

## Juros Reais no Brasil

O leitor que acompanha com alguma frequência as análises econômicas publicadas na imprensa especializada brasileira já deve ter se acostumado a encontrar vasta quantidade de metáforas. O elevadíssimo juro real brasileiro, por exemplo, tem recebido com alta frequência as alcunhas de “jabuticaba”, por ser encontrado apenas no Brasil, e de “Geni”, por ser alvejado e maldito por muitos. O último dos apelidos não me parece, contudo, muito apropriado. A razão é que a Geni de Chico Buarque é bajulada pelos seus concidadãos ao menos no curto período que se estende entre a chegada e a partida do zepelim gigante, ao passo que os juros elevados do Banco Central são criticados até mesmo durante o período em que ajudam a trazer a inflação para patamares civilizados. Mas voltemos à jabuticaba.

Não faz muito tempo, o economista Pérsio Arida lançou um importante desafio aos economistas brasileiros: explicar porque os juros reais são tão altos por estas bandas. Para o período 1995/1998, a resposta é fácil. O juro real alto e volátil deste período era simplesmente o subproduto desagradável da estratégia de ancorar a inflação via fixação da taxa de câmbio em uma economia com péssimos fundamentos fiscais, e inserida em um mundo repleto de turbulências. Mas explicar juros reais de 10% após 1999, quando passamos a um regime de câmbio flutuante, é muito mais complicado. Principalmente tomando-se em conta o baixíssimo patamar dos juros internacionais na maior parte deste período.

O próprio Pérsio, ao propor esta agenda, aventou uma tese interessante: a da incerteza jurisdicional. Segundo esta, nossos juros reais seriam os maiores do mundo por deficiências legais na garantia dos direitos de propriedade dos credores. O problema aqui é, em minha opinião, empírico. Apesar de ser verdade que não asseguramos o quanto deveríamos o direito de propriedade no Brasil, muitos outros países estão atrás de nós neste quesito e não praticam juros tão assustadoramente elevados.

Com efeito, a generalização da tese Arida coloca o risco como fator primordial na explicação dos juros altos. Devido à nossa história de calotes e aos fracos “fundamentos” da nossa economia, seria altamente arriscado emprestar recursos para o Brasil. Os juros elevados seriam um reflexo direto do alto risco.

Concordo ser plausível atribuir ao canal do risco uma parte da explicação para o elevado patamar do juro doméstico. Mas não uma grande parte, visto que o Brasil, campeão (com folga) mundial de juros reais nos últimos anos, não me parece um dos países mais arriscados do mundo. Não somente alguns índices que visam aferir o chamado risco país, como o EMBI, por exemplo, não corroboram esta história, como os próprios fundamentos econômicos - apesar de ainda ruins em muitos aspectos - não são tão piores aqui comparativamente a outros quinhões do mundo em desenvolvimento.

Note-se que o acima mencionado não é uma negação de que ainda há muito que se fazer para aprimorar nossos fundamentos, a começar por uma reforma fiscal de longo prazo que mude o nível e a composição do gasto público no Brasil. Digo apenas que nossos fundamentos não são suficientemente piores que o de outros Emergentes para servirem de base de explicação do nosso diferencial de juros para com eles.

Colocadas as críticas às teorias tradicionais de explicação dos juros altos, que não as desqualificam, mas apenas colocam em xeque seu poder explicativo, vejamos outras duas teses que me soam interessantes para explicar nossa “jabuticaba”. A primeira se baseia na evidência de que passamos recentemente por um período de forte queda da taxa de inflação, e a segunda no fato de que os canais de transmissão da política monetária no Brasil estão fortemente obstruídos.

Para quem não se recorda, a inflação ao consumidor no Brasil andava pela casa dos 12% ao ano no final de 2002 em consequência de uma forte monetização da economia (espelho da rejeição aos títulos públicos ofertados), e expressiva depreciação cambial, ambas resultantes do estresse eleitoral de então. No fim deste ano, a mesma inflação ao consumidor deverá estar gravitando nas vizinhanças de 4%. A desinflação vivenciada no período terá sido, portanto, muitíssimo significativa, e o patamar médio de juros reais vigentes no período poderia, conseqüentemente, ser em parte explicado pelo hercúleo esforço de trazer a inflação para níveis próximos aos internacionais em um período razoavelmente curto de tempo. Note-se que uma vez completada a desinflação em direção à meta de longo prazo, o que já se afigura no horizonte, o fardo dos juros poderia se tornar, muito em breve, consideravelmente menor.

A tese da obstrução dos canais de transmissão já é de conhecimento dos economistas brasileiros há algum tempo, apesar de não ter figurado com proeminência nas análises recentes. A idéia é de que a baixa razão crédito/PIB, e a alta proporção de títulos públicos indexados à Selic, diminuem a eficácia dos aumentos de juros no controle da demanda agregada, significando que para atingir-se o mesmo objetivo inflacionário, a dosagem do remédio tenha que ser muito elevada. No caso do crédito, a idéia é simples: mudanças nos juros afetam o crédito, mas como ele é pequeno relativamente à economia, isto se traduz em queda apenas modesta da demanda agregada. No caso da dívida pós-fixada, o problema é que aumentos de juros não afetam a riqueza dos detentores destes títulos. Pior, um arrocho monetário afeta *positivamente* a renda dos portadores destes papéis, caso não valha a chamada equivalência Barro-Ricardiana. Resumindo com um jargão típico dos economistas, a elevada proporção de dívida Selic gera uma “externalidade negativa” para a política monetária, reduzindo sua capacidade de afetar a demanda agregada da economia (e, portanto, pedindo um fardo de juros mais alto).

Em conjunto, as teorias baseadas em fundamentos, risco, período de desinflação e obstrução de canais de transmissão, parecem fornecer uma explicação um pouco mais razoável para o elevado patamar do juro real brasileiro. A opção, que apesar de não poder ser sumariamente descartada, não me soa razoável, seria acreditar em erros sistemáticos dos condutores da política monetária.

*Carlos Eduardo Soares Gonçalves, professor de economia da FEA-USP. Email: cesg@usp.br*