

## Selic e TJLP: os impulsos se anulam?

Jornal Valor Econômico – 18/02/2005

Colunista Claudia Safatle



CLÁUDIA  
SAFATLE

Para o governo, a inflação é o risco remanescente da política econômica. A batalha não está ganha e inúmeros segmentos que compõem o IPCA ainda continuam com uma dinâmica de preços acima de 8% ao ano (serviços de saúde, alimentação, combustíveis, calçados, educação, transportes, comunicação), para uma meta central de 5,1% e margem de tolerância de 2,5 pontos percentuais. Dito isto, fica uma pergunta inquietante: de que oxigênio o IPCA está se alimentando, se os juros básicos já estão em 18,75% ao ano, a taxa real é de 12,35% (considerando IPCA para os próximos doze meses e "swap" de 360 dias) e o real se valoriza?

Nas investigações da área econômica do governo, chega-se a várias possibilidades de respostas, mas, a cada vez que um funcionário levanta uma hipótese, o mundo desaba sobre ele.

É certo que o tema "juros" desperta polêmica desde o Código de Hamurabi, do século 18 antes de Cristo. O imperador da Babilônia que deu origem ao código colocou, em um dos seus 282 artigos, a permissão para que seus cidadãos pudessem fazer empréstimos cobrando juros, mas tabelados. De lá para cá, o debate tem sido intenso e figadal. Judeus foram condenados pela prática da usura ao longo dos séculos, o Islã proíbe a cobrança de juros, e aqui o Copom é visto como o eixo do mal.

Em entrevista recente o secretário do Tesouro Nacional, Joaquim Levy, acenou com a hipótese da TJLP, hoje em 9,75%, ser uma das causas pelas quais a Selic não está, de fato, esfriando a demanda agregada da economia. Seu ponto de vista não é descabido. Disse que a TJLP é taxa flutuante e flutuações de curto prazo não influenciariam o investimento, pois o empresário que bate à porta do BNDES para tomar empréstimo de longo prazo em TJLP não estaria preocupado com uma variação dessa taxa de 0,5 ponto percentual nos próximos dois meses, mas com o comportamento da TJLP na média, no prazo do financiamento. Ou seja, a TJLP impacta o custo do capital de giro e não a decisão de investimento de longo prazo e, portanto, estaria trabalhando em direção inversa à Selic.

A proposta do secretário do Tesouro Nacional seria, portanto, obedecer os critérios estabelecidos na lei nº 10.183, que define como parâmetro de cálculo da taxa a meta de inflação "pro rata" para os doze meses seguintes mais o prêmio de risco. Pelo texto da lei, que se refere à meta de inflação definida pelo Conselho Monetário, o legislador tinha clara intenção de que essa taxa variasse conforme o resto da política monetária. Se a meta de IPCA aumentou, a TJLP também deveria aumentar, como se apreende da leitura da lei. E, segundo avaliação dos economistas do governo, a variação poderia ser, por exemplo, de 0,25 de TJLP para cada 1 ponto percentual a mais na Selic. Para que essas variações não afetassem o custo médio do empréstimo do BNDES, estaria escrito no contrato que o governo se comprometeria em manter a taxa média praticamente inalterada.

Com isso, o subsídio embutido nos empréstimos do BNDES não se reduziriam, embora a discussão desses subsídios também seja legítima.

Por trás desse debate, abortado para não fazer marola nem ferir interesses de setores específicos, está a questão do crédito direcionado com juros subsidiados. A rigor, o crédito total representa pouco mais de 26% do PIB. Desses, 37% têm juros subsidiados para habitação, agricultura e financiamentos do BNDES às empresas.

O que os economistas do governo estão tentando chamar a atenção é para o fato de que a Selic, hoje, afeta pouco o custo do crédito no país, porque tem uma boa fatia da economia onde ela não produz efeitos. Se o aumento dos juros básicos está impondo custos pesados aos devedores e quem mais deve no país é o governo (ou seja, os contribuintes), Levy, como guardião do Tesouro Nacional, tem toda a razão para estar preocupado. Mais: se a Selic trabalha sozinha, então seria evidente chegar à conclusão de que ela precisa trabalhar dobrado para buscar o mesmo objetivo: derrubar a inflação.

## **Tema "juros" é polêmico desde o século 18 a.C.**

Ele levantou um aspecto do problema, hoje, que é o de descobrir se a política de juros está sendo eficiente ou não para levar a inflação para dentro da meta.

Talvez nem seja o descompasso entre a Selic e a TJLP a principal explicação para a eventual perda de eficiência dos juros, dado que o crédito como um todo no país ainda é baixo como proporção do PIB, apesar da robusta expansão em 2004.

Há outras especulações na busca de explicações. Os preços administrados são indexados ao IGP-DI, produzem uma forte inércia, e a regulação é fraca; o aumento do emprego e da renda alimenta o consumo; há o efeito riqueza da taxa de juros, pois as aplicações em títulos públicos são majoritariamente em papéis pós-fixados e, portanto, os investidores não empobrecem quando os juros aumentam, ao contrário.

Sem falar na política fiscal, que é outro aspecto dessa discussão. Ela não foi expansionista em 2004, como mostrou Levy com base no modelo do "multiplicador (do orçamento equilibrado) keynesiano de Haavelmo, em entrevista ao Valor. Ele não "pecou" praticando uma política de gasto expansionista da demanda, como disse, mas o governo também não foi dos mais virtuosos.

Provavelmente não haverá uma única razão para explicar a eventual obstrução nos "canais de transmissão" dos juros. É por esses "canais" que a subida da Selic freia o aumento de preços nas gôndolas dos supermercados. É possível que seja uma combinação das várias possibilidades.

Talvez se chegue à conclusão de que taxa de juros não deve ser usada de forma discriminatória. Como instrumento mestre da política de metas para a inflação, talvez não seja razoável os juros básicos irem numa direção e todos os demais instrumentos coadjuvantes irem em direção contrária. Ondas que vão em direção contrária e em fases diferentes se anulam. Pode-se pensar se a trajetória de queda da inflação, preconizada no regime de metas, está ou não está ambiciosa demais.

O campo é vasto, o debate é importante, de fundo, exige estudos e desdobramentos. Coibir a discussão ou atrasar soluções por serem de indigesto paladar político será uma péssima opção.



Claudia Safatle é diretora-adjunta de redação e escreve às sextas-feiras.

E-mail [claudia.safatle@valor.com.br](mailto:claudia.safatle@valor.com.br)