



# Política de juros do BC e os riscos da Travessia

A causa fundamental da inflação é o excesso da demanda global sobre a oferta global. Nos anos 2012/2015, a política econômica foi contraditória: estímulo ao aumento da demanda, via crédito e déficit público, e aumento dos juros. O quadro atual – hiato do produto expressivo; Políticas Fiscal e Monetária alinhadas; estimativa de inflação atual anualizada entre 4% e 5% – permite ao BC testar o nível de juros reais de 4%. O ajuste deve ser feito nas três/quatro primeiras reuniões de 2017, pois não faz sentido o ritmo de redução de 0,25 com juros de dois dígitos. O BC pode arriscar não cumprir a meta em 31/12/2017, pois o risco relevante é de crise da dívida, devido ao nível do déficit público e à estagnação da economia. Ao condicionar o ritmo de queda da Selic ao cumprimento da meta, o Copom pode estar influenciado pelo *anchoring* de 31/12/2017 e, por isso, não estar sopesando os riscos de forma ótima para a Política Econômica da Travessia para 2019.

**M**eta e missão - Na Ata do Copom da reunião do dia 30/11/2016, divulgada no dia 05/12, há considerações sobre a “probabilidade da retomada da atividade econômica” ser “mais demorada e gradual que a antecipada previamente”, e a conclusão de que:

*“O Comitê entende que o ritmo de flexibilização monetária será calibrado levando em conta as suas projeções de inflação e seus fatores determinantes, de modo a perseguir uma trajetória que permita cumprir a meta para a inflação para 2017 e 2018. O Comitê avalia que atualmente não há incompatibilidade entre esses dois objetivos”.*

Pelas citações acima, depreende-se que o BC condiciona o “ritmo de flexibilização” a uma avaliação do cumprimento da meta. Isto é, segundo o BC, o risco a se evitar é o de não cumprir a meta. Arguo que, no contexto atual, o risco relevante é o de crise da dívida, isto é, do não cumprimento da missão de prosperidade econômica e não de uma meta, por importante que seja a questão formal. Está subentendido nessa opinião que a Política Econômica deve ser exercida por aproximações tentativas e harmônicas dos principais instrumentos: monetários, fiscais e de crédito. E que idiosincrasias brasileiras, como “inflação dos serviços” e inflação da indexação, não devem ser consideradas fundamentais pelo Copom, ou mesmo devem ser desconsideradas, na definição do ritmo da “flexibilização”.

**Fator fundamental** - O PIB brasileiro decresceu, nos últimos três anos, em torno de 8%. Pela ótica da demanda, na comparação dos três primeiros trimestres deste ano, com os correspondentes de 2013, o Consumo das Famílias se retraiu 5,5% e o Investimento, 25,3%. Tomando apenas os dados do terceiro trimestre, os números são: -7,1% e -27,7%, conforme a publicação oficial do IBGE, Indicadores do PIB, Tabela 10. A variação dos extremos, em cotejo com as médias trimestrais, ainda assim estatística passada, indica que a recessão se acelerou, conforme destaque com esses dois componentes,

os mais sensíveis à Política Econômica. Embora parte da retração se deva à queda das importações de bens e serviços, a capacidade ociosa e os números do varejo de outubro e novembro confirmam a conclusão. Em resumo, o fator essencial determinante da inflação, o excesso da demanda global, é fator deflacionário, dado que os componentes principais estão em queda acentuada e o déficit primário, 2,7% do PIB, é menor do que o do ano passado.

**Números recentes e a decisão do Copom** - Os índices de preços dos últimos doze meses, muito destacados na mídia, não têm qualquer relevância para a política monetária. Expressam inflação morta. O relevante é a tendência da inflação, a inflação projetada a partir de dados atuais, com base nos quais, se constata que a inflação medida, quer pelo IPCA, quer pelo IGPM (um indicador antecedente do IPCA), cedeu bastante. Tendo em vista que há uma sazonalidade expressiva nos dois primeiros meses do ano, acrescentei 1,204% e 1,405%, respectivamente, aos três últimos números do IPCA e do IGPM, para, a partir dos cinco meses, projetar a inflação anual (no caso do IPCA, a taxa de novembro é a média das projeções da Focus). Os resultados são estes: IPCA, 4,5%, e IGPM, 4,2%. Com técnicas econométricas, esse exercício simples pode ser refinado e devem indicar que a inflação está, atualmente, próxima da

média pós Plano Real. Nesse quadro, o Copom, em 30/10, reduziu a Selic em apenas 0,25 e provocou uma subida do swap de 12 meses. Alçou a taxa de juros reais para a faixa de 8%.

**Demais fatores** - Pelo simples exame dos índices de preços e da política econômica brasileira do período 2013/2015 infere-se que a inflação foi determinada pelo aumento da demanda das famílias e pelo aumento do déficit fiscal. Como outros fatores são apontados frequentemente, cabem alguns comentários para que fiquem mais claros os riscos das alternativas de Política Econômica: reduzir os juros reais rapidamente e a meta não ser cumprida; manter o ritmo lento de redução da Selic e haver uma crise da dívida, com refluxo da inflação devido a problemas de oferta.

a) A inflação dos serviços. Muitos analistas brasileiros replicaram a questão posta pelo BC, em algumas de suas atas, da inflação dos serviços que se mantinha na casa de 8%. Ora, é da natureza de alguns preços de serviços não caírem (cabeleireiro, por exemplo). Isso significa que o ritmo de redução da taxa é mais lento, podendo a deflação se completar após 12/18 meses. Manter os juros altos devido à “inflação dos serviços” é admitir que as mulheres brasileiras vão pintar as unhas duas vezes por semana (e não uma vez) se a Selic cair para 13%. Ademais, para a Política Monetária, é o nível geral de preços que importa e não parte dele. Numa economia de mercado, há preços que sobem mesmo em períodos de deflação.



Em suma, o fator essencial sobre o qual se deve focar a lupa é a demanda final e seus determinantes: o salário, o crédito, o mercado de trabalho, o fator expectativa que tem efeito em alguns preços como o salário negociado em sindicatos. O preço livre dos combustíveis dispensa o BC de combater “efeitos indiretos” desse antes administrado, assim como extinguir a indexação, pela via legislativa, torna a economia brasileira menos anormal e reduz o potencial inflacionário. Aparentemente a política atual caminha nessa direção, haja vista a política de preços dos combustíveis. Esses pontos de melhora do sistema de preços e o controle da sangria fiscal cancelam uma taxa de juros mais baixa, e não mais alta, do que no passado.

**Risco de crise fiscal** - A dívida pública deverá chegar a 3,3 trilhões em 2016. Projeta-se para o biênio 2017/2018, dada a atual política de juros do Banco Central (BC) e o ritmo das reformas do Governo Temer, crescimento da economia entre 1% e 2% e aumento acentuado da relação Dívida/PIB, tendo em vista o pagamento de juros de 6% a 6,5% aplicados a títulos atrelados à Selic (27% do total) ou a títulos indexados ao IPCA (33%). Segundo o Jurômetro da Fiesp, a conta deste ano está na faixa de 375 bilhões, em torno de 18% do que o Governo arrecada. E 2019 é uma incógnita em matéria de Política Econômica. Neste cenário, o Brasil corre sério risco de crise fiscal que pode se precipitar em 2017, caso predomine a percepção de que o País não

b) Indexação não é fonte de inflação. Simplesmente a indexação freia a taxa média quando a inflação está subindo e freia a queda da taxa quando a inflação está se reduzindo. A existência de indexação é motivo adicional para não se trabalhar com calendário de doze meses para a meta de Política Monetária. Não é razão para juros elevados.

c) Aumento de preços administrados. É fator transitório que altera o nível de preços de um patamar para outro, mas não cria, per se, um processo inflacionário. Um simples exame do IPCA mensal após a atualização dos preços da energia elétrica e dos combustíveis, no final de 2015 (energia subiu 55%) ilustra essa afirmativa. Não cabe subir os juros devido a fatores que alteram temporariamente o nível de preços. Por isso, é discutível o BC “combater os efeitos indiretos” desses preços administrados pelo aumento da taxa de juros, inclusive porque a eficácia dos juros não é seletiva por esse critério e sim pelo grau de concorrência dos diversos mercados de bens e serviços da economia.

crece. Por isso, cabe reduzir o risco do pior, de modo a manter a ponte, que o Governo de Transição se propôs ser, até a eleição de 2018, dado que as reformas anunciadas – Pec 55 e Previdência – não mudarão esse cenário.

**A tese Carlos Rocca** - Não estou diminuindo a importância das reformas e da eliminação dos privilégios do Setor Público Brasileiro. Ambas são fundamentais. Mas arguindo que é preciso focar na recuperação do Consumo das famílias e do Investimento das empresas, ambas com endividamento elevado; as famílias com taxa de desemprego de 12% e as empresas com rentabilidade em queda, desde 2011. É preciso aliviar os endividados privados e reduzir os custos das empresas.

Carlos Antonio Rocca, em entrevista ao Valor Econômico (01/12/2016), afirmou: o juro é uma variável estratégica. A redução da taxa traria a “redução do custo do capital” e a “facilitação desse processo de renegociação de desalavancagem das famílias e empresas”. Acrescento duas outras variáveis estratégicas: a desregulamentação do mercado de trabalho e a desindexação do Salário Mínimo. Conjugadas, lograrão o aumento do emprego e o crescimento do PIB, de forma desinflacionária. Voltemos aos juros.

### O ritmo de redução da Selic

- Juros de 8% e crescimento zero é o caminho para a crise da dívida. E o mercado, transmissor das avaliações, antecipa. Não espera por 2019. Tendo em vista esse risco, a meu juízo, cabe ao BC promover um ajuste da taxa Selic para o nível de 8% a 9%. Quanto ao ritmo, não faz sentido os 0,25, quer porque o juro no Brasil não é 2% / 3%, quer porque a experiência recente não demonstra a eficácia dessa estratégia. Em maio de 2012, o BC começou a subida da Selic para conter a inflação em alta. Demorou dois anos e quatro meses para chegar ao topo de 14,25% em agosto de 2015. A inflação acompanhou a subida dos juros: 5,9% de 2013 até 10,7% em dezembro de 2015. Claro, a política esquizofrênica da Nova Matriz Econômica eliminou o efeito dos juros em alta, mas o BC podia ter alterado o ritmo do ajuste. No caso atual, o nível dos juros, o tamanho do hiato do produto, as condições mais favoráveis do sistema de preços e do déficit fiscal, os sinais de desaceleração dos índices de preços, tudo isso sugere que o BC reveja sua estratégia e faça um ajuste mais rápido, admitamos, para uma taxa de



4%, em termos reais, em quatro meses. Há um risco, mas se essa política estiver certa, o déficit fiscal de 2017 pode ser em torno de 2%, o ritmo do crescimento da relação Dívida/Pib se reduz, as expectativas melhoram. Em suma, o risco de crise da dívida cai.

### Escolha envolvendo risco e o anchoring

- A competência técnica do BC, bem como a disponibilidade de dados e de instrumental analítico de alto nível, é fato. Mas não há decisão independente das personalidades e de seus vieses. No caso, a definição de meta para ser cumprida em data fixa, 31/12, o compromisso do Copom junto ao Conselho Monetário Nacional, são condicionamentos, a *fortiori* para a atual equipe, devido ao paralelo com a anterior. A hipótese deste texto é que a data 31/12/2017 (data da meta) pode estar sendo um tipo de *anchoring* para os membros do Copom. Afinal, o Banco Central tem que fazer carta ao Conselho Monetário Nacional e os membros do Comitê têm uma biografia a zelar.

### Política Econômica e a travessia

- Por tudo, o Copom, ao condicionar a “flexibilização monetária” à trajetória que indique cumprimento da meta, pode não estar sopesando os riscos de forma ótima – eis que pode estar sendo influenciado pelo anchoring de 31/12/2017 –, de modo a que a Política Econômica alcance sua missão de buscar as condições mínimas para a travessia. Isso é tanto mais importante quanto o fato de que as alternativas de política são escassas, entre as quais não pode estar o aumento dos impostos, apenas uma racionalização do sistema tributário com vistas ao cumprimento dos princípios de isonomia e progressividade. ☹️

Francisco de Assis Moura de Melo,  
é escritor e consultor macroeconômico.

