

Os juros reais no Brasil, a jabuticaba e a Geni

Atribuir patamar de juros a erros de política monetária é interpretação céptica. Por **Carlos Eduardo S. Gonçalves**

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, futebolísticas e de outras naturezas, que são empregadas com o objetivo de facilitar a ilustração de conceitos e chamar a atenção para problemas econômicos. 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.

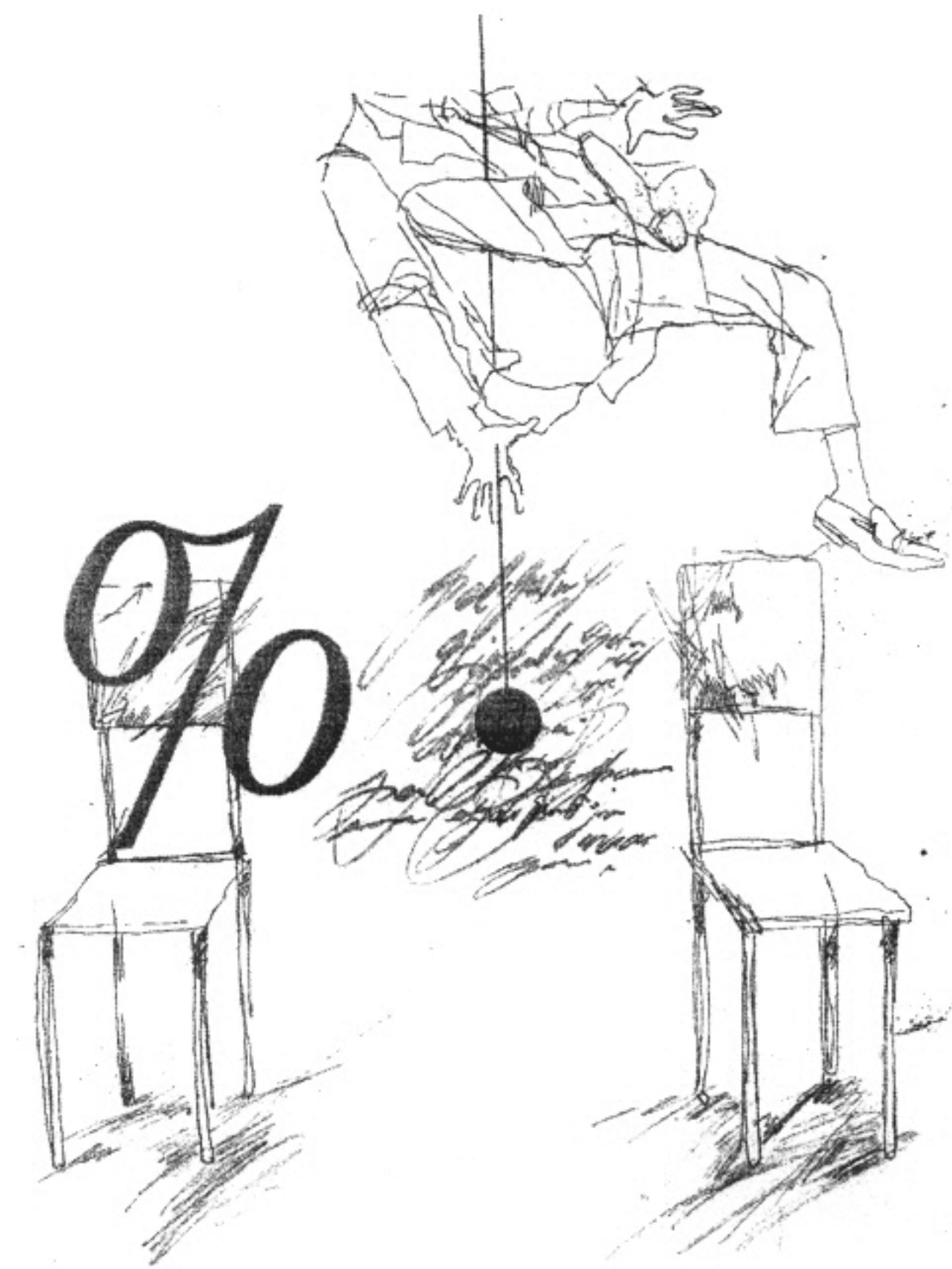
Apesar de muitas vezes descabidas, as críticas contra juros reais altos como os nossos são sim justificáveis. Não somente pelos sempre lembrados efeitos deletérios que este exerce sobre a atividade, mas principalmente por uma questão de equidade social, dado que pobre não compra título público, mas paga os impostos indiretos que são usados para honrá-los.

Não faz muito tempo, o economista Pêrsio Arida, um dos pais do Plano Real que debelou a inflação no Brasil, lançou um importante desafio aos economistas brasileiros: explicar por que 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 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 Pêrsio, ao propor esta agenda de pesquisa, aventou uma tese interessante para o quebra-cabeça do juro: 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 com esta tese é, em minha opinião, eminentemente 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 (segundo o índice de proteção ao credor do Banco Mundial, por exemplo) e não praticam juros tão assustadoramente elevados.

A segunda explicação comumente apresentada, e similar à tese de Arida, coloca o risco soberano como fator primordial na explicação dos juros altos. Devido à nossa história de calotes — que, aliás, começou bem cedo, dois anos após a proclamação da Independência — e aos fracos "fundamentos" da nossa economia, seria altamente arriscado emprestar recursos para o governo e setor privado brasileiro. Conseqüentemente, os juros elevados seriam apenas um reflexo do alto risco Brasil.

Como no caso da incerteza jurisdicional, concordo que é 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 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, não corroboram esta história, como os próprios fundamentos econômicos — apesar de ainda ruins em muitos aspectos — medidos diretamente não são tão piores aqui comparando a outros quinhões do mundo em desenvolvimento.

Note-se que o acima mencionado não é nem de perto 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 composição do gasto público no Brasil. Digo que nossos fundamentos não são suficientemente piores que o de outros emergentes para explicar o nosso diferencial de juros para com eles. Como exemplo, temos mantido, desde 1999, superávits primários não desprezíveis, e logramos reduzir, de forma expressiva a razão dívida externa/exportações, (a qual caiu, no período de seis anos, de 5 para 1,5).

Trocando em miúdos, a tese de que fundamentos ruins e risco elevado explicam os juros domésticos

Teorias de fundamentos, desinflação, obstrução de canais de transmissão e riscos explicam elevadas taxas do juro brasileiro

é no mínimo incompleta, podendo inclusive estar errada, dependendo de quanto crédito deva ser atribuído à idéia oposta, qual seja, de que são os juros altos que causam o risco elevado e deterioram os fundamentos e não o contrário.

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" (ou "Geni", para os que discordam da conclusão do primeiro parágrafo). 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 conseqüência de uma forte monetização da economia (espelho da rejeição aos títulos 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 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 que no passado recente.

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 se atingir o mesmo objetivo inflacionário, a dosagem do remédio precisa ser elevada. No caso do crédito, a idéia é bem 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 altas dos juros básicos não afetam a riqueza dos detentores destes títulos, cujo rendimento varia *pari passu* com a Selic. Mais ainda, um arrocho monetário afeta positivamente a renda dos portadores destes papéis, caso não valha a chamada equivalência Barro-ricardiana dos títulos públicos. 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 (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 seria acreditar em erros sistemáticos dos condutores da política monetária. Apesar de não me parecer possível descartá-la completamente, não vejo esta interpretação mais céptica como uma explicação alternativa confiável para nossa "jabuticaba"/"Geni".

Carlos Eduardo Soares Gonçalves é professor de economia da FEA-USP.