

Mais uma vez, os juros

Prof. William Grava

26/01/2005

A discussão é recorrente. A cada reunião do COPOM vemos as opiniões divididas entre os que justificam o tratamento conservador da política de juros e os que acham que, inócua, apenas atrapalha o desenvolvimento econômico do país.

Lamentavelmente, o avanço da Teoria Macroeconômica nas últimas décadas não ajuda muito. Modelos econométricos sofisticados, ferramentas numéricas recursivas, bases de dados como nunca se viu antes, nada disso foi ainda capaz de fornecer a pedra filosofal da economia, aquela “formulazinha” que diga qual o percentual de juros que a autoridade monetária deveria adotar. Na verdade, o desenvolvimento da teoria até ajudou a convencer-nos de que essa fórmula nunca virá.

Vieram alguns avanços, é verdade. Ferramentas de avaliação do equilíbrio fiscal, a demonstração da importância da vulnerabilidade externa, que pode ser reduzida não simplesmente com o aumento das exportações mas com o fluxo total de comércio, importações aí incluídas, desenvolvimento institucional, particularmente proteção aos contratos e ao direito de propriedade e a preferência pela política de juros como ferramenta de controle da autoridade monetária. Isso mesmo: juros, e não controle do câmbio, dos preços no varejo, dos fluxos de capitais ou mercadorias. Dos juros, mas sem a desejada fórmula para saber seu valor correto.

Escolhidos os juros, só nos resta agora o senso comum para determinar o valor e o sentimento de que devem subir ou baixar. Quando o COPOM decide alguma coisa, particularmente quando toma a impopular decisão de aumentá-los, é natural que muitos protestem. Alguns corretamente, porque estão sinceramente convencidos de que os juros deveriam ser mais baixos. Muitos outros, contudo, por conveniência. Afinal, é uma posição simpática, que mostra uma posição crítica e independente, difícil de contestar e que não precisa ser provada, pois quem argumenta não é responsável pela decisão.

Então, vamos propor uma coisa diferente. Em vez de discutir se os juros deveriam ser 0,25% mais altos ou mais baixos, o que não temos condições de fazer, vamos discutir por que são tão altos e que implicações haveria em sua redução. Para isso, vamos considerar duas coisas: o uso dos juros para conter a inflação e o comportamento dos mercados de capitais.

Desde o final do governo FHC temos escutado sempre o mesmo argumento contrário ao uso dos juros no controle da inflação: “temos uma inflação puxada pelos custos e pelos preços administrados, que responde pouco à política de juros”. Começou com a disparada do dólar face às pesquisas eleitorais de 2002. Dólar disparando, custos subindo, empresas pressionadas e tentando repassar aos preços. Voz mais ativa da oposição aos juros, o Senador (então deputado) Mercadante batia na tecla de que a pressão inflacionária era de custos, não de demanda, o que não justificava os juros altos.

De fato, os juros altos não poderiam reduzir os custos, mas ajudavam a restringir seu repasse via contenção, justamente, da demanda. De lá para cá temos tido, quase o tempo todo, uma pressão de contenção ao repasse dos custos. É só examinar as séries históricas de inflação no atacado e no varejo: nos últimos doze meses, a FGV indicou um aumento de 14,67% no IPA-DI e de 6,27% no IPC-DI. No longo prazo isso é insustentável: ou as empresas repassam os custos ou quebram. No entanto, este é um bom motivo para se buscarem outros recursos, tais como a redução de custos operacionais, desoneração tributária e outras fontes de aumento nos custos, não para

o simples abandono dos juros altos, o que apenas anteciparia o processo inflacionário.

Em particular uma dessas fontes de aumentos é o câmbio, mas já falamos dele em um texto anterior¹: no início de dezembro dissemos que não seria possível conter a queda do dólar e de lá para cá aconteceu apenas o que era de se esperar. Se queremos conter os custos, precisamos pensar em outra coisa que não um dólar caro.

A outra coisa que discutimos, com os juros altos, é o acesso ao crédito. Com juros dessa monta, nossas empresas têm dificuldade para financiar investimentos, aumentar sua capacidade produtiva ou modernizar seus processos, enfim, ajudar no combate à própria inflação. Também têm acesso a capital de giro mais caro, o que precisa ser repassado aos preços.

Tudo isso é verdade, mas acesso ao capital pede uma coisa básica: capital. Hoje o Governo é o grande devorador de crédito, com um endividamento muito superior ao de economias comparáveis, como a mexicana (quase o dobro, como proporção do PIB). De um lado, juros altos são uma consequência óbvia do endividamento. De outro, juros mais baixos, que os empresários considerassem viáveis, significariam uma presença maior das empresas no mercado de crédito. Com que recursos? Aqueles que hoje financiam a dívida pública. Então, ou mais dinheiro entra no mercado ou o Governo tem que sair para as empresas voltarem.

A primeira alternativa é a do acesso aos recursos externos, o que se faz com mais exposição externa, mais trocas, além de um incentivo ao capital internacional com regras claras e a sinalização de responsabilidade pelo Governo. Há muita crítica que pode ser feita aqui, mas é inegável que nossa situação externa melhorou nos últimos tempos.

A segunda alternativa, que é perfeitamente compatível com a primeira, é a saída gradativa do Governo via redução da dívida pública, o que se faz com responsabilidade fiscal, o que temos apenas em parte. É verdade que o Governo procura equilibrar suas contas, o que é bom, mas também é verdade que só faz isso pelo aumento dos impostos. Se vem restringindo investimentos é porque gasta mal, com uma estrutura pesada e inoperante, e não porque gaste pouco.

Temos visto muito alarde sobre os juros e pouco sobre os gastos públicos. Muita reclamação sobre os efeitos mas nenhuma sobre as causas. Quando o PT estava na oposição, o discurso era o de abandonar o tal Neo-Liberalismo, coisa nefasta dos donos do poder. Uma vez Governo, viu que não poderia assumir uma política irresponsável. Da mesma forma, muitos críticos da atual política de juros teriam outra opinião se tivessem assento no COPOM.

O COPOM fez o que precisava fazer. Seus críticos, talvez não.

¹ Intervir ou não intervir? Texto de 6/12/2004: veja em www.grava.com.br.