

Finanças Avaliação é consenso entre as principais correntes envolvidas no debate sobre a política monetária

Crescimento requer mais que juros baixos

Luiz Sérgio Guimarães

De São Paulo

Ou o juro cai ou o Brasil não cresce é um slogan que reflete apenas uma meia verdade. Apesar de ter caído 10,5 pontos percentuais desde junho de 2003, quando estava em 26,50%, a taxa básica de juros, a Selic, atualmente em 16% ao ano, não consegue estimular o crescimento econômico na proporção desejada.

O atual ritmo de declínio do juro — 0,25 ponto percentual a cada reunião do Copom — trouxe à tona a possibilidade de o BC não conseguir cumprir a meta de inflação de 5,5%, acertada para este ano entre o governo brasileiro e o FMI. O BC está convencido de que será possível crescer 3,5% este ano mesmo com um juro real na faixa de 9%. O raciocínio é que a taxa básica não precisa cair estrondosamente para que o país volte a crescer depois da retração de 0,2% experimentada em 2003.

Não há, mantido o atual modelo de política econômica, perspectiva de queda acentuada do juro. As instituições consultadas pela pesquisa Focus do BC prevêem Selic de 14% no final do ano. Cumprida a meta de inflação, 2004 terminará com juro real de 8,06%. Trata-se do menor nível de juro real dos últimos dez anos, e teto do que o governo considera o "juro real de equilíbrio", entre 6% e 8%. Esse seria o juro ideal, aquele que segura a inflação e não tolhe o crescimento econômico.

O cenário interno, que concilia inflação em queda e produção desaquecida, sugere que não será difícil chegar-se a 14% de juro em dezembro. O que interessa ao mercado saber neste momento é se a virtual alta dos juros nos EUA interromperá ou não o ciclo de

queda da Selic. Não se sabe se o fim do afrouxamento monetário americano gerará contração, e em que grau, da liquidez internacional.

Dependendo da retração do capital estrangeiro, a taxa de câmbio doméstica poderá ser desvalorizada a despeito da oferta de dólares proveniente dos exportadores. Uma apreciação cambial tem efeitos perversos sobre a inflação. O juro teria de permanecer elevado não só para conter a inflação como para dissuadir eventuais saídas de capital externo.

Mesmo que a esperada turbulência internacional não obstrua a via declinante do juro, os 14% de fim de ano não parecem ainda ideais. A taxa de juros baixa é condição necessária para o crescimento, mas não suficiente. A juntar os dois extremos do debate atualmente travado em torno dos juros há o consenso de que, sozinho, o juro não faz milagre.

A corrente ora vitoriosa — encastelada no primeiro escalão do governo Lula, incorporada pelos analistas do mercado financeiro e cuja face acadêmica mais notável é composta pelos economistas da PUC-Rio — sustenta que o juro é o único instrumento eficaz de combate à inflação. Mantido por anos a fio um robusto superávit primário das contas públicas, reduz-se a proporção da dívida líquida sobre o PIB. A dívida cai, o PIB cresce a despeito de o juro ser sustentado em patamar antiinflacionário ainda elevado. O crescimento será buscado por meio de reformas microeconómicas, capazes de diminuir o spread bancário e aumentar a oferta de crédito. A corrente oposta, cujos expoentes acadêmicos, aglutinados no Instituto de Economia da UFRJ, definem-se como pós-keynesianos, também não

considera o juro isoladamente fator decisivo de crescimento.

Existem pelo menos três explicações para o fato de os juros serem historicamente altos no Brasil, bem acima da média dos países emergentes. A primeira, fornecida pelo pensamento conservador dominante, é a de que não há como financiar a gigantesca dívida pública federal interna, hoje de R\$ 750 bilhões, sem pagar remuneração atrativa aos credores. Na ausência de juro compensador, o investidor opta por outras aplicações (ações, dólar, commodities) e o governo não terá como financiar sua dívida. O resultado é duplo: inflação e calote.

Para o investidor pessoa física, que não recebe a Selic bruta, o juro não é tão elevado assim. Descontados imposto de renda e CPMF, a taxa cai de 16% para 12,4%. Para o tomador de empréstimos, a taxa-piso de 16% é apenas uma miragem. Para muitos analistas, o problema não reside na Selic, mas nos juros do crédito. Estes podem até subir mesmo com Selic em queda, como aconteceu em março. A culpa, segundo a versão oficial, é da elevada carga tributária, inadimplência alta e margem de lucro dos bancos.

A segunda explicação para os juros elevados é a dos pós-keynesianos. Para o professor-adjunto do Instituto de Economia da UFRJ, João Sicsú, há dois motivos. Primeiro, porque a taxa de juros é calibrada de tal forma que a taxa de câmbio possa seguir a trajetória desejada pelo BC. Os juros elevados são utilizados para atrair ou impedir a saída de capitais. É prática conhecida do BC a elevação ou a manutenção dos juros em patamares elevados para manter a rentabilidade dos capitais voláteis aqui no Brasil", diz o economista.

O segundo motivo que explica a



elevada taxa de juros é que ela é o instrumento de controle inflacionário no regime de metas de inflação. Como grande parte da inflação brasileira, advinda dos reajustes de preços administrados, não é sensível aos aumentos de juros, o BC mantém a Selic em patamar elevado para que possa comprimir em muito os preços livres. "Esse regime de metas, além de controlar a inflação às custas de desemprego e falências empresariais, está introduzindo uma grande distorção de preços relativos na economia brasileira entre livres e administrados", diz Sicsú. Instrumentos alternativos devem ser criados, segundo ele, para que haja uma redução da volatilidade cambial e para que os preços possam ser mantidos sob controle.

Para Sicsú, o spread bancário é excessivo no Brasil. É o dobro de países como Peru ou Colômbia, três vezes e meia o do México e dez vezes superior ao cobrado nos EUA, União Europeia ou Austrália. Estudos do BC mostraram que 40% da composição do spread refere-se aos ganhos dos bancos, aproximadamente 20% refere-se a defesa contra inadimplência, o resto são impostos e custos administrativos. Como

os bancos consideram inadimplentes aqueles clientes que atrasam o pagamento dos seus compromissos por 15 dias, então a taxa verdadeira de calote é muito menor do que aquela imputada pelos bancos no spread cobrado. "O ganho bancário nessa atividade está em torno de 50%. Os ganhos são exagerados, dão inveja em qualquer industrial bem-sucedido. Essa é a explicação do elevado spread. A realidade é explicada pelos números e não pelas versões dos banqueiros", diz Sicsú.

Algumas medidas poderiam, do ponto de vista keynesiano, ser tomadas para a redução das taxas de juros cobradas pelos bancos. O BC deveria reduzir os depósitos compulsórios, desde que estabeleça uma regra obrigando que as novas reservas livres fossem canalizadas para o crédito — caso contrário, os bancos compram títulos públicos (ou câmbio, quando é o caso) e os recursos continuariam escassos para operações de crédito. Os bancos públicos deveriam, em segundo lugar, impor uma concorrência via "guerra de juros" aos bancos privados reduzindo drasticamente os spreads, avalia Sicsú.

A queda dos juros não traria, se-

gundo o economista, qualquer pressão inflacionária. A economia está parada e o desemprego é recorde. A redução da taxa de juros poderia apenas elevar um pouco o preço do dólar devido a uma saída de capitais — o que seria benéfico para estimular as exportações em setores menos competitivos e a substituição de importações.

Além disso, a queda da Selic diminuiria as despesas do setor público devido à redução do serviço da dívida. Sobrariam recursos para o governo gastar com o objetivo de cumprir as suas promessas de campanha. "Mas é preciso alertar: a queda da taxa de juros por si só não trará o espetáculo do crescimento", afirma Sicsú. "Os juros são como uma corda: são capazes de impedir o avanço da economia, mas não são capazes de empurrar a economia para frente."

O economista Alberto Borges Matias, diretor da ABM Consulting, fornece a terceira interpretação para a resistência à queda dos juros. Segundo seus estudos, os bancos arcaram, pelos padrões internacionais, com estrutura de custos muito pesada em relação ao modesto volume de crédito. "Os bancos não apresentam, no Brasil, economia de escala, necessitam de apoio de políticas macroeconômicas para a sua sustentabilidade." Se o juro cair abruptamente, a solvência das instituições estará ameaçada, diz Matias. Resta ao governo reduzir a dependência do sistema ao juro alto, ampliando o volume de crédito. Só depois o juro poderá cair. Sem a queda da Selic, a dívida cresce em proporção maior à capacidade de absorção de títulos pelo mercado. O resultado é a monetização da dívida e o caos inflacionário. Juro muito alto tem o efeito oposto ao que pretende combater.