

Taxas de juros: por que tão altas

Gustavo H. B. Franco

Hoje em dia praticamente não existe a escolha entre ser ou não ser uma economia aberta, no que diz respeito a fluxos financeiros. O capital é um ser que habita em cima do muro e que, a todo momento, observa a taxa de retorno no país e fora dele, sempre tomando em conta níveis comparáveis de risco. Tecnicamente, este comportamento é descrito pelo termo “arbitragem internacional”. Numa linguagem mais leiga, diz-se que o capital é “especulativo”. Na verdade, não há capital que não funcione desta forma, nem capitalista (poupador) que não pense diferente.

A fim de demonstrar estas proposições, é conveniente traduzir para o leitor o que diz a teoria econômica sobre esta “arbitragem internacional de capitais”. Não se trata de nada complicado e serve para responder uma pergunta muito frequente de muitos brasileiros: por que temos uma taxa de juros tão alta no Brasil?

Diz a teoria que os juros domésticos devem ser tais que não haja entradas nem saídas contínuas de capital, pois nenhuma destas situações pode ser duradoura. Assim sendo, a taxa de juros dentro do Brasil tem de ser tão boa quanto uma aplicação lá fora, sempre lembrando que deve ser no mesmo nível de risco. Para simplificar a comparação tome-se dois títulos do governo de mesmo prazo, um da dívida interna, com juros pré-fixados em Reais, outro da dívida externa, que paga juros e amortização em Dólares.

Os títulos da dívida externa são transacionados com um certo desconto, o que é o mesmo que dizer que os juros que eles efetivamente pagam é maior do que seus juros contratuais do papel. Hoje, um bônus da dívida externa pode ser comprado de tal sorte a oferecer um retorno de uns 14% em dólar, os quais costumam ser decompostos em dois pedaços: uma parte (hoje por volta de 2%) equivale à taxa de juros do Tesouro Americano, e a outra (por volta de 12%, é o chamado “risco país”).

Pois bem, o último passo para estabelecer qual o juro doméstico de “equilíbrio” é perguntar como se compara uma taxa de juros em Dólar de 14% com uma taxa pré-fixada em Reais. A resposta depende do regime cambial.

Em 1995-97, quando a taxa de câmbio desvalorizava cerca de 8% anuais, na vigência do sistema de bandas (que muita gente, erradamente, chama de “câmbio fixo”) a resposta era simples. Naquele tempo, todavia, a taxa de juros americana esteve mais alta, em torno de uns 5% em média, e o “risco país” bem mais baixo, talvez uns 6% em média. Com isso, era verdade quando se dizia que a taxa de juros não podia cair muito abaixo de $5\% + 6\% + 8\% = 19\%$ pois se isto ocorresse ia sair capital.

Dizia-se também que se o regime cambial mudasse tudo ia ser diferente, o que não se observou exatamente. No ano 2000 (vamos abstrair anos de crise, 1998 e 1999, onde tudo é bem mais confuso), os juros americanos foram maiores, algo como 6,5% e o risco Brasil também maior, algo como 7,5%, e o que se verificou é que sempre vai haver um “risco cambial” que transforma uma aplicação em Dólares numa em Reais e vice versa.

Ou seja, num regime de flutuação cambial, o sujeito que dispunha de um retorno em Dólares de $6,5\% + 7,5\% = 14\%$ e quisesse aplicar em Reais, tinha que considerar uma expectativa de desvalorização ou melhor, um risco de flutuação que ficou muito alto por que o câmbio flutuava muito. Sendo este prêmio por volta de 5%, os juros domésticos tinham que ficar, como de fato ficaram, nos mesmos 19% de antes.

Em 2001, os juros americanos caíram a 2%, mas por conta da Argentina, e também por mazelas nossas, o “risco país” subiu para 12%. Com o risco decorrente da volatilidade cambial na mesma faixa de 5%, os juros têm permanecido nos mesmos 19%.

Os números acima mostram três momentos diferentes de nossa economia nos quais, por diferentes motivos, os juros estiveram em 19%. Os exemplos servem para mostrar que, assim como a teoria econômica, a arbitragem internacional de capitais continua relevante. Outra maneira, mais picante de dizer isto, é observar que é tão tolo dizer que havia uma “dependência de capitais especulativos” antes de 1999, quanto dizer que hoje não há.