

## **A Dupla Personalidade dos Juros**

Márcio G. P. Garcia<sup>1</sup>

Juros cumprem múltiplas funções na economia. Na economia brasileira, particularmente importantes são as funções de possibilitar o controle da inflação pelo Banco Central (BC) e o de manter o bom funcionamento do sistema financeiro, compatibilizando oferta e demanda de ativos domésticos, em especial, de títulos de dívida pública.

Por vezes, o conflito entre os dois papéis desempenhados pelo juros pode ser intenso, a ponto de trazer à mente o caso de dupla personalidade explorado no clássico “O Médico e o Monstro.” Em 1997, por exemplo, para enfrentar os efeitos da crise asiática, o BC mais que dobrou a taxa Selic, de menos de 20% para mais de 40% (vide gráfico). E voltou a repetir a dose em 1998, na esteira da crise russa e da quebra do fundo LTCM. Tais elevações, claro, não advieram prioritariamente da necessidade de conter a inflação. E, sim, de evitar que investidores trocassem maciçamente ativos domésticos, sobretudo títulos de dívida pública, por ativos externos, num ataque especulativo contra o real, que acabaria com o regime de câmbio controlado então vigente.

O período de câmbio controlado (95-98) é mais lembrado pelas “dobradas” da taxa Selic, associadas às fugas de capitais deflagradas por crises externas. Mas, na maior parte desse período, o BC lutava contra um “excesso” de entrada de capitais para comprar dívida pública, o que forçava uma apreciação da taxa de câmbio. Não foi por outra razão que, nesse período, foram instituídos controles de entrada de capitais. Mercê dos altíssimos juros então vigentes, a taxa de inflação em 1998 foi só 1,65%.

A flutuação cambial, em 1999, amenizou o distúrbio de dupla personalidade do juro, mas não o eliminou. Após período inicial de crises graves, a sequência de taxas Selic elevadas, a partir de 2003, para domar a inflação, também contribuiu para atrair capitais “em excesso”. O real apreciou-se tanto que controles de entrada de capitais voltaram a ser impostos em 2009.

Até pouco tempo, a taxa Selic exibia duas características que a tornavam muito cobiçada por investidores. Em média era alta e, exceto na crise de 2008, foi sempre aumentada nos períodos de crise. Ou seja, atuava como um seguro compensador. Tais características que tornavam a Selic tão atraente parecem ter desaparecido. Ela agora é baixa e cai durante as crises, como na atual pandemia.

---

<sup>1</sup> Ph.D. por Stanford, Professor Titular do Departamento de Economia da PUC-Rio, Cátedra Vinci Partners, escreve mensalmente neste espaço (<https://sites.google.com/view/mgpgarcia>).

Não por outra razão, investidores reclamam que a Selic atual (2%) é excessivamente baixa. Já outros olham para o alto desemprego e a elevada ociosidade da economia, com inflação sob controle, e veem boas justificativas para taxa tão baixa. Quem tem razão?

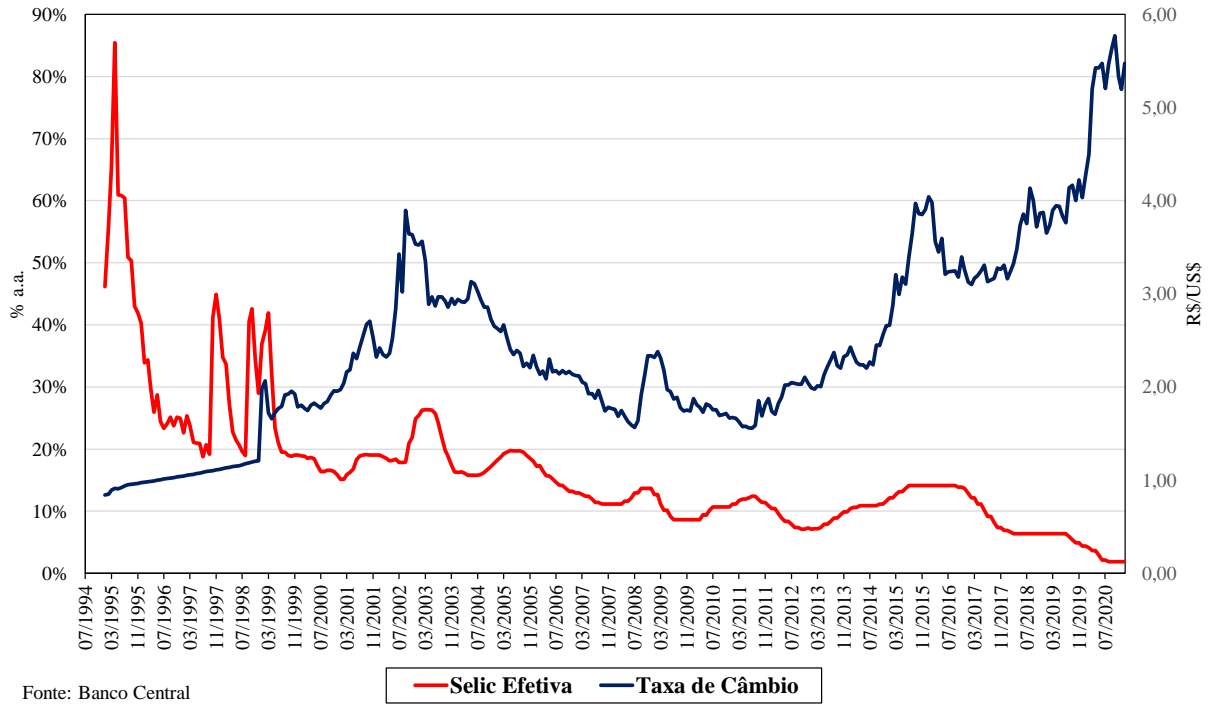
Ambos. E este é o problema. O BC tem que manter a inflação na meta, suavizando o movimento cíclico tanto quanto possível. E, ao mesmo tempo, garantir o bom funcionamento do sistema financeiro. Ainda que a taxa de câmbio flutuante, hoje, divida o peso do ajuste com a taxa de juros, o risco fiscal joga no sentido oposto. É o que explica que a LFT (Letra Financeira do Tesouro), título que rende a taxa Selic, paradigma de porto seguro, tenha voltado a ser negociada com deságio. E o risco fiscal fez com que o real tenha se depreciado recentemente muito mais do que as moedas de nossos pares, ajudando a elevar a inflação. A rápida volta da inflação à meta levou o BC a anunciar o fim do “forward guidance” de juro extremamente baixo.

A alta futura da Selic, anunciada pela última ata do Copom, tende a mitigar, em curto prazo, a diferença entre as “duas Selics”: a necessária para atingir a meta para a inflação, e a que garante a demanda pela dívida pública. A má notícia é que é o risco fiscal que está em boa medida por trás da depreciação cambial que alimenta a inflação.

Se a situação fiscal vier a se agravar, com novas despesas permanentes impulsionando a dívida pública para trajetória ainda mais preocupante, ficará cada vez mais difícil conseguir que os juros cumpram seus dois papéis.

P.S. Na quarta-feira, a Câmara aprovou a lei de autonomia do Banco Central, mais um passo na consolidação de nossas instituições monetárias e fiscais. Uma boa notícia que, sobretudo nos dias atuais, não pode deixar de ser comemorada.

### SELIC X Taxa de Câmbio



Fonte: Banco Central

— Selic Efetiva — Taxa de Câmbio