (IPC jul.)	B	4,08
Venezuela	B	2,18
Brasil	BB-	10,95
Peru	BB-	4,10
Colombia	BB	3,28
Índia (IPC ago.)	BB	1,71
México	BB+	0,87
Filipinas	BB+	7,27

Fonte: Para os *ratings*, Standard & Poor's; para a taxa de juros real, *The Economist*.

\* Classificação de Risco Soberano: classificação de risco da dívida externa de longo prazo. Dados referentes a outubro de 2001.

Esse diferencial nas taxas de juros de longo prazo contra o Brasil não tem sido permanente. Os “riscos-país” variam em função da percepção de risco dos credores externos. Essa percepção é determinada pelas classificações de risco e por outras variáveis menos quantificáveis, relacionadas com perda súbita de crédito e crise cambial. Foi, por exemplo, o que aconteceu com o Brasil em suas duas últimas crises de balanço de pagamentos, em 1998 e em 2002. O risco-Brasil aumentou explosivamente, desvinculando-se, então, de forma absoluta das classificações de risco, que passaram a “correr atrás” do mercado. Estas, por sua vez, são definidas em função dos índices de estoque de endividamento externo e público, e dos índices de fluxo (déficit em conta corrente e déficit público). Descontadas essas situações excepcionais, entretanto, a taxa de juros de longo prazo continua descorrelacionada com as classificações de risco. Por quê? A hipótese que Nakano levantou, e que adotamos em nosso texto comum no qual esta seção está baseada, foi a de que a taxa básica de juros definida pelo Banco Central é importante na

determinação do risco-Brasil.<sup>5</sup> A taxa de juros interna contamina a taxa externa. Esta contaminação se estende, a nosso ver, às próprias classificações de risco feitas pelas agências. A razão para esse comportamento perverso da taxa de juros básica é simples. Raciocinam os credores: se o governo brasileiro estabelece uma taxa de juros de curto prazo tão alta, o Brasil deve ser mesmo um país arriscado. E, naturalmente, não têm dúvida de cobrar a conta.

Quadro 27  
Taxa de juros longo prazo e classificação de risco

País	Risco out. 2001*	Taxa juros longo prazo	Vencimento títulos	Spread <i>vs</i> Brasil (mesmo venc.to.)
Indonésia	CCC+	9,50%	2006	-1,40%
Turquia	B-	11,34%	2010	-1,26%
Rússia (IPC jul.)	B	9,80%	2008	-2,20%
Venezuela	B	13,50%	2008	1,50%
Brasil	BB-	10,90%	2006	
		12,00%	2008	
		12,60%	2009	
Peru	BB-	8,00%	2006	-2,90%
Colombia	BB	8,35%	2006	-2,55%
México	BB+	7,50%	2009	-5,10%

Fonte: Para a classificação de risco, Standard & Poor's. Para os títulos: últimos financiamentos registrados na Bloomberg. \* Classificação de Risco Soberano: classificação de risco da dívida externa de longo prazo. Dados referentes a outubro de 2001.

#### UM EQUILÍBRIO ESTÁVEL, OUTRO PERVERSO

Uma política de taxas de juros tão elevadas como a praticada no Brasil nos últimos quinze anos é vista como uma aberração pela teoria econômica. Sem dúvida, a taxa de juros é sempre uma questão controvertida, já que envolve interesses de empresários, trabalhadores e rentistas. Mas, no caso brasileiro, exceto para os rentistas, a taxa de juros praticada pelo Banco Central apenas provoca prejuízos. Os empresários perdem porque são desestimulados a investir, os trabalhadores perdem porque se reduz o nível de emprego; ganham apenas os rentistas, que receberam, de janeiro a setembro de 2001, o

<sup>5</sup> Mais precisamente, a definição da taxa de juros é atribuição do Copom — Comitê de Política Monetária.

equivalente a 12% do PIB na forma de juros. Na verdade, este já se tornou um jogo de soma menor do que zero, em que todos perdem, inclusive os próprios beneficiários dos juros, já que, além do custo em termos fiscais, taxas de juros dessa dimensão representam uma perda de PIB potencial incalculável, que nos permite supor que todos estariam melhor hoje se não houvessem prevalecido taxas de juros tão altas no país nos últimos treze anos.

A taxa de juros real básica (paga pelo Banco Central, no Brasil denominada Selic) depende das condições que levam o financiador a comprar e reter estes títulos e da capacidade de pagamento da dívida pelo governo. Quanto maior for o risco percebido pelo financiador, maior será a taxa de juros, e quanto maior for a capacidade de pagamento do governo, menor será ela.

Do lado do financiador ou investidor financeiro, a taxa real de juros exigida depende do risco, percebido por ele, de não pagamento ou de *default*: quanto maior o risco, maior a taxa de juros exigida pelo financiador. Para a probabilidade de *default* zero, a taxa de juros livre de risco cobrada pelo financiador será igual a taxa do Tesouro americano. Nesse caso, o financiador estima que a probabilidade do governo pagar a sua dívida seja de 100%. À medida que a expectativa de risco aumenta, a taxa de juros demandada pelo financiador aumenta.

Do lado do devedor (o Estado) temos a probabilidade efetiva de *default*, que varia em função do tamanho do déficit público, do superávit primário e do déficit em conta corrente. Se o país já se encontra altamente endividado externa e internamente, como é o caso do Brasil, os credores avaliarão que o risco do país é alto, e exigirão uma taxa de juros alta. Se, além desse alto endividamento, ainda por cima as exportações forem menores que as importações, inclusive de serviços e juros, o país estará se endividando, seu crédito diminuirá, sua taxa de juros tenderá a aumentar ainda mais. Se as receitas do Estado forem menores do que sua despesa corrente inclusive juros, o Estado estará se endividando, seu crédito tenderá a diminuir, e a taxa de juros tenderá a aumentar. Finalmente, se o déficit primário estiver diminuindo, ou seja, se a diferença entre as receitas de impostos e as despesas correntes, excetuados os juros, estiver diminuindo, a capacidade de pagar do Estado estará diminuindo, e a taxa de juros estará aumentando ainda mais. Os credores afirmam que apenas olham para a última medida, mas na verdade olham para as três, e principalmente para a primeira, que dá a capacidade de pagar do país.

Por outro lado, no caso brasileiro, além do aumento da taxa de juros causado pelo contínuo aumento do endividamento do país e do Estado, temos a política monetária do Banco Central a pressionar a taxa de juros de mercado para cima. A taxa básica de juros paga pelo Banco Central do Bra-

sil (que é uma taxa exógena, decidida pelo Banco, ao invés de endógena, como é a taxa de mercado) não é estabelecida em função da incapacidade do Banco Central de se financiar, mas em função da sua política de controlar a taxa de inflação. Ao invés, porém, de fazer variar a taxa de juros real em torno de 3% reais, como fazem os países com classificação de risco igual à brasileira, variam essa taxa em torno de 10%. Ao fazerem isto, além de o Estado incorrer em um enorme custo adicional, as autoridades brasileiras sinalizam aos credores que o risco de emprestar ao Brasil é maior do que supõem as agências classificadoras de risco, e eles, alegremente, cobram taxas de juros de mercado maiores das empresas e do próprio governo brasileiro em seus empréstimos internacionais.

No momento em que a taxa de juros se torna muito alta, o país entra em um equilíbrio perverso. Os credores podem se interessar mais em emprestar, mas, em compensação, percebem que o risco de emprestar aumenta, e podem passar a querer taxas de juros ainda mais altas, ou então, de repente, suspender a rolagem da dívida do país ou do Estado. Foi o que aconteceu com o Brasil em 1988 e em 2002. Dada a existência desse segundo equilíbrio, perverso, decorrente do aumento da taxa de juros aumentar a probabilidade de *default* do devedor quando este já deve muito, os credores podem, de repente, suspender seus empréstimos. Quando um credor toma essa decisão, os outros seguem-no, produzindo-se o conhecido efeito-manada. E o país entra em crise de balanço de pagamentos.

Compreendemos, assim, porque duas economias com fundamentos macroeconômicos semelhantes podem praticar taxas de juros muito diferentes, ou então porque países com *ratings* de crédito semelhantes podem ter patamares diferentes de juros. Os países, como o Brasil, que atribuem à taxa de juros muitos papéis, acabam no ponto de equilíbrio perverso dessa taxa.

Em síntese, o risco-país é muito subjetivo e acaba sendo identificado, na prática, com o diferencial entre a taxa internacional e a taxa interna de juros, ao invés de refletir o efetivo risco-país. Em outras palavras, uma elevação da taxa interna de juros, qualquer que seja sua razão, acabará sendo percebida como um aumento no risco-país e não o contrário. Desta forma, ironicamente, países que praticam taxas de juros baixas acabam sendo percebidos como tendo risco-país baixo, ainda que seus fundamentos sejam piores que de um outro país com taxas de juros elevadas. Este é o caso do Brasil, que acaba sendo percebido como tendo risco-país elevado.

O maior desafio macroeconômico enfrentado hoje pela economia brasileira é inverter a equação macroeconômica apoiada pelo Segundo Consenso de Washington. De uma taxa de juros alta e uma taxa de câmbio baixa,

precisamos passar para uma taxa de juros baixa e uma taxa de câmbio alta ou relativamente desvalorizada. Deveríamos ter uma taxa de câmbio em torno de R\$ 3,20 por dólar e reduzir a taxa de juros de uma média de 11% reais, correspondente a um equilíbrio perverso, para 3% a 4% — ou seja, para a taxa real básica compatível com as classificações de risco do Brasil. Esta transição, envolvendo um novo regime de política econômica, é possível. O processo se inicia através da iniciativa do Banco Central de fazer um duplo anúncio: o de sua decisão de alcançar gradualmente o novo nível de taxa de juros, argumentando por que pode alcançar esse objetivo sem elevar a taxa de inflação, e de usar os mecanismos de controle de entrada de capitais para manter a taxa de câmbio compatível com os superávits comerciais elevados de que o país necessita para reduzir sua fragilidade externa. Ao mesmo tempo, o governo complementa essa nova política monetária e cambial com medidas adicionais no plano fiscal, aprofundando o ajuste fiscal no lado da despesa corrente, e, no da política de desenvolvimento econômico, sinalizando maiores investimentos e uma política comercial e industrial voltados para o aumento da capacidade de exportar.

#### A ARMADILHA

A argumentação resumida na seção anterior, tornada pública no início de 2002, teve grande repercussão, geralmente muito favorável. Havia ali idéias novas, que em seguida seriam objeto de diversos *papers* acadêmicos.<sup>6</sup> Provocou, entretanto, a reação de alguns economistas mais ligados à equipe econômica, principalmente de dois dos mais distinguidos economistas brasileiros, Edmar Bacha e Francisco Lopes.<sup>7</sup> Esses economistas centraram seu desacordo em um ponto: não seria verdade que as autoridades monetárias atribuem à taxa de juros múltiplas funções. Segundo eles, com a política de meta de inflação, o Banco Central só tem um objetivo: manter a taxa de inflação sob controle. Nenhum deles preocupou-se em defender o saber convencional (e absolutamente dominante até então) segundo o qual as taxas de juros no Brasil seriam altas porque é alto o risco-Brasil. Portanto deste “saber” estávamos afinal livres.

---

<sup>6</sup> Esses *papers* foram publicados na *Revista de Economia Política* de julho de 2002.

<sup>7</sup> As críticas de Edmar Bacha foram expressas em um e-mail dirigido pessoalmente a mim, e as de Francisco Lopes apareceram no seu Boletim de Conjuntura Macrométrica, de janeiro de 2002.

Mas resta o problema da inflação. Para efeito de argumentação, vamos aceitar que seja verdade que o Banco Central use a taxa de juros apenas para mantê-la sob controle. Surge, então, uma pergunta: por que precisa o Banco Central de 11% reais para controlar a inflação quando outros países conseguem o mesmo resultado com taxas muito mais baixas? Não é verdade que o que interessa no controle da demanda é a variação da taxa de juros, e não seu nível? Como, então, explicar que o patamar de taxa de juros em que esse controle ocorre no Brasil é completamente diferente dos demais países? Um país não endividado faz sua taxa de juros flutuar entre, digamos, 1% e 4% reais, enquanto que um país com classificação de risco relativamente elevada deixaria essa taxa flutuar entre 3% e 6% reais. Já no Brasil a taxa de juros real flutua entre 9% e 12% reais.

Como pode ser isto? Só a existência de um duplo equilíbrio, como aquele que mostramos existir no caso brasileiro, e o fato de que existem equilíbrios benignos e perversos, explica tal situação. Fica claro, portanto, que estamos em uma armadilha, em um equilíbrio perverso, e que o objetivo fundamental da política econômica deve ser transitar para um equilíbrio benigno, compatível com o desenvolvimento do país. Foi este ponto, aliás, que deixou excelentes economistas como Edmar Bacha e Chico Lopes curiosos e interessados.

Como mudar de patamar e sair da armadilha? Nossos críticos declaram-se vencidos. Argumentam com o modelo de inflação usado pelo Banco Central, que indica aumento da inflação caso se queira transitar para um patamar benigno de taxa de juros. O problema não estaria principalmente nos efeitos inflacionários do aumento de demanda, mas na taxa de câmbio. A baixa da taxa de juros elevaria o câmbio, desvalorizando-o, e esse fato teria efeitos inflacionários inaceitáveis. A função principal da taxa de juros alta no Brasil, portanto, é manter artificialmente sobrevalorizado o câmbio flutuante. Para quê? “Para que se possa seguir o modelo econômico do Banco Central e cumprir a meta de inflação!”, dizem-nos. Podemos ver outras razões para se manter os juros elevados, e outras razões ainda para manter o câmbio baixo, mas fiquemos com o argumento da inflação, que no caso do Banco Central é o essencial.

Um país pode seguir à risca um modelo de meta de inflação como o usado pelo Banco Central quando vive tempos normais, quando não está em uma armadilha de juros altos da qual precisa necessariamente escapar. Para sair de um equilíbrio perverso, modelos assim podem ser contraproducentes. Imagine-se que o presidente Fernando Henrique Cardoso houvesse usado um modelo desse tipo em janeiro de 1999, quando decidiu, com coragem, desvalorizar o câmbio. Graças a isto, o Brasil, que sofrera enormes prejuízos entre

1995 e 1998 com o câmbio sobrevalorizado e caminhava para o desastre, escapou da crise, começou a equilibrar suas contas externas. E o custo em termos de inflação foi infinitamente menor do que os modelos econômicos previam. Não havia então uma política de meta de inflação, mas o argumento que usava o Banco Central para se opor à desvalorização necessária era exatamente o mesmo que usa hoje.

Diante do aquecimento da economia ocorrido no início de 2001, o governo reagiu subindo os juros que já estavam muito altos. A partir da crise de energia, porém, o desaquecimento foi rapidíssimo, de forma que, afinal, o ano foi de recessão, não de expansão. O PIB pouco cresceu, a renda na indústria em São Paulo caiu 10,2%, e a remuneração dos trabalhadores caiu 9,3% no mesmo período, segundo dados do Seade-Dieese. Diante do desaquecimento, não poderíamos — se estivesse claro então para nós o equilíbrio perverso em que nos encontramos — ter voltado para o nível anterior da taxa nominal de juros? Se temíamos a inflação, não teria bastado a venda de dólares ou de títulos cambiais?

Fique claro, porém, que não estamos sugerindo o abandono da política de meta de inflação. Pelo contrário, queremos fortalecê-la. Mas fortalecê-la tornando-a mais pragmática e flexível. Nosso problema fundamental no momento é escapar da armadilha da taxa de juros, e para isto esta flexibilidade é essencial. A política de metas de inflação surgiu no mundo desenvolvido para substituir a ortodoxia monetarista, que falhara. Usando uma função de reação baseada em um modelo rígido, voltamos à velha ortodoxia, e desconsideramos o problema do emprego ou do hiato de produto, que nenhum banco central de fato desconsidera.

Por que estamos presos nessa armadilha? Por dois motivos. Primeiro, porque a política de taxas de juros elevadas instalou-se no Brasil na segunda metade dos anos 1980, como uma reação ao populismo econômico, que praticava taxas de juros negativas. Uma reação que ainda continua a prevalecer em muitos meios, e se tornou tão irracional como era, e ainda é, irracional o populismo. Segundo, porque foram atribuídas funções múltiplas à taxa de juros, de forma que se não fosse por esse motivo, seria por outro que os juros deveriam ser altos. Depois da persistente manutenção da taxa de juros em nível muito elevado, é natural que surja o medo de redução, e que esse nível se torne uma convenção, no sentido keynesiano do termo, e também uma armadilha. Não será, portanto, fácil escaparmos do equilíbrio perverso de taxa de juros em que nos metemos há muitos anos.

Para sair dessa armadilha poderíamos pensar em aperfeiçoar a política de meta de inflação. Primeiro, utilizando-se a *core inflation*, isto é, eliminan-

do-se os componentes transitórios da inflação. Segundo, conforme sugeriu John B. Taylor, um dos formuladores da política de metas de inflação, reduzindo ou eliminando a taxa de câmbio do modelo, pois, conforme ele argumentou, se a taxa de juros reage ao hiato do produto e à meta de inflação (e não apenas à última), já há uma importante reação indireta à taxa de câmbio.<sup>8</sup>

Os aperfeiçoamentos do modelo referidos facilitarão a transição do equilíbrio perverso em que nos encontramos para um nível compatível com as classificações de risco do país, mas é preciso ficar claro que se não reconhecermos que vivemos ainda uma situação anormal e se o modelo aperfeiçoado não for usado de forma pragmática e corajosa, continuará impossível fazer a mudança de regime de política econômica.

Em compensação, essa mudança não tem como condição que se completem todas as reformas estruturais. E, certamente, não é necessário esperar até que a nossa situação de endividamento externo melhore substancialmente, a ponto de o risco-Brasil baixar. Será, porém, essencial continuar a aprofundar o ajuste fiscal que vem com sucesso sendo empreendido nos últimos três anos.

Um crítico que preferimos não citar sugeriu que o país já está habituado a taxas de juros como as atuais, que seriam compatíveis com o desenvolvimento do país. Esta é uma opinião irresponsável, que ignora os efeitos explosivos dos juros persistentemente elevados sobre o déficit e dívida (a “aritmética monetarista desagradável” de Sargent e Wallace). Tal situação só seria viável se os salários fossem rebaixados por decreto, como se pretendeu fazer na Argentina, de forma que os lucros esperados dos novos investimentos se tornassem tão altos a ponto de suportar o custo do capital. Podemos assegurar a esse crítico que não apenas os trabalhadores, mas também os empresários brasileiros repudiariam tal impossível loucura. É certo que o binômio “redução da taxa de juros - depreciação do câmbio” reduz também os salários, mas de forma provisória, porque logo a economia retoma: quem é atingido definitivamente são apenas os rentistas. Outro crítico tomou a paridade média de 1947 a 2001, para “constatar” que o real está depreciado hoje em 32%. Ora, dado o alto nível de endividamento externo existente hoje no Brasil, a taxa de equilíbrio não tem nada a ver com aquela paridade. Poder-se-ia tomar a taxa média de câmbio real de 1984-1993, quando o país realizou grandes superávits comerciais e equilibrou sua conta corrente, mas mesmo esse período não é seguro, porque nosso endividamento externo em relação às exportações e ao PIB era, então, substancialmente menor do que o atual.

---

<sup>8</sup> Taylor, 2001.

Como Nação não temos alternativa senão escapar da armadilha de juros em que nos metemos. Para isto, não há caminhos claros e seguros. Modelos rígidos são inúteis. É preciso prudência combinada com determinação. Isto não nos faltou, em alguns momentos, no passado. Da mesma maneira que o governo, em uma primeira etapa, escapou da armadilha da inércia inflacionária e estabilizou os preços, e, em uma segunda, teve a coragem de fazer flutuar o câmbio, estamos seguros de que, a partir deste debate, seremos capazes de reduzir a taxa de juros do Banco Central para níveis compatíveis com o risco-Brasil — o que facilitará enormemente a próxima etapa: reduzir esse risco. Não há razão alguma para nos conformarmos com uma estabilidade macroeconômica pela metade e com a semi-estagnação em que nos encontramos há vinte anos.