

ANDIMA divulga série histórica sobre evolução dos juros no Brasil

Raríssimos são os temas na teoria econômica que conseguem angariar uma posição unânime dos especialistas. É praticamente impossível juntar um grupo de economistas sem que apareçam argumentos, análises ou pontos de vista diametralmente opostos sobre qualquer um dos temas que fazem da parte da área de atuação desses profissionais.

Há exceções que confirmam a regra. Em se tratando da gestão da política econômica nos últimos anos, dificilmente alguém discordará da afirmação de que as taxas de juros no Brasil têm se mantido em patamares muito elevados, tomando-se por base qualquer parâmetro de comparação. Da mesma forma, uma enquete com vários economistas buscando identificar que fatores foram determinantes para o sucesso do Plano Real possivelmente revelará que o único ponto de consenso entre eles é quanto à rigidez da política monetária, e seu papel no combate às expectativas inflacionárias.

De fato, acumulando-se diariamente a Taxa SELIC nos últimos dez anos, chega-se ao nível de 826,9%. Quando deflacionado pelo IPCA, este percentual alcança 292,6%. Utilizando-se o IGP-M, os juros reais caem para 204,3% nesse mesmo período. Com estas taxas, o Brasil tem se mantido sistematicamente entre as nações que praticam os juros mais elevados do planeta.

Se por um lado cabe reconhecer que o conservadorismo da política monetária tem sido um elemento fundamental na manutenção da estabilidade - principalmente após a introdução do sistema de metas inflacionárias -, por outro é inegável que esta política é, no mínimo, co-responsável pelo comportamento adverso de alguns indicadores fundamentais da economia brasileira no período. Evidentemente, seria equivocado atribuir às taxas de juros todos os problemas macroeconômicos vivenciados pelo país nos últimos dez anos. Incorreto também é desconsiderar seus efeitos.

Assim, por exemplo, é indiscutível que os

juros elevados contribuíram para que a taxa de crescimento real médio do PIB nos últimos dez anos fosse de 2,1%, ou, ainda, para que os volumes de crédito concedidos pelo sistema bancário nunca tivessem alcançado os 40% do PIB nesse período. Da mesma forma, os juros elevados pagos pelo Tesouro relativos à dívida mobiliária interna é, certamente, um dos principais fatores que ajudam a explicar o incremento nominal de cerca de 11,7 vezes no estoque desse agregado entre 1995 e 2004.

O consenso acaba quando os economistas são chamados a diagnosticar os motivos que teriam levado as diversas equipes responsáveis pela gestão da política econômica a adotar taxas de juros tão elevadas por um período tão longo. Alguns apontam o efeito psicológico que os juros altos têm sobre as expectativas inflacionárias dos agentes econômicos. Outros

Os responsáveis pela condução da política econômica se confrontaram com diversas crises de credibilidade que levaram a guinadas significativas na forma de condução das políticas monetária e cambial

ressaltam a necessidade de manter os ativos domésticos atrativos ao investidor estrangeiro, como forma de contribuir para o financiamento do déficit de Transações Correntes do Balanço de Pagamentos brasileiro. Há, ainda, os que indicam ser necessário manter a demanda agregada sob controle, de forma a evitar que eventuais pressões sobre os níveis de preços sejam sancionadas pelo consumo.

*Com o objetivo de contribuir para o aprofundamento desse debate, a ANDIMA lançou no final de 2004 o livro **Taxas de Juros: Política Monetária e Gestão da Conjuntura - 1998/2004**¹, que integra a coleção *Séries Históricas*. Essa nova publicação da Associação procurou condensar a história da política econômica no período recente, com ênfase nas respostas dos gestores da política monetária aos diversos choques que se sucederam no período. O texto a seguir apresenta um resumo dessa publicação, ressaltando suas principais conclusões.*

Série Histórica de Taxas de Juros: uma breve resenha

Durante o período abrangido pela publicação, os responsáveis pela condução da política econômica se confrontaram com diversas crises de credibilidade - provocadas por turbulências oriundas tanto no campo interno quanto no externo - que levaram a guinadas significativas na forma de condução das políticas monetária e cambial. A mais importante dessas guinadas, certamente, foi o abandono do regime de câmbio controlado - ou de flutuação "suja" - em janeiro de 1999. Outra mudança fundamental foi a introdução do sistema de metas inflacionárias, que alterou profundamente a forma de conduzir a política monetária. Essas duas inovações levaram o Banco Central a adotar uma nova lógica de manejo dos instrumentos tradicionais de controle do binômio juros/câmbio.

Nesse sentido, o primeiro capítulo do livro, denominado Crises Externas e a Mudança do Modelo de Política Econômica (1998/99), traz um

breve resumo das condições internas e externas que precederam a mudança no regime cambial e a introdução do sistema de metas inflacionárias, além de uma análise do comportamento da economia após a introdução destas duas inovações.

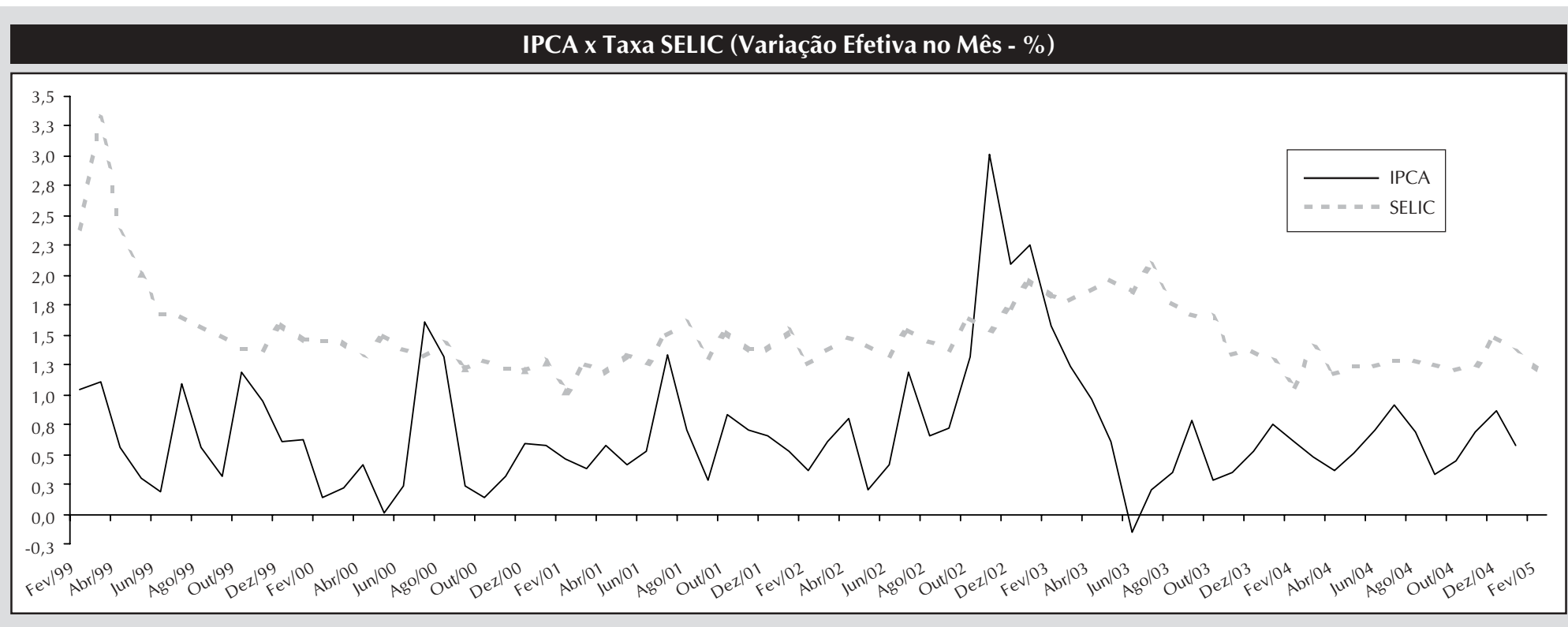
Assim, ao analisar o comportamento da economia brasileira ao longo de 1998, este trecho ressalta que

No primeiro trimestre do ano, ocorreu uma melhora significativa no cenário externo, fruto de uma série de fatores convergentes: o arrefecimento da crise no sudeste asiático, em razão do apoio financeiro concedido às economias da região; a recuperação das Bolsas norte-americanas, que gerou um clima de otimismo para a expansão dos mercados internacionais de títulos e dos fluxos de capital; e a realocação dos portfólios dos fundos mútuos e de hedge nos países emergentes. (p. 13)

Esse cenário foi acompanhado por uma expressiva flexibilização da política monetária. Entre dezembro de 1997 e julho de 1998, a TBAN havia recuado de

¹ ASSOCIAÇÃO NACIONAL DAS INSTITUIÇÕES DO MERCADO FINANCEIRO. **Taxas de juros: política monetária e gestão de conjuntura: 1998-2004**. Rio de Janeiro, 2004. 92 p. (séries históricas).

A instabilidade financeira desencadeada pela moratória russa em 1998 levou a uma atitude ainda mais conservadora dos investidores estrangeiros em relação aos mercados emergentes



Fontes: BC e IBGE. Elaboração: ANDIMA.

A situação de relativa estabilidade que caracterizou o ano de 2000 viria a alterar-se bruscamente nos dois anos seguintes, em função da deterioração do cenário econômico na Argentina, dos ataques terroristas aos EUA e do acirramento da disputa eleitoral no âmbito interno

45,09 para 29,41%; a TBC, de 40,92 para 21,61%; e a Taxa SELIC, de 43,50 para 20,33% ao ano, respectivamente. As taxas extremamente elevadas do período atraíram uma avalanche de capital externo de curto prazo, fazendo com que as Reservas Internacionais saíssem de US\$ 52,5 bilhões para US\$ 70,0 bilhões entre janeiro e junho de 1998.

Na metade de 1998, porém, já eram crescentes as dúvidas com relação à continuidade desse cenário econômico. A aproximação das eleições domésticas, a deterioração conjuntural do quadro fiscal e as novas turbulências no cenário externo prenunciavam o início de uma nova crise de curto prazo, que foi desencadeada, definitivamente, após a moratória russa em 17 de agosto daquele ano.

Embora o governo tenha reagido de imediato com a adoção de um conjunto de ações nos mercados aberto e de câmbio,

Na prática as medidas acabaram sendo interpretadas pelos agentes como atestados do agravamento das contas públicas e da estreita margem de manobra do governo para encontrar soluções capazes de atenuar a instabilidade da conjuntura econômica. (p. 16)

Ao final do ano de 1998, o quadro de incertezas era muito intenso. A instabilidade financeira desencadeada pela moratória russa levou a uma atitude ainda mais conservadora dos investidores estrangeiros com relação aos mercados emergentes, reduzindo drasticamente a liquidez internacional para esses países. Internamente, as especulações acerca de uma eventual mudança no regime cambial se tornaram cada vez mais frequentes.

É nesse contexto que se inicia o ano 1999, período que ficará registrado nos livros de economia brasileira como o ano em que o país realizou uma das importantes guinadas na política econômica de sua história e que, como se viu posteriormente, alterou sensivelmente a trajetória das principais variáveis macroeconômicas domésticas.

Sem dúvida, como o próprio livro indica,

A adoção do regime cambial flutuante em janeiro de 1999 não representou apenas uma alteração na política cambial. Significou, na verdade, uma mudança profunda na racionalidade da política econômica vigente, transformando a relação câmbio-juros e, assim, concedendo maior autonomia

à Autoridade para a utilização dos instrumentos monetários. (p. 20)

Nesse sentido, em junho daquele ano outra inovação importante na gestão da política econômica é introduzida pela Autoridade Monetária: a criação do sistema de metas de inflação. Uma descrição detalhada do funcionamento desse sistema e do processo maxidesvalorização do câmbio que precedeu a mudança no regime cambial e seus desdobramentos ao longo de 1999 encerram a primeira parte do livro.

Já o segundo capítulo, denominado Os Choques Externos, as Incertezas do Período 2000/2004, trata das dificuldades e da consolidação do regime de metas de inflação, focando-se, sobretudo, nas diversas crises de confiabilidade enfrentadas no período 2000/2003 enos instrumentos de política monetária adotados para combatê-las.

A situação de relativa estabilidade que caracterizou o ano de 2000 - o PIB chegou a crescer 4,2% nesse ano, com a Taxa SELIC alcançando o patamar de 15,75% em dezembro (o segundo menor da série) - viria a alterar-se bruscamente nos dois anos seguintes, em função da deterioração do cenário

Ainda que a política monetária tenha se mantido apertada ao longo de 2004, a economia brasileira conseguiu manter uma saudável combinação de crescimento econômico acentuado e equilíbrio fiscal

econômico na Argentina, dos ataques terroristas aos EUA e do acirramento da disputa eleitoral no âmbito interno. Tais fatores forçaram uma nova rodada de aperto na política monetária, adiando, uma vez mais, o início de um novo ciclo de expansão da atividade econômica.

Adicionalmente, como revela o trecho seguinte, a desvalorização do real ao longo de 2002 representava uma nova fonte potencial de pressão sobre os preços, tanto que

A decisão da equipe econômica de promover sucessivas altas na Taxa SELIC refletiu, ainda, a preocupação quanto aos efeitos secundários, sobre os preços, da perda significativa de valor do real frente ao dólar entre abril e setembro, mês em que a desvalorização nominal alcançou 28,9%.

O ano de 2002 chegou ao fim, portanto, combinando deterioração das expectativas de curto prazo com incertezas quanto à política econômica que seria implementada pelo governo eleito de Luiz Inácio Lula da Silva para enfrentar este quadro. Como se viu ao longo de 2003, a manutenção do conservadorismo na condução da política monetária

ria pela nova equipe foi eficaz tanto para conter a escalada de preços quanto para reverter a crise de confiabilidade herdada do ano anterior. (p. 38)

Assim, ao longo do segundo semestre do ano, a melhoria das expectativas abriu espaço para que o BC iniciasse uma nova trajetória de redução da Taxa SELIC - entre junho e dezembro, a redução foi de 26,5 para 16%. Ao final de 2003, a crise de confiabilidade havia se dissipado e as apostas quanto à trajetória das principais variáveis macroeconômicas indicavam a possibilidade do início de um círculo virtuoso no ano seguinte.

Esse cenário acabou se confirmando em 2004. Ainda que a política monetária tenha se mantido apertada ao longo do período, a economia brasileira conseguiu manter uma saudável combinação de crescimento econômico acentuado - o PIB expandiu-se 5,2% ano - e equilíbrio fiscal - a relação dívida/PIB reduziu-se para 51,7% -, além de um excelente desempenho externo - a Balança Comercial apresentou o maior superávit da série. Uma análise detalhada do comportamento da economia brasileira neste ano pode ser obtida no artigo que se inicia na página 15.

Já em termos de perspectivas, permanecem válidas as conclusões que encerram o livro, ou seja, a constatação de que

(...) o principal desafio dos gestores da política econômica nos próximos anos será o de encontrar mecanismos que induzam a iniciativa privada a retomar, de forma consistente, os investimentos produtivos - para o que a redução das taxas de juros é condição necessária, mas não suficiente. (p.41)

Nesse contexto, além de uma conjuntura macroeconômica favorável, é fundamental que o governo e a sociedade avancem no sentido da implementação de um conjunto de reformas microeconômicas e institucionais que assegurem um ambiente regulatório apropriado e uma situação fiscal que desonere o consumo e o investimento, criando assim as condições para que estes dois componentes da demanda agregada se transformem em fatores permanentes de expansão da produção.

Luiz Macahyba
Gerente Técnico