

A questão fiscal, os juros e a inflação

Francisco E. Pires de Souza (18/08/2020)

A divulgação de um conjunto de indicadores conjunturais relativos ao mês de junho revelaram uma retomada das atividades econômicas mais forte do que os analistas econômicos esperavam. Os índices do comércio divulgados pelo IBGE mostraram uma alta substancial das vendas no varejo, que, por mais surpreendente que possa parecer, voltaram aos níveis anteriores à pandemia, pelo menos no que toca ao varejo restrito. Um destaque pode ser dado à venda de materiais de construção (por ser um indicador de um setor muito importante do ponto de vista da geração de empregos), que cresceu cerca de 17% em junho e já ultrapassa em 1,4% o nível de junho do ano passado (antes da pandemia).

Os índices da indústria de transformação reforçam o quadro apresentado pelo comércio varejista. Com um crescimento de 9,9% em junho (contra o maio), o nível da produção da indústria de transformação, que chegou a ficar 30,8% abaixo do nível pré-covid (fevereiro de 2020) no “fundo do poço” de abril, subiu para um valor 14,5% abaixo do pré-covid.

Por fim, o setor de serviços, também ainda longe do nível pré-Covid - o que era de se esperar, já que o consumo de muitos serviços impõe o contato social próximo, quando não (como no caso de cinemas, teatros e outros eventos) a aglomeração - experimentou alguma recuperação, registrando crescimento de 5% em junho contra maio.

Não à toa, a queda projetada do PIB em 2020 vem sendo reduzida pela maioria dos analistas. A mediana das expectativas para a variação do PIB, constante do Relatório Focus do Banco Central, baixou de -6,5% há cerca de um mês, para - 5,5% na última publicação (17 de agosto).

Era para estarmos comemorando ... só que não! Tem crescido o desconforto em relação ao comportamento (real ou imaginário) da economia e, por consequência, com a política econômica. E o mercado financeiro, que antes parecia exageradamente otimista, agora (entre a segunda e a terceira semanas de agosto) entrou no “modo” do pessimismo. Cresceram os questionamentos à política fiscal e ao seu pilar básico, que é o “teto do gastos”. A própria permanência do ministro da Economia começou a ser colocada em dúvida.

Há razões para tanto?

De um lado, podemos nos perguntar até que ponto a economia pode prescindir do auxílio emergencial e outras medidas de apoio fiscal, por um período ainda relativamente longo, que se estenderia pelo ano que vem, para dar sustentação ao seu processo de retomada do crescimento. A resposta é bastante controversa e muitas vezes debatida a partir de posicionamentos apriorísticos. Creio que só os desdobramentos desta inédita situação econômica poderão dizer. Ou seja, trata-se, a meu ver, de uma questão a ser decidida no plano empírico e não no plano dos princípios.

De outro lado, há que se avaliar os impactos econômicos de um eventual descontrole fiscal que ponha em risco as regras que vinham, até o momento da pandemia, garantindo uma trajetória benigna para a dívida pública brasileira, que também tem importantes efeitos positivos sobre o crescimento futuro.

A respeito deste último ponto, gostaria de destacar o comportamento de duas variáveis que me parecem cruciais para o crescimento e que não podem, a meu ver, ser desvinculadas da questão fiscal: a taxa de inflação e a taxa de juros.

Todos sabemos que o Brasil é, tradicionalmente, um país de inflação e taxas de juros muito altas, o que teve consequências muito negativas para o crescimento econômico por décadas. Mas nos anos recentes tivemos avanços muito significativos nesses dois territórios. A inflação é hoje muito baixa e a taxa de juros é a mais baixa da história. E algo muito importante é que isso não é um mero reflexo do que ocorreu no mundo.

Para ilustrar este último ponto as tabelas abaixo reúnem informações divulgados pelo Banco para Compensações Internacionais (BIS) sobre taxas básicas de juros em 38 economias, avançadas e emergentes. Ali foram calculadas as médias, em diferentes períodos, de taxas de juros e de inflação, para os dois conjuntos de economias, com objetivo de comparar com os dados brasileiros. Os resultados são “eloquentes”.

Comparemos os números atuais com os de 5 e 10 anos atrás: em 2010 e 2015 as taxas de juros básicas dos emergentes ficaram entre 5% e 6% e a brasileira foi de aproximadamente 11% e 14%, ou seja, mais do que o dobro da média dos emergentes. Hoje, a taxa brasileira é de 2%, o que é praticamente a metade da observada na média dos emergentes (3,9%). Se quisermos evitar a influência de valores extremos, calculando a mediana, ainda assim a taxa de juros brasileira era mais do dobro da mediana das taxas dos emergentes em 2010 e 2015, e praticamente a mediana em agosto de 2020.

Essa baixa taxa de juros brasileira foi viabilizada pela queda da inflação, que era bem mais do que o dobro da média dos emergentes em 2015 e hoje é bem mais baixa do que a média dos emergentes, pelos mesmos dados do BIS.

Note ainda que a inflação foi mantida muito baixa apesar da forte alta da taxa de câmbio. Inflação baixa, juros baixos e uma taxa de câmbio capaz de garantir rentabilidade alta (a rigor até alta demais para este objetivo) aos setores comercializáveis, constituem importantes pré-condições para um crescimento futuro, quando as condições da pandemia e a redução das incertezas permitirem.

A pergunta importante é: quanto disso se deve a política fiscal e quanto se deve a fatores externos ou ao baixo crescimento dos anos recentes? Muito acham que tem a ver com esses últimos fatores. Na minha visão, porém, a comparação com pares brasileiros (como a Argentina, por exemplo) ou com a própria economia brasileira no passado, indica que a política fiscal tem uma boa dose de contribuição para esse resultado. De fato a história da América Latina mostra que tanto recessão doméstica quanto inflação baixa no exterior não garantem inflação e juros baixos num país.

Taxas Básicas de Juros (em %)

País/Grupo	dez/2010	dez/2015	ago/2020
Média dos Emergentes	5,2	5,7	3,9
Médias das Economias Avançadas	1,6	1,1	0,1
Brasil	10,8	14,3	2,0

Fonte: BIS, Elaboração do autor.

O BIS divulga as taxas básicas para 22 economias emergentes e 16 economias avançadas (contando a área Euro como 1 economia. As médias são não ponderadas para todas as economias, de cada grupo, constantes das estatísticas do BIS.

Taxa de Inflação ao Consumidor (em 12 meses, %)

País/Grupo ⁽¹⁾	dez/2010	dez/2015	30/06/2020 ⁽²⁾
Média dos Emergentes	5,2	3,8	4,2
Médias das Economias Avançadas	2,6	0,7	0,5
Brasil	5,9	10,7	2,1

(1) Para os mesmos grupos de economias da tabela de juros.

(2) ou até a data mais recente quando ainda não disponível jun/20. Sem a Argentina, cuja inflação foi de 41%, a média baixa para 2,4%.

Fonte: BIS, Elaboração do autor.