

Por que os juros não caem?

Gustavo H. B. Franco

Desde outubro do ano passado a taxa de juros parou em 19%, de onde caiu apenas ligeiramente para 18,75%. Chegou a haver viés de baixa e esforços para a redução dos "spreads" bancários, mas o fato é que os juros estão parecidos com o que eram antes da crise da Ásia e começa a emergir uma perigosa diferença de percepção, que já ocorreu no passado: de um lado, o "setor produtivo", seus representantes e o mundo político começam a cobrar mais ousadia na redução dos juros. De outro, a conjuntura internacional, bem como as dificuldades fiscais visíveis nas fricções em rolar a dívida interna, estariam a recomendar o caminho exatamente oposto. Momentos difíceis parecem se desenhar para o Banco Central, que terá de conciliar demandas contraditórias, e desta vez não é mais possível usar a política cambial como vilã da história.

Antigamente, convém lembrar, os economistas da oposição, e também o ministro da Saúde, diziam que os juros eram altos porque o câmbio estava errado, e alimentavam uma teoria exótica de que o déficit público era alto por causa da política cambial. Era como dizer que o médico é o culpado da doença, mas essencialmente uma teoria cujo propósito era político: oferecer a sensação de que havia uma alternativa ao diagnóstico convencional, adotado pelas autoridades e pelos manuais de Economia, que explicava as altas taxas de juros por razões fiscais. O que a turma da oposição e os "neo-desenvolvimentistas" do governo não esperavam é que tivéssemos um teste para essa teoria, que acabou demonstrando que a tese era tão boa como uma nota de dois reais. Já faz mais de um ano que estamos vivendo com uma taxa de câmbio fortemente subvalorizada, e num regime de taxa de câmbio flutuantes, e a taxa de juros não é muito diferente da que sempre foi.

Vamos examinar em detalhe esta última proposição, para que não haja engano. Em primeiro lugar vamos evitar a comparação entre taxas de juros de "tempos normais" e momentos de crise, quando é preciso defender a moeda independentemente do regime cambial. Crise é crise. Os juros subiram para mais de 40% nas crises da Ásia e da Rússia, para defender a política cambial antiga, mas subiram também para 45% para defender a nova em 1999. Países que viveram as crises da Ásia e Rússia já sob um regime de flutuação tiveram de aumentar os juros mais ou menos como foi feito em todo o resto do mundo.

Interessante é comparar, digamos, os últimos seis meses com os primeiros seis meses de 1997, quando as taxas de juros nominais estiveram muito parecidas, talvez um pouquinho mais baixas no período mais recente. Em termos reais, usando o IPCA como deflator, os juros reais foram de 12,3% no primeiro semestre de 1997 e de 10,4% nos últimos seis meses. O progresso não parece muito significativo. Usando o IGP-M como deflator, chegamos a um paradoxo: os juros reais foram de 11,5% no primeiro semestre de 1997, mas de 2,2% no período mais recente. Na verdade, os juros reais medidos pelo IGP-M estavam negativos até bem pouco tempo, quando o IGP-M experimentou uma queda acentuada. Juros negativos fornecem sinal de perigo, geralmente indicam que o BC deve subir os juros.

É curioso observar a transfiguração da linguagem para identificar os limites de queda da taxa de juros. Antigamente se usava a terminologia "cupom cambial" e se compunha o piso para os juros desta maneira: a taxa de juros americana mais o "spread" de risco-país, mais a

desvalorização cambial. Era algo como 5,5% mais 4,5% mais 7,5%, ou seja, uns 17,5%. Hoje, só muda o terceiro termo: em vez de desvalorização cambial entra a inflação, e pelo IPCA. Seria algo como 6,5% (subiram os juros americanos) mais 7% (subiu o "spread" de risco-país) mais 5,5% (seriam uns 13% se fosse pelo IGP-M), num total de uns 19%. É quase a mesma coisa, só que um pouquinho pior.

Outro elemento, frequentemente esquecido, é que o BC fixa a taxa de juros para empréstimos de um dia no mercado de reservas bancárias, ou em compras e vendas por um dia de papéis federais. A taxa de juros para todos os outros prazos é determinada pelo mercado. Por isso mesmo, onde se vê o grau de confiança do mercado nas finanças públicas, e no futuro, é no perfil da dívida pública. Em junho de 1997, as parcelas da dívida pública interna representadas por títulos prefixados, títulos indexados pela taxa Selic (que, tecnicamente, são como títulos de um dia) e títulos com indexação cambial eram, respectivamente de 60%, 19,4% e 9,3%. Em março de 2000 esses percentuais passam para 13%, 58,8% e 22,5%. Muito pior. Além do que, em junho de 1997, a dívida era de R\$ 201,9 bilhões, e em março de 2000 era mais que o dobro: R\$ 438,8 bilhões.

Há pelo menos duas boas razões para o juro não cair mais: uma é que somos uma economia aberta e o "cupom cambial", ou qualquer nome que se dê às arbitragens financeiras entre taxas de juros daqui e de lá de fora, vai continuar sendo importante, qualquer que seja o regime cambial. Portanto, a ideia de que o "cupom" não é mais importante, ou que o capital de motel não é mais relevante, é balela.

Uma outra razão é que simplesmente os mercados não confiam na situação fiscal. Não se trata de uma avaliação impressionista. Essas coisas são vistas e testadas no mercado. Estamos todos vendo a encrenca para conseguir melhorar o perfil da dívida pública e como o "risco-país" se tem mantido elevado, a despeito de todos os nossos esforços.