

# Depois do ajuste fiscal, a batalha dos juros

Com a maioria das medidas de correção já aprovadas pelo Congresso e o câmbio liberado, as atenções voltam-se para o movimento das taxas

Alexandre Calais e Vicente Nunes  
de São Paulo e Brasília

O governo federal conseguiu aprovar no Congresso praticamente todas as medidas do pacote de ajuste fiscal de R\$ 28 bilhões, entre corte de despesas e aumento de receitas, acertado com o Fundo Monetário Internacional (FMI). Resta apenas votar a manutenção e o aumento da alíquota – de 0,20% para 0,38% – da Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira (CPMF), já aprovado no Senado, e o Orçamento da União para este ano, com vários cortes de despesas em relação ao projeto original e que estabelece uma meta de superávit primário de R\$ 16,4 bilhões.

O ajuste fiscal e a livre flutuação do câmbio eram dois dos componentes mais importantes para abrir espaço para a queda de juros. Mas, mesmo assim, as taxas continuam altas. E não devem cair muito abaixo dos 32,5% (Selic) desta semana. A explicação é que os juros são neste momento a única arma que o Banco Central conta para evitar que a economia fuja totalmente do controle. "Se os juros caem neste momento de turbulência, a saída de dólares do País tende a aumentar muito e a desvalorização do câmbio também", diz o diretor de análise econômica do BMC, Marcelo Allain. Ou seja, enquanto não se alcançar o ponto de equilíbrio real/dólar é remota a chance de queda nos juros.

Para o economista Adauto Lima, do Lloyds Bank, a taxa de juros alta tem também neste momento a função de evitar uma disparada da inflação e o reinício do processo de indexação da economia. "Os juros são a única ân-



cora para a economia não desestabilizar de vez", afirma. Dany Rappaport, economista-chefe do Banco Santander, diz que a queda dos juros é mais ou menos como baixar a febre de um doente. "O que importa é que haja reformas estruturais na economia."

Nesse sentido, passa a contar muito a credibilidade do governo, bastante abalada nas últimas semanas. "O próprio governo acaba alimentando isso, ao trazer à tona assuntos como inflação e pacto social. Isso cria uma demanda ainda maior por dólares, num processo de expectativas negativas que pode não ter fim", diz o economista Dirceu Bezerra, da consultoria Rosenberg & Associados.

Bezerra tem, no entanto, opinião que os juros devem cair o mais rapidamente possível. No máximo, estar a 20% até meados do ano. "Isso abriria perspectivas para a economia voltar a crescer no segundo semestre, melhorando a questão fiscal de curto prazo", afirma. Seis meses parece ser o número de consenso entre os economistas, se é que pode existir algo consensual em momento de tal turbulência no mercado, para o estabelecimento de uma relativa estabilidade real/dólar e abertura de espaço para queda dos juros.

Enquanto isso não acontece, a dívida pública interna do País amarga aumentos estrondosos. Somente de

novembro para cá, passou de R\$ 319,9 bilhões para R\$ 359,9 bilhões. Os R\$ 40 bilhões adicionais representam 142% do superávit primário (sem levar em conta as despesas com juros) de R\$ 28 bilhões prometido pelo governo no acordo com o FMI. Outro consenso entre os economistas é que as metas acertadas com o Fundo não conseguirão ser cumpridas de forma alguma. "As contas públicas pioraram por conta da indexação de grande parte da dívida do País ao dólar. As metas terão de ser renegociadas", diz Allain, do BMC.

A adoção dos juros altos como forma de proteger a política cambial, por sinal, só fez aumentar a dí-

vida pública. Em setembro de 1997, por exemplo, quando começou a estourar a crise asiática, a dívida pública federal em poder do mercado estava em R\$ 210,048 bilhões. Ou seja, de lá até novembro do ano passado, o endividamento cresceu 52,31%, ou R\$ 109,879 bilhões.

Nesse período, o governo foi obrigado a praticamente dobrar as taxas de juros em duas oportunidades. De outubro para novembro de 1997, auge da crise no Sudeste da Ásia, a taxa anual dos títulos públicos passou de 20,56% para 43,24%. Três meses depois, no entanto, com o movimento especulativo em torno do real se acomodando, o governo conseguiu reduzir novamente as taxas de juros, em um processo gradual. Mas nada que permitisse o equilíbrio das contas públicas ou do endividamento interno. Muito pelo contrário. O déficit público passou de 4,7% do Produto Interno Bruto (PIB), em setembro de 1997, para quase 8% do PIB em agosto do ano passado, quando estourou a crise russa.

Com as turbulências cada vez maiores por causa da decretação da moratória russa, o Banco Central foi obrigado a novamente lançar mão dos juros altos para conter mais um ataque especulativo contra o real. Na primeira semana de setembro do ano passado, jogou os juros de 19% ao ano para 29,75%. Sete dias depois, foi obrigado a novamente empurrar as taxas para cima, de 29,75% para 43,75%.

De setembro para novembro a dívida pública cresceu, então, R\$ 17,65 bilhões, quase o dobro dos R\$ 8,8 bilhões arrecadados pelo governo em julho, com a primeira parcela do pagamento da privatização da Telebrás. Outro dado importante: esses juros elevadíssimos não foram suficientes para conter a fuga de capitais. De setembro do ano passado em diante, o País perdeu cerca de US\$ 45 bilhões de suas reservas

cambiais, o que levou a equipe econômica a pedir socorro ao FMI.

Os gastos cada vez maiores do governo com juros não se refletiram no setor privado. Com as taxas nas alturas, bancos e empresas preferiram restringir os empréstimos. Os bancos, temendo levar calotes. As empresas, por saberem que não poderiam cumprir os compromissos em dia. De setembro de 1997, quando começou a disparada dos juros, até novembro de 1998, o endividamento privado interno cresceu apenas 7,89%. A maior parte desse aumento foi sustentada pelos financiamentos do sistema bancário às indústrias: 8,63%. Caíram, por sua vez, os financiamentos às pessoas físicas (-1,44%) e ao comércio (-16,54%). Apesar da prudência dos bancos e das empresas, a inadimplência pulou de 6,6% para 11,7%.

Para se ter uma idéia de como as taxas de juros altos e as incertezas provocaram distorções na economia, em novembro do ano passado os bancos registravam R\$ 25,85 bilhões em créditos em atraso. Mas as instituições financeiras contabilizavam em seus balanços, como renda apropriar (juros de mora e multas) de seus clientes inadimplentes, R\$ 345,9 bilhões.

Foram os juros altos e a promessa do governo de que não haveria mudanças na política cambial os principais estimuladores para a corrida da empresas brasileiras em busca de dinheiro mais barato no exterior. Em dezembro de 1996, o setor privado tinha um endividamento externo de US\$ 53,717 bilhões, passando para US\$ 83,316 bilhões em dezembro de 1997 e para US\$ 119,281 bilhões em novembro do ano passado. Ou seja, nesse período, essas dívidas aumentaram 122%. No setor público, no entanto, houve um pequeno recuo no endividamento externo, caindo de US\$ 88,431 bilhões para US\$ 81,225 bilhões (-8,14%). Destaque-se que esses números sofreram fortemente o impacto da desvalorização do real frente ao dólar. ■