

O que aconteceu com os juros em 1999 ?

Gustavo H. B. Franco

A mudança no regime cambial foi feita com o propósito de permitir uma redução sustentada nos juros. O país estava cansado de juros altos, os quais, todavia, pareciam inevitáveis tendo em vista as crises da Ásia e da Rússia, quase que em seqüência. Argumentava-se, por outro lado, que se o regime cambial fosse outro, a desvalorização "substituiria" o aumento de juros em algum grau. Será mesmo? O que diz a teoria econômica? Foi isso mesmo que ocorreu depois que flutuamos?

A teoria mais ou menos aceita é mais ou menos clara: diz que se existe mobilidade de capitais o país tem de escolher entre taxa de câmbio fixa e liberdade total para fixar os juros, nunca as duas. Se combinações são possíveis, e em que circunstâncias, é menos claro. Há pouca dúvida, por outro lado, que se as contas públicas estão desarrumadas não é possível ter nenhuma das políticas: o juro será fixado pelas necessidades de captação do governo (e pelo imperativo de não deteriorar demais o perfil da dívida pública) e o câmbio fica determinado, por resíduo, pelas contas externas. Assim, para resumir a teoria, se as finanças públicas estão em ordem temos uma escolha. Se não estão, não temos nenhuma.

Pois bem, o ano de 1999 oferece um difícil campo de teste para as diferentes visões sobre os juros altos no Brasil, especialmente no primeiro semestre. A mudança cambial foi muito confusa e cheio de improvisações. Os juros foram sendo elevados em fevereiro até que em março foram postos em 45% anuais. Tudo que se queria evitar. E só no segundo semestre voltamos a algo próximo de 20%, ou seja, níveis nominais próximos ao que praticávamos antes da crise da Ásia. De janeiro a setembro de 1997 os juros reais médios foram de 1,16 % mensais (14,8% anuais) quando deflacionados usando o IPCA, e 1,01% (12,8% anuais) usando o IGP-M. A inflação era menor nesse período do que é hoje: 0,48% mensais (5,9% anuais) pelo IPCA e 0,63% mensais (7,8% anuais) pelo IGP-M. As comparações entre esses números e os do segundo semestre de 1999 são prejudicadas pela discrepância de índices de inflação que marca este período, e parece apenas se alargar: de junho a novembro de 1999 a inflação foi de 0,72% mensais em média pelo IPCA (8,9 % anuais) e de 1,50% mensais pelo IGP-M (19.6 % anuais).

Com isso, os juros reais ficam sensíveis ao índice que se escolhe para deflacionar os juros nominais: pelo IPCA os juros reais foram de 0,67% mensais (8,3% anuais) no segundo semestre desse ano (afora dezembro), mas pelo IGP-M foram negativos em 0,23% (2,8% anuais).

Pode-se dizer, portanto, que, ao fim das contas, estamos com os menores juros reais dos últimos anos, especialmente se a inflação relevante for aquela medida pelo IGP-M. Na verdade, é a primeira vez que temos juros reais negativos desde o início do Plano Real. Não há nada o que se comemorar nisso: juros reais negativos são um fator de distorção na economia, e fornecem

combustível direto para a inflação. Há choques ditos "de oferta", a maxi, ainda reverberando pela economia, e um bocado de tensão nas chamadas cadeias produtivas. A prática de juros reais negativos nessas condições é um enorme risco.

Bem, mas se a inflação relevante é a do IPCA, os juros reais estão de bom tamanho e não há nada a fazer. Mas que índice deve adotar o Banco Central e o Ministério da Fazenda em suas decisões?

Não é a primeira nem a segunda vez que discrepâncias nos índices de inflação complicam as decisões de política econômica. A resposta tradicional para a pergunta feita acima sobre a escolha de índices é "todos". Cada índice mede um fenômeno específico: são diferentes ângulos da mesma realidade, que nunca conseguimos apreender senão nessas observações parciais e reconhecidamente imperfeitas. Durante os primeiros dois anos do Real a inflação do IPCA andou muito maior que a dos preços por atacado, que fazem 60% do IGP-M. Na época era comum que se usasse a expressão "média dos índices" para medir a inflação e o sucesso do Real. Afinal, os índices pareciam convergir para baixo, e o juro real, deflacionado pela "média dos índices" foi sempre de um tamanho digno. Para o período que vai de julho a novembro de 1999, o juro real, deflacionado pela média dos dois índices aqui mencionados (IPCA e IGP-M) foi de 0.22% mensais (ou 2,7% anuais). Muito ou pouco? Teria o Banco Central ido longe demais na redução de juros, como abertamente argumentam alguns consultores?

O fato é que estamos terminando 1999 sem que nenhuma novidade importante tenha melhorado as percepções sobre o problema fiscal brasileiro. E isso é importante para se avaliar o quanto é possível baixar os juros. É verdade que estamos cumprindo a meta de 3% de superávit primário, mas é também verdade que isso não tem muita importância se é grande a probabilidade que o arrocho seja apenas temporário. De fato, se os 3% de superávit não são uma regra para o resto da vida, seu impacto sobre as expectativas é muito pequeno. O sacrifício parece vão. De toda maneira, nada de novo ocorreu no campo previdenciário em 1999, assim como no terreno da privatização, especialmente federais. A Lei de Responsabilidade Fiscal foi reduzida a uma pobre caricatura do que pretendia ser, na primeira Comissão que a examinou na Câmara.

O ano de 1999 parece terminar de forma ambígua no tocante a juros. A apreciação cambial corretamente induzida pelo BC vem encolhendo a bolha inflacionária, o que tem construído uma atmosfera de otimismo nos mercados. Mas olhando mais à frente, vemos uma difícil pergunta sobre o futuro da política fiscal, da qual depende fundamentalmente a política de juros: que vai acontecer com as contas fiscais quando o F