

# Juros incompatíveis com o desenvolvimento

**Com tantas desigualdades é preciso ousadia para definir uma taxa de juros que reaqueça a economia com melhores níveis de emprego e renda. O controle inflacionário não pode ser a única diretriz da política monetária**

Flávio Tonelli Vaz

Os juros, que já eram altos, voltam a subir, demandando mais um arrocho nas contas públicas. Desde maio, o Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central (BC) vinha mantendo a taxa básica de juros (Selic) congelada em um patamar muito alto, de 16% ao ano. Em setembro, além de aumentá-la para 16,25%, indicou ser apenas o começo. Assim, o país volta a conviver com os juros reais perto da casa de 10%, um dos maiores do mundo (tabela 1). Crescendo os juros, aumenta a dívida pública e o governo é chamado a arrecadar mais e gastar menos em investimentos e serviços públicos. Aqueles que defendem mudanças na política econômica protestam contra esse conservadorismo. Mas a questão é mais complexa: o conservadorismo é da política econômica como um todo, não apenas do BC.

Em 1999, foi implantado o modelo de metas inflacionárias<sup>1</sup>, “a diretriz para fixação do regime de política monetária”. Ao BC cabe “executar as políticas necessárias para cumprimento das metas fixadas”<sup>2</sup> – notadamente com a fixação dos juros.

A política monetária volta-se exclusivamente para o controle inflacionário; essa é a essência do sistema de metas no Brasil. Em 2003, o Produto Interno Bruto (PIB) caiu, o desemprego aumen-

tou, os trabalhadores perderam renda, o setor público pagou R\$ 145 bilhões de juros da dívida pública (9,6% do PIB). Mas o BC somente foi obrigado a se justificar porque a inflação ultrapassou a meta.

Ao considerar que a inflação tende a fugir da meta, o Copom eleva a taxa de juros e ainda ameaça com mais aumentos. Todos sabem que o movimento dos juros não tem efeito imediato sobre a inflação. Mas, nesse modelo, é preciso que haja uma “convergência de expectativas”. Os agentes econômicos têm que acreditar que a inflação estará contida na meta. E mais, precisam estar convencidos de que o BC adotará todas as medidas necessárias para fazê-lo, independentemente das pressões, do momento eleitoral ou dos efeitos sobre a retomada da economia.

**Efeitos nada colaterais** O controle inflacionário é feito pelo BC principalmente por meio dos juros, contendo a economia, para enfraquecer a demanda. O aumento dos juros produz efeitos por meio do desemprego, da queda da renda e do consumo das famílias e do desestímulo ao investimento privado. O gráfico 1 mostra que o consumo das famílias e os investimentos evoluíram aquém do conjunto da economia. A contenção no consumo das famílias significa concentração de renda e restrições ao mercado interno. A queda nos investimentos coloca em risco a sustentabilidade do crescimento. Esses são alguns efeitos perversos do controle inflacionário quando transformado na diretriz única da política monetária. O baixo nível de investimento, público e privado, por exemplo, que resultou na crise energética de 2001, é uma lição não aprendida pelos que executam cegamente esse modelo, pois, novamente, o país revive graves problemas na infra-estrutura – hoje, especialmente nos transportes.

Por que a eficácia do controle inflacionário pela contenção da economia requer ajustes tão perversos?

A contenção da economia atua sobre o equilíbrio entre oferta e demanda, reduzindo o consumo. Mas, no Brasil, os preços de muitos bens e serviços não estão submetidos, senão periféricamente, às leis de mercado. O modelo de privatizações e concessões assegura reajustes de tarifas (como telefones, energia etc.) pela inflação passada medida por índices de atacado, que são historicamente mais altos. Hoje, cerca de 30% da inflação medida pelo Índice de Preços ao Consumidor no Atacado (IPCA) vem de preços controlados – que sobem mais do que a média e estão indexados à inflação passada. E há ainda os preços determinados pelos cartéis e oligopólios (farmacêuticos etc.), ou aqueles preços referidos pelo comércio internacional (petróleo, trigo etc.). É preciso uma ação muito contundente sobre os demais preços para dificultar a propagação desses aumentos.

Combinando metas de inflação de primeiro mundo e a fixação da política monetária no cumprimento dessas metas, decretou-se que a nossa economia seria submetida a altas taxas de juros, comprometendo o seu desenvolvimento. Não é por acaso que nas últimas atas do Copom é dada atenção especial à nossa modesta retomada de crescimento. Diz o relatório de julho que “a situação, de um lado, de rápido crescimento da demanda e, de outro, de crescimento de investimentos, tem gerado uma maior incerteza sobre a capacidade de se expandir a oferta de bens e serviços sem a emergência de pressões inflacionárias”. Em suma, o Copom aumenta a taxa de juros, e ainda ameaça um comportamento mais ativo, porque o nosso modesto crescimento tem gerado *pressões inflacionárias*.

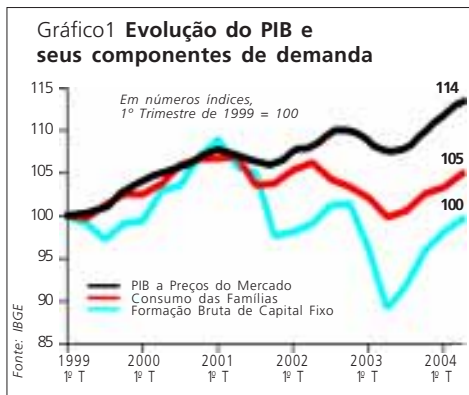
Uma política monetária restritiva exige

Tabela 1 **Inflação e juros pelo mundo**  
Brasil pratica juros recordes

País	Inflação (% 12 meses)	Juros (% ao ano)	Juros reais (% ao ano)
Brasil*	7,18 ago	16,25	8,46
México	4,80 ago	7,27	2,36
Rússia	11,30 ago	13,00	1,53
Índia	3,20 ago	4,65	1,41
Chile	1,60 ago	1,68	0,08
Argentina	5,20 ago	5,63	0,41
Zona do Euro	2,30 ago	2,12	-0,18
Coréia do Sul	4,80 ago	3,52	-1,22
EUA	3,00 jul	1,84	-1,13

Fonte: The Economist, FSP - 21/set/2004

\* Os juros reais seriam maiores se considerássemos a diferença entre os juros nominais e a inflação futura.



ser o centro da política econômica, daí a necessidade do ajuste fiscal do setor público. Primeiro, porque quando o BC trabalha com restrições monetárias, não podem os governantes adotar políticas expansionistas, através da concessão de créditos ou da ampliação dos gastos em investimentos e serviços públicos. Segundo, porque a conta precisa ser paga, a dívida pública cresce com os juros e o credor financeiro exige mais garantias. Não é por menos que diversos setores já pregam mais aumentos para as metas de superávit de 2004 e 2005.

No Brasil, ao contrário da maioria dos demais países, os recursos disponíveis do Tesouro Nacional ficam depositados no Banco Central, na chamada Conta Única. Estão esterilizados, excluídos dos meios de pagamento. Arrecadar e não gastar é um importante instrumento para conter a liquidez da economia<sup>3</sup> e ainda fazer crescer as reservas do Tesouro, ampliando as garantias da dívida.

A tabela 2 demonstra o esforço fiscal a que foi submetido o setor público, nos últimos oito anos – são descontadas as receitas e as despesas financeiras. As receitas da União crescem continuamente, passando de 18,4% em 1997 para 24,2% do PIB em 2004; as despesas, bem menos. Deste modo, o resultado primário da União subiu brutalmente em 1999. A partir de 2000, as estatais foram responsabilizadas por uma parte da meta de superávit da União, iniciando mais um período agudo de baixos investimentos. Mesmo assim, os altos juros e demais encargos da dívida, notadamente o câmbio, determinaram, mesmo diante do grande esforço fiscal, um aumento do endividamento.

É importante analisar ainda o saldo da Conta Única. De 1997 a junho de 2004, ele subiu R\$ 124,4 bilhões. Essa enor-

me quantia foi retirada de circulação, uma parte pelos sucessivos superávits primários, mas a maior parte foi porque o Tesouro passou a emitir títulos mesmo quando não necessita dos recursos<sup>4</sup>. É um endividamento acima das necessidades, inclusive com juros e encargos da dívida. Por que o Tesouro emite dívidas para guardar o dinheiro? Porque esse é mais um mecanismo para retirar o dinheiro de circulação. Assim, o saldo das disponibilidades do Tesouro, que havia crescido R\$ 18,6 bilhões entre 1995 e 1998, inchou mais R\$ 74,5 bilhões durante o segundo mandato de FHC e já aumentou R\$ 31,2 bilhões nos primeiros dez meses desse governo.

Mas se o Tesouro e o BC precisam ficar sempre retirando dinheiro de circulação para conter a inflação, como, então, os recursos “poupados” por meio do superávit são utilizados para pagar a dívida? Fazer superávit para diminuir a dívida pública, nas circunstâncias atuais, é outro grande mito, a enganar o povo. Fazendo superávit diminuímos os investimentos e os serviços públicos, mas a dívida pública con-

tinua sendo emitida, mesmo quando simplesmente para guardar o dinheiro. O superávit faz reservas que diminuem a dívida líquida, não a dívida em títulos, que paga juros. Ao substituir moeda em circulação por títulos, o governo troca um passivo sem custos, por outro muito caro.

Nas circunstâncias atuais, o superávit não é utilizado para amortizar o endividamento. Primeiro, porque monetizar apenas 10% da dívida em títulos significaria triplicar o dinheiro em circulação. Segundo, porque boa parte do superávit é constituída por recursos vinculados a outras despesas, que não podem ser utilizados em encargos da dívida. Terceiro, porque, com esse patamar de juros, o credor não quer receber dinheiro, quer mais títulos.

Com essa política econômica, seus juros altos, a dívida pública que cresce sempre, a contenção de investimentos públicos, sobram poucos espaços para o crescimento, menos ainda para um projeto de desenvolvimento.

### Juro alto e concentração de riqueza

Com crescimento econômico em bai-

Tabela 2 Ajuste fiscal do setor público, variáveis selecionadas

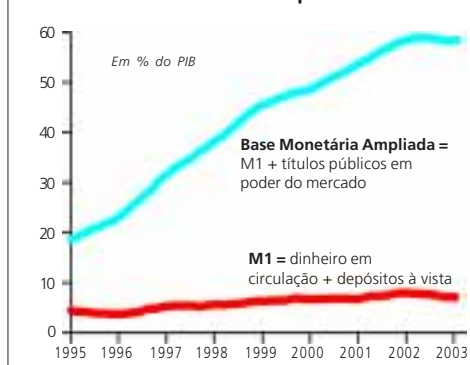
	R\$ bilhões correntes						
	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004 <sup>(1)</sup>
<b>Setor Público Consolidado</b>							
Resultado Primário	0,1	31,1	38,2	43,7	52,4	66,2	74,6
Juros Nominais <sup>(2)</sup>	72,6	127,2	87,4	105,6	190,7	122,5	138,5
Dívida Líquida	385,9	516,6	563,2	660,9	881,1	913,1	948,2
	% PIB						
	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004 <sup>(1)</sup>
<b>Governo Federal</b>							
Receitas primárias	20,2	21,7	21,5	22,7	23,9	23,6	24,2
Despesas primárias	19,4	19,5	19,5	20,8	21,5	21,0	21,4
Resultado primário	0,8	2,2	2,0	1,9	2,4	2,6	2,8
Juros Nominais <sup>(2)</sup>	6,0	9,1	5,0	5,5	8,8	5,2	5,9
Dívida Líquida	25,9	32,2	31,3	35,0	42,1	38,6	38,3
<b>Setor Público Consolidado</b>							
Resultado Primário	0,0	3,2	3,5	3,6	3,9	4,4	4,7
Juros Nominais <sup>(2)</sup>	7,9	13,1	7,9	8,8	14,2	8,1	8,7
Dívida Líquida	42,2	53,0	51,1	55,1	65,5	60,3	59,5
	R\$ bilhões correntes						
PIB	914	974	1.101	1.199	1.346	1.515	1.593
Fluxo Conta Única <sup>(3)</sup>	18,7	29,5	12,1	38,3	1,2	34,8	-5,7

Fonte: BC

(1) Para 2004, o fluxo em 12 meses em julho; (2) juros nominais por competência, com impacto da desvalorização cambial;

(3) o fluxo quando positivo indica ingresso líquido de recursos, um entesouramento

Gráfico 2 Evolução da base monetária, M1 e base monetária ampliada



xa, a reprodução da riqueza se dirige ao mercado financeiro. Assim, os trabalhadores e os pequenos proprietários estão excluídos, pois não possuem disponibilidades para atuar no mercado de títulos.

Esse modo de reprodução do capital é representada pela evolução comparada entre o dinheiro em circulação (a base monetária somada aos depósitos à vista) e esses mesmos valores acrescidos dos títulos públicos em poder do mercado, o dinheiro dos ricos. O gráfico 2 mostra que entre 1995 e 2003 esses valores mais do que triplicaram frente ao PIB.

Outro efeito pode ser visto pelos dados do Ministério do Trabalho sobre a evolução dos postos de trabalho com carteira assinada, que cresceram 3,3 milhões entre 1997 e 2004 (junho). Já é um número muito pequeno frente a população economicamente ativa que cresceu em 9 milhões de pessoas neste período. Mas ele fica ainda pior quando é decomposto pelo saldo líquido de contratações e demissões por faixas de salários e de escolaridade. Ao final desses quase oito anos, existem 6,9 milhões de trabalhadores a mais nas faixas salariais de até 3 salários mínimos. Em contrapartida, são 3,6 milhões de trabalhadores a menos nas faixas de remuneração superior. Na contramão dos salários está a escolaridade dos trabalhadores. Nesse mesmo período, o saldo de contratações e demissões para os trabalhadores com até o primeiro grau incompleto é negativo em mais de 1,2 milhão. O saldo é positivo em 4,4 milhões para os trabalhadores com pelo menos o primeiro grau completo. São contratados trabalhadores com maior escolaridade por menores salários. E a situa-

ção do trabalho informal ou por conta própria não é melhor.

Em nosso país, com desemprego e informalidade, a classe média encolheu consideravelmente nos últimos 21 anos<sup>5</sup>. De 1981 a 2002, caiu de 43% para 36% da população. Esse rebaixamento social foi provocado pela estagnação econômica e deslocou 11 milhões de pessoas para as chamadas classes inferiores. Os trabalhadores com terceiro grau completo ou incompleto ganhavam, em média, em 1981, o equivalente a R\$ 2.921. Em 2002, esse valor já havia caído para R\$ 2.203 – uma retração de 24,6%. Os brasileiros com segundo grau completo ou incompleto sofreram ainda mais. A queda chegou a 36%, reduzindo a renda de R\$ 1.207, no início da década de 80, para R\$ 771, em 2002.

Pelo mundo afora não é diferente. O semanário britânico *The Economist* afirma que a criação de riqueza foi exuberante na década de 90<sup>6</sup>. A riqueza controlada pelas pessoas que dispunham de menos um US\$ 1 milhão para investir quase quadruplicou entre 1986 e 2000, passando de US\$ 7,2 trilhões para US\$ 27 trilhões. E grande parte desse aumento resulta de rendimentos obtidos no mercado financeiro. Em 2001, esse grupo reunia 7,2 milhões de pessoas e controlava cerca de um terço da riqueza do planeta.

Esses dados propiciam debater os principais interesses que esse modelo defende. A inflação corrói os salários, mas a utilização de juros e recessão para o controle inflacionário destrói empregos e renda do trabalhador. Enquanto os trabalhadores perdem, os setores que têm acesso aos rendimentos da dívida pública se locupletam.

E quando há crescimento, a distribuição de renda é incidental. Investir na produção exige muitas vantagens e benefícios, pois no mercado financeiro o ganho é farto e certo. O governo e a sociedade necessitam conceder compensações, sejam tributárias, creditícias ou mediante o subsídio dos baixos salários. Nesses termos, o esforço pelo crescimento, que se soma aos custos do endividamento, acaba saindo muito caro para a sociedade.

Desde 1999, com a política econômica direcionada ao controle inflacionário, o país cresceu muito pouco. Sempre submetidos às crises de outros países, ao

fluxo de capitais, aos juros internacionais e às demandas externas, apenas em 2000 e no primeiro semestre de 2004 há resultados *per capita* positivos. Para complicar ainda mais o quadro, não há um projeto nacional de desenvolvimento voltado para a geração de emprego e renda. Logo, o nosso crescimento está voltado ao mercado externo e com baixos níveis de investimento produtivo, limitado pela infra-estrutura ou pela capacidade produtiva.

Para mudar é preciso uma ação ousada para encontrar um novo patamar de equilíbrio para a taxa de juros. Se é necessária uma atenção para com os níveis inflacionários, não podemos, em um país com tamanhas desigualdades, transformar o controle inflacionário na diretriz única da política monetária.

Definindo juros menores – desde que assegurado um controle sob o fluxo de capitais –, os níveis de investimento produtivos em nossa economia cresceriam. Não apenas o setor privado reverteria suas posições, privilegiando os resultados operacionais frente aos ganhos de tesouraria, mas também o setor público veria diminuída a sua necessidade de produzir superávites primários. Melhorando os níveis de emprego e renda, reaqueçemos a economia voltada ao mercado interno, o que ainda contribuiria para aumentar a produtividade e a competitividade dos nossos produtos no mercado exterior. Esses são elementos básicos para um projeto de desenvolvimento verdadeiramente nacional e autônomo. ■

#### NOTAS

1 Decreto nº 3.088, de 1999 - *Estabelece a sistemática de "metas para a inflação" como diretriz para fixação do regime de política monetária e dá outras providências.*

2 O decreto prevê que "o Presidente do Banco Central do Brasil divulgará publicamente as razões do descumprimento, por meio de carta aberta ao Ministro de Estado da Fazenda" e, trimestralmente, apresentar "Relatório de Inflação abordando o desempenho do regime de "metas para a inflação", os resultados das decisões passadas de política monetária e a avaliação prospectiva da inflação."

3 Diferentemente, as disponibilidades de estados e municípios estão no setor bancário. O controle do ajuste fiscal para essas unidades da Federação é feito sobre o nível de endividamento e pela vinculação de parte de suas receitas ao pagamento de suas dívidas negociadas com a União.

4 Essas ações ocorreram principalmente depois de 1997, mas depois que a Lei de Responsabilidade Fiscal proibiu a emissão de títulos pelo Banco Central, esse processo se generalizou.

5 Os dados são de uma pesquisa da Universidade Estadual de Campinas (Unicamp), coordenada pelo professor Waldir Quadros, ex-diretor do Instituto de Economia da universidade.

6 *The Economist - The new wealth of nations* (A nova riqueza das nações), citando dados da Merrill Lynch

**Flávio Tonelli Vaz** [tonellivaz@brturbo.com] é assessor técnico da Câmara dos Deputados na área de finanças e contas públicas.