

# Déficit Zero e Queda dos Juros

*Sem cortes de gastos públicos não será possível compatibilizar níveis “civilizados” de juro real e inflação.*

Márcio G. P. Garcia<sup>1</sup>

4 de agosto, 2005

Yoshiaki Nakano escreveu na terça-feira interessante artigo neste espaço defendendo a proposta de déficit nominal zero, mas ressaltando que a obtenção dessa meta não implicaria, no caso brasileiro, a queda das taxas de juros. Segundo Nakano: *“para reduzir a taxa de juros no Brasil, a política de déficit nominal zero deverá ser acompanhada de reformas na política monetária e de dívida pública, para que a curva de juros tenha uma inclinação normal e haja uma separação nítida entre o mercado de moeda e de dívida pública.”*

Conquanto concorde com os objetivos enunciados por Nakano para as políticas monetária e de dívida pública, acredito que há, no Brasil, uma ligação muito mais estreita do que no resto do mundo entre essas e a política fiscal, o que torna mais importante e urgente o aprimoramento da política fiscal.

Desde o fim da hiperinflação em 1994, a regra de fixação da taxa básica de juros (Selic) pelo Banco Central (BC) tem tido caráter dual, dependendo basicamente dos humores dos mercados financeiros internacionais. No período de câmbio controlado (até 1999), tal regra dual de fixação da Selic foi investigada econometricamente na dissertação de mestrado de Marcelo Castello Branco, recentemente defendida na PUC-Rio . Ele mostra que *“... [n]os 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 reduzido 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.”*

Após 1999, duas mudanças fundamentais ocorreram na política macroeconômica: o câmbio passa a ser flutuante e a política fiscal passa a apresentar expressivos e consistentes superávits primários. Também nesse período persiste a dualidade da regra de fixação de juros. As elevações da taxa Selic ocorridas em meio à crise de 2002 visavam mitigar a fuga de capitais que então ocorria acarretando fortíssima depreciação cambial.

Já as elevações da taxa Selic no período tranqüilo 2004-2005 nada têm a ver com fuga de capitais. Muito pelo contrário, o que se tem observado é significativa entrada de cambiais, sobretudo pela balança comercial mas também na conta capital, resultando em forte apreciação do câmbio.

---

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

O objetivo da elevada taxa Selic é cumprir a meta para a inflação. Caso a regra de taxa de juros praticada pelo BC objetivasse apenas evitar fuga de capitais, a taxa Selic seria mais baixa e a inflação seria mais elevada.

A política fiscal intervém de forma preponderante nesses dois regimes. Nas épocas de crise de financiamento externo, a preocupação dominante é com o possível calote da dívida pública. Para dissipar tal ameaça, aperta-se a política fiscal, elevando-se o superávit primário, como foi feito pelo governo Lula.

Em épocas tranqüilas (na frente externa), como agora, a sustentabilidade da dívida pública raramente freqüenta o noticiário. O principal papel da política fiscal transfere-se para sua outra faceta, a de manter aquecida a demanda agregada. Como as transferências e os gastos primários do governo (exceto os investimentos) são extremamente elevados, e não respondem à política monetária, a inflação mostra-se mais resistente à queda.

A baixa resposta da inflação à alta taxa real de juros é também explicada por outras deficiências de nossa economia: baixo nível agregado de crédito ao setor privado, créditos subsidiados cujas taxas não respondem à taxa Selic, baixa competitividade, alta proteção tarifária contra importações e altíssima carga tributária. A elevada carga tributária, imprescindível para financiar os igualmente altos gastos públicos, tem, entre outros defeitos, o de desincentivar o investimento produtivo. Com menos oferta, a inflação ganha mais resistência.

Assim, o BC precisa praticar taxas de juros impensáveis na maioria dos países do mundo para obter tão somente taxas de inflação que seriam consideradas elevadas nesses mesmos países. Um efeito nocivo adicional é que, muito embora os elevados juros reais sejam pouco eficientes em reduzir a inflação no Brasil, o impacto deletério dos mesmos sobre a dívida pública não sofre qualquer redução. Ou seja, os altos juros necessários para manter a inflação sob controle durante os períodos tranqüilos, ao aumentarem a dívida pública, piorarão muito as condições de sustentabilidade da dívida pública quando se elevar a aversão ao risco dos investidores externos.

As duas conseqüências da política fiscal—determinar a sustentabilidade da dívida pública e impulsionar a demanda agregada—constituem, portanto, os problemas fundamentais que impedem que sejam praticadas taxas de juros civilizadas. Não obstante, é positivo o fato de que apenas um instrumento, a política fiscal, possa resolver ambos os problemas.

Por isso é imperioso que se prossiga no aprimoramento da política fiscal, cortando transferências e gastos pouco prioritários (mas muito bem defendidos por interesses especiais) e aumentando a eficiência do gasto público. A proposta de déficit zero enquadra-se no rol das propostas que visa cumprir tais objetivos, devendo, nesses aspectos, ser apoiada. A redução dos gastos e transferências governamentais é a chave para que a política monetária e de dívida pública possa ser realizada como na maioria dos países do mundo, conduzindo ao maior crescimento da economia.

Ao contrário das expectativas iniciais, o grande sucesso dentre as políticas do governo Lula está na política econômica. Seria recomendável que o Presidente da República investisse seu capital político no fortalecimento da política que mais o tem ajudado, sobretudo nas horas mais difíceis.