

Por que a taxa de juros é tão alta?

José Luis Oreiro
Valor, 05.10.2010

Somos o único lugar do mundo onde o mercado monetário e o de dívida pública estão conectados pelas LFTs

Terminado o último ciclo de elevação da taxa básica de juros iniciado no primeiro semestre de 2010, a Selic se estabilizou em 10,75% ao ano, o que representa uma elevação de 300 pontos base com respeito ao patamar observado no segundo semestre de 2009, quando a economia brasileira ainda sentia os efeitos da crise econômica mundial.

Supondo uma inflação acumulada para os próximos 12 meses em torno de 4,5% ao ano, a taxa real de juros de curto prazo será de 5,98% ao ano, um patamar ainda muito elevado na comparação internacional, mas significativamente mais baixo do que o patamar prevalecente durante o regime de câmbio semifixo (e sobrevalorizado) do primeiro mandato de FHC (juro real em torno de 22% ao ano) e durante os primeiros anos do regime de metas inflacionárias (em torno de 10% ao ano).

Esses fatos nos impõem o seguinte questionamento: qual a razão pela qual a taxa real de juros de curto prazo é tão elevada no Brasil, quando se verifica que, na maioria dos países do mundo, em condições normais de temperatura e pressão, a mesma se situa abaixo de 2% ao ano?

A grande maioria dos críticos do atual modelo macroeconômico brasileiro atribui a persistência dos juros elevados no Brasil a uma política monetária excessivamente conservadora, a qual, em nome da defesa da estabilidade de preços, mantém a taxa de juros num patamar mais elevado do que o requerido, não só para manter a inflação dentro das metas definidas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), como também para permitir um crescimento mais forte da economia brasileira. Segundo essa visão, a persistência da inflação, mesmo num cenário de juros elevados, é a evidência clara de que a inflação brasileira não é causada por fatores de demanda, mas pelas condições de oferta, particularmente pela ocorrência de choques adversos sobre a produção agrícola, ou ainda um choque causado por uma desvalorização excessiva do câmbio, num contexto no qual ainda subsiste uma

elevada inércia inflacionária devido à desindexação parcial da economia feita após o Plano Real.

Não há dúvida de que existem "sementes de verdade" nessa explicação, mas acreditamos que o problema dos juros no Brasil não se deve apenas à teimosia da autoridade monetária em reduzir os mesmos para obter ganhos de credibilidade. Uma razão fundamental para a persistência de um juro real de curto prazo tão elevado deve-se ao fato de que nosso país é, provavelmente, o único lugar do mundo onde o mercado monetário e o mercado de dívida pública estão umbilicalmente conectados por intermédio de um título conhecido como Letras Financeiras do Tesouro, a "jabuticaba" brasileira, as quais respondem por aproximadamente 40% da dívida mobiliária federal.

A existência desses títulos fazem com que a mesma taxa de juros que a autoridade monetária utiliza para colocar a inflação dentro da meta definida pelo CMN seja a mesma taxa de juros que o Tesouro Nacional paga por uma fração considerável da dívida pública. Dessa forma, a taxa Selic é obrigada a cumprir duas funções dentro do sistema financeiro brasileiro: ela é a taxa de juros que regula os empréstimos no mercado interbancário, ao mesmo tempo que ela é a taxa pela qual o Tesouro Nacional consegue rolar uma parte significativa da dívida pública. Como a mesma taxa de juros precisa desempenhar duas funções, segue-se que a função de instrumento de política monetária acaba sendo contaminada pela função de rolagem da dívida pública federal, uma vez que o Banco Central não tem como fixar um valor da Selic para as operações no mercado interbancário e outro valor da Selic para as operações de rolagem da dívida pública.

Nesse contexto, a fragilidade das contas públicas brasileiras acaba por fazer com que a taxa de juros requerida pelo mercado para a rolagem da dívida pública seja "excessivamente alta", o que acaba se transmitindo, por arbitragem, para as operações normais de política monetária. Deve-se ressaltar que a tão propalada melhoria da situação fiscal do estado brasileiro, após a adoção de expressivos superávits primários, é mais mito que fato.

Com efeito, não só o setor público consolidado continua gerando expressivos déficits nominais (na casa de 3% ao ano em 2008 e 2009), como ainda os encargos financeiros da dívida pública (juros e amortizações) superam em cerca de 5 vezes o montante de superávit primário gerado a cada ano. Dessa forma, o estado brasileiro ainda possui uma postura financeira Ponzi, o que eleva o risco de financiamento do Tesouro, aumentando enormemente o poder de mercado dos compradores de títulos, os quais podem exigir taxas de juros mais altas para a colocação dos papéis do governo.

Conclui-se, assim, que a redução da taxa real de juros de curto-prazo no Brasil passa, portanto, pela extinção das LFTs e pela realização de um ajuste fiscal que viabilize a zeragem do déficit nominal do setor público, combinados com uma melhor gestão na política monetária pelo BC.

José Luis Oreiro é professor do departamento de Economia da UnB e diretor da AKB.
joreiro@unb.br.

Luiz Fernando de Paula é professor da Faculdade de Ciências Econômicas da UERJ e presidente da AKB. luizfpaula@terra.com.br