

# O intransigente BC e seus juros escorchantes

*Surpreendente não é o juro alto, mas o fato de que, apesar disso, a economia cresça e a inflação não despenque.*

Márcio G. P. Garcia<sup>1</sup>  
08 de julho de 2004

É comum a existência de opiniões médicas distintas sobre o tratamento a ser seguido. Pedir uma segunda opinião é prática comum. Casos de doenças graves por vezes requerem junta médica. Para chegar a bom termo, a junta deve, antes de tentar prescrever o tratamento, colocar-se de acordo quanto ao diagnóstico. Mesmo concordando quanto ao diagnóstico, médicos podem optar por tratamentos distintos. Mas, se a partir das informações sobre o paciente não for possível chegar-se a um consenso sobre qual é a doença, há escassa esperança que a junta venha a se botar de acordo quanto ao tratamento.

Na economia ocorrem situações semelhantes. Economistas têm recomendado “tratamentos” conflitantes. Para tentar entender o processo decisório dessa “junta econômica”, é bom verificar se há, pelo menos, concordância quanto ao diagnóstico da “doença” que mantém os juros tão altos na economia brasileira.

Comparações internacionais mostram que as taxas reais de juros para o pequeno volume de empréstimos internos concedidos ao setor privado brasileiro estão de fato entre as mais altas do mundo. Grande parte do diferencial entre taxas de juros advém do *spread* bancário, ocasionado pela elevada inadimplência, pelos altos tributos e pela parca competição no setor bancário brasileiro. O *spread* pouco tem a ver diretamente com a atuação do BC no controle da taxa básica de juros, a taxa Selic. Mas, mesmo após a retirada do *spread*, permanece uma taxa real de juros básica muito elevada.

A identificação do “sintoma” juros altos é fácil, e todos concordam que para que retorne o crescimento sustentado os juros devem baixar. É como um paciente que tem vivido há anos com 40 graus Celsius de temperatura corporal. Claramente é incompatível com a boa saúde. No entanto, simplesmente reconhecer que há febre não completa o diagnóstico, muito menos habilita o médico a prescrever somente banhos tépidos e antitérmicos. Ou seja, é preciso ir além e aprofundar o diagnóstico para poder de fato curar a doença.

Um importante “sintoma”, fundamental para o diagnóstico da causa dos juros altos, mas que não tem sido devidamente enfatizado no debate sobre política monetária no Brasil, é que sem os juros anormalmente elevados, mesmo em situações favoráveis quanto aos fluxos de financiamento externo, não teria sido possível manter a inflação baixa.

---

<sup>1</sup> Professor do Departamento de Economia da PUC-Rio e pesquisador do CNPq escreve mensalmente neste espaço às sextas-feiras (<http://www.econ.puc-rio.br/mgarcia>).

Esta incompreensão vem já do período anterior à flutuação cambial. A maioria das interpretações daquele período atribui a política de juros elevados à necessidade de se manter o câmbio controlado. Na realidade, exceto nos períodos de crise cambial, os juros foram elevados além do que era necessário para manter o câmbio controlado. Prova disto foi a existência de controles de entrada de capitais. Ou seja, com o juro praticado pelo BC para manter a inflação cadente, a taxa de câmbio seria ainda mais apreciada do que de fato foi não fossem as intervenções do BC comprando reservas e os controles de entrada de capitais. Os períodos de crise cambial, que exigiram diversas “dobradas” dos juros, tenderam a chamar mais atenção. Talvez por isso a lógica determinante dos juros durante as crises agudas (elevar o juro para o patamar necessário para evitar a desvalorização) seja comum e erradamente estendida para todo o período.

Ou seja, a regra de fixação dos juros durante o período de câmbio controlado (1995-98) foi dual. Nos períodos de crise de financiamento externo, o juro era colocado no nível necessário para evitar fugas maciças de capitais. Quando a crise passava e o financiamento externo deixava de representar uma restrição, o juro era baixado até o nível necessário para manter a inflação cadente. Como essa taxa era maior do que a necessária para atrair capitais externos de curto prazo, havia um excesso de entrada de capital que pressionava o câmbio para baixo (apreciação). Para evitar a apreciação cambial, o BC intervinha comprando reservas cambiais ao mesmo tempo em que tentava dificultar a entrada dos capitais de curto prazo através de controles de entrada de capital.

O período de câmbio flutuante foi também marcado por múltiplas crises. Não obstante, no interregno de calmaria em 2000, tampouco foi possível baixar significativamente os juros sem pôr em risco a meta de inflação de 2001. Problema similar ocorre agora. O BC foi muito criticado desde o início de 2004 por manter taxas de juros escorchantes quando reinava um estado de liquidez abundante nos mercados financeiros internacionais. Com o benefício de ter observado os dados do primeiro semestre, sabemos hoje que vários choques negativos elevaram as expectativas de inflação de 2004 para um patamar superior a 7% frente ao centro da meta de 5,5%. Ou seja, não há como contestar que uma redução mais ativa dos juros desde janeiro teria posto em risco até mesmo a manutenção da inflação abaixo do limite superior da banda (8%), com os custos de perda de credibilidade que mais essa violação traria ao nosso regime de metas de inflação.

Choques negativos externos, como aumento do preço do petróleo, e internos, como os oriundos das regras de indexação de diversos serviços de utilidade pública, certamente contribuíram para a alta de inflação em 2004. Entretanto, a análise contida no último *Relatório de Inflação* do BC mostra que a inflação projetada para 12 meses à frente, que não deve incluir os efeitos diretos desse choques inflacionários, não mostra sinal de se situar abaixo da meta. Ou seja, as melhores previsões disponíveis não antevêm uma queda grande da inflação se mantida a política atual de juros elevados seguida pelo BC mesmo sem maiores problemas de financiamento externo.

A conclusão é que, mesmo em tempos de bonança quanto aos fluxos de financiamento externo, a economia brasileira enfrenta escolha (*trade-off*) desfavorável entre juros e inflação. Se praticarmos os juros reais de outras economias emergentes, mesmo sem problemas de financiamento externo, obteremos um nível de atividade incompatível

com o controle inflacionário. Entender com mais clareza este fenômeno é passo indispensável para caracterizar a doença e tentar prescrever o tratamento correto.