

Para reduzir juro, Selic precisa acabar

Por Yoshiaki Nakano

Valor Económico, 13.3.2012

Resistências são menores, pois os agentes já buscam ativos financeiros alternativos à Selic.

A mudança na condução da política monetária que o Banco Central (BC) vem promovendo está criando as condições para reduzir a taxa de juros no Brasil, equalizando-a ao nível internacional. Se isto acontecer, sairemos de uma armadilha que trava o crescimento acelerado da economia brasileira há quase duas décadas.

A mudança promovida pelo Banco Central, particularmente com a histórica decisão de agosto do ano passado, já está formando a expectativa de redução na taxa Selic de forma que os agentes do mercado financeiro começam a considerar alternativas de investimento financeiro. Entretanto, a utilização pelo Banco Central como juro básico na condução da política monetária, a taxa Selic, a mesma taxa de juros que o Tesouro Nacional oferece para vender seus títulos, impedirá o surgimento destas alternativas de investimento. E, com isso, a taxa de juros não convergirá para o nível internacional. Há problemas conceituais que precisam ser corrigidos para que a taxa básica da economia brasileira seja reduzida. Para promover uma verdadeira revolução na economia brasileira basta mudar algumas regras operacionais do Banco Central e do Tesouro Nacional.

A taxa Selic é a taxa de juros que o Tesouro Nacional paga por seus títulos de dívida pública. Estes títulos devem remunerar um investimento financeiro de longo prazo e embutem algum risco e prêmio de liquidez. O Banco Central ao utilizar a taxa Selic para fazer política monetária, operações de mercado aberto ("overnight" e compromissadas), está pagando indevidamente este prêmio de risco e de liquidez que o Tesouro paga por seus títulos de longo prazo. O Banco Central, por ser emissor de moeda, não tem risco e também garante liquidez.

É loucura pagar taxa Selic de título de longo prazo no "overnight". Mais importante, em todo o mundo os bancos centrais operam no mercado de moeda (reservas bancárias), onde se transacionam as sobras de caixa. Sobras de caixa não são investimentos e a taxa de juros deve ser muito baixa. Hoje 1% ou menos nos países desenvolvidos e a política monetária depende muito mais da variação da taxa do que do nível em si.

Além disso, em regra, o Banco Central não deve operar no mercado de poupança, ou seja, de títulos de longo prazo, nem impor compulsórios elevados, pois não é banco de investimento nem deve financiar o Tesouro Nacional. No Brasil, o Banco Central, ao utilizar a taxa Selic, não permite que o mercado de títulos de longo prazo se desenvolva, pois captura a poupança nacional no "overnight" e funde os dois mercados onde opera, desloca a curva de juros para cima indevidamente, fazendo com que o nível da estrutura de taxa seja absurdamente elevada.

Os bancos para poderem operar têm que captar depósitos atrelados ao DI (igual à Selic) e pagar uma margem significativa. O mesmo com o mercado de capitais. Como poucos investimentos produtivos têm taxa de retorno maior do que estas taxas de juros, poucos no setor privado estão dispostos a emitir ativos financeiros e enfrentar um competidor como o BC.

Por que então o Banco Central do Brasil é o único no mundo que paga indevidamente estes prêmios e opera como monopsonista no mercado aberto, capturando a poupança nacional? As razões são históricas e herdadas do período de alta inflação.

No regime militar um Ato Institucional removia o limite de endividamento do governo e delegava a gestão da dívida pública para o Banco Central, o que era funcional para a execução do orçamento monetário. Assim, o Sistema Eletrônico de Liquidação e Custódia (Selic) ficava e fica ainda no Banco Central, mesmo depois da gestão da dívida pública voltar para o Tesouro Nacional em 1987. Quando a inflação disparou e toda a dívida pública era refinanciada diariamente no "overnight", a taxa do "overnight" era também a taxa de juros do título público. E nestas circunstâncias era funcional e reduzia o risco para os investidores e o custo da financiamento da dívida pública.

O problema é que o Plano Real interrompeu a inflação, utilizando da âncora cambial, mas manteve intacto todo o regime monetário do período de hiperinflação até hoje. E aquilo que era funcional no período de hiperinflação tornou-se extremamente danosa para a economia brasileira. Aquilo que reduzia o risco e o custo utilizando a taxa de juros do "overnight" para refinar a dívida pública se inverteu e a taxa de juros de longo prazo do título público que deve ser mais elevado passou a ser a taxa de juros do "overnight", contaminando todo o sistema bancário e mercado de capitais, tornando-se uma alavanca e elevando a estrutura de taxas de juros da economia brasileira.

A taxa Selic é taxa diária de juros de títulos que pagam esta taxa (Letras do Tesouro Nacional ou Letras do BC). Seus preços correspondem à capitalização desta taxa diária. Assim sendo, a variação da taxa não afeta seus preços. Isto tem duas consequências. Primeiro, o Banco Central opera com títulos que não têm risco de taxa de juros, contaminando todo o sistema financeiro. Segundo, a variação da taxa de juros neste caso perde a sua eficácia enquanto instrumento de política monetária, pois não afeta o preço dos ativos financeiros. Enquanto nos demais países os bancos e o sistema financeiro operam basicamente com taxas prefixadas, e qualquer elevação da taxa de juros impõe perdas aos detentores de ativos financeiros afetando o comportamento da oferta e demanda de crédito e da economia. No Brasil, precisamos de nível extremamente elevado para que o risco de crédito se torne muito elevado e os bancos racionem a oferta de crédito e daí ter efeitos sobre o comportamento da economia. Daí os juros estratosféricos.

Com a mudança no comportamento do Banco Central, tornando-se mais independente do setor financeiro, o firme comprometimento do governo Dilma em reduzir a taxa de juros, num quadro em que a produção industrial e a taxa de

inflação está em queda, tornou-se crível. É o momento de iniciar a remoção destes entulhos do período de hiperinflação que tem condenado a economia brasileira a um crescimento medíocre. É preciso coragem e decisão, mas as resistências são muito menores pois os agentes do mercado financeiro já buscam ativos financeiros alternativos a Selic.