

Valor Econômico, 26 de março de 2021

Elevação na Selic pode sinalizar a volta do rentismo

É tempo de repensarmos o arcabouço de regime de metas de inflação no Brasil

Por: Luiz Fernando de Paula e José Luis Oreiro

A decisão do Copom de elevar em 17 de março a taxa Selic em 75 pontos, de 2,00% para 2,75% ao ano, a primeira alta em seis anos, sinalizando que a taxa pode ir a 3,5% na próxima reunião e possivelmente a 4,5 e 5,0% até o fim do ano, levanta a discussão a respeito da pertinência e das consequências da mudança na condução da política monetária.

Aqueles que defendem tal elevação sustentam que a medida se justifica pela alta no IPCA, alcançando uma taxa anual acumulada de 5,2% em fevereiro deste ano, possivelmente mirando, dada a alta ociosidade da capacidade produtiva e do elevado desemprego, a reversão da desvalorização da moeda, uma vez que a alta inflacionária tem resultado da combinação entre elevação de preços de commodities e depreciação cambial, ou seja, um choque negativo tipicamente de custos.

Em termos técnicos, uma das justificativas para tal decisão é o chamado “teorema da paridade descoberta da taxa de juros”, que estabelece que os retornos de dois ativos substitutos perfeitos, expressos em moedas diferentes, devem ser iguais. Deste modo, a taxa de juros doméstica deve ser igual à taxa de juros internacional somada da expectativa de desvalorização nominal da taxa de câmbio, somada ao risco-país. De fato, a desvalorização nominal da taxa de câmbio foi de 22% de fevereiro de 2020 a fevereiro de 2021, o que em tese justificaria a alta na taxa Selic.

Cabe destacar que a elevação da taxa Selic tem sido defendida não só por economistas ortodoxos, em especial aqueles ligados ao mercado financeiro, como também por parte de alguns economistas heterodoxos.

Argumenta-se, por um lado, que o Banco Central teria ido longe demais no processo de redução dos juros em 2020, o que levou a um aumento da

inclinação da curva de juros, ou seja, a uma elevação da taxa de juros de longo prazo relativamente à de curto prazo, dado que o mercado, atento ao crescente desequilíbrio fiscal e aceleração recente da inflação, estaria precificando uma elevação futura da Selic.

Por outro lado, dado que a redução excessiva da Selic em 2020 teria levado a uma redução do diferencial de juros domésticos/externos, um aumento na taxa Selic resultaria numa atração dos fluxos de capitais externos, buscando explorar as operações de “carry trade”, isto é, o diferencial de taxas de juros doméstico e internacional, contribuindo assim para atrair capitais externos e reverter a tendência de depreciação cambial.

Analisemos esses argumentos.

Com relação ao teorema da paridade da taxa de juros, parece haver um apagão com relação a algo óbvio: a desvalorização cambial resulta em grande medida da incerteza causada pelas enormes idiosincrasias do governo Bolsonaro, devido a um conjunto amplo de fatores que incluem a questão ambiental, a errática política externa, acordos comerciais malsucedidos e, por fim, mas não menos importante, uma gestão calamitosa de combate à pandemia, contribuindo sobremaneira para um adiamento da retomada cíclica de crescimento. Obviamente esses fatores acabam sendo incorporados ao prêmio de risco-país, gerando uma tendência de câmbio volátil e desvalorizado.

Quanta à alta recente do IPCA, cabe destacar que a elevação da média móvel dos últimos 12 meses do IPCA foi resultado principalmente da elevação extraordinária dos preços de alimentos e bebidas. Já as medidas de núcleo de inflação (aparadas sem suavização e excluindo alimentos e preços monitorados) mostram uma inflação bastante comportada e baixa, compatível com uma economia que opera com enorme capacidade ociosa. Dados os efeitos secundários da recente aceleração inflacionária, uma opção para acomodar tais efeitos seria alongar o horizonte de convergência da inflação cheia, digamos para dois anos, evitando sacrificar excessivamente a atividade econômica, já bastante anêmica. Tempos excepcionais requerem medidas excepcionais.

No que se refere à inclinação da curva de juros, avaliamos que não tem a ver com o desequilíbrio fiscal do Brasil — vários países no mundo adotaram políticas fiscais extremamente expansionistas para combater os

efeitos da covid-19 e as taxas de juros se mantiveram em patamares baixos. O Banco Central do Brasil deveria ter feito, enquanto vigorava a emenda constitucional do orçamento de guerra, o que outros congêneres fizeram no mundo: usar os instrumentos dados pela EC para intervir na parte longa da curva de juros. Apesar de ter os instrumentos para tanto até 31 de dezembro de 2020, o BCB não interveio sob o argumento de não produzir artificialismos na estrutura de juros da economia!

Com relação ao comportamento errático da taxa de câmbio, o Banco Central e o Ministério da Economia dispõem de outros instrumentos que não a taxa de juros para reverter a desvalorização da moeda brasileira. Dado que a taxa de câmbio no Brasil é formada principalmente no mercado de derivativos cambiais, que tem a característica de ser “não entregável” (non-deliverable), ou seja, ganhos e perdas são liquidados em reais, regulamentações nesse mercado poderiam ser introduzidos, como por exemplo no uso de IOF sobre posições longas, algo já utilizado no passado para controlar a taxa de câmbio.

As consequências de elevação na taxa Selic — especula-se que chegue a 4,5-5,0% neste ano — se farão sentir de várias maneiras, contribuindo para desacelerar ainda mais a atividade econômica do país. Por um lado, resultará num aumento dos custos financeiros da dívida pública, o que irá colocar pressão para que o governo redobre os esforços de ajuste fiscal, segundo dados do Banco Central do Brasil sobre elasticidades da dívida líquida do setor público (DLSP) e da dívida líquida do governo geral (DBGG) para janeiro de 2021, um aumento de 1,5% na taxa Selic resulta num aumento de R\$ 49,5 bilhões na DSLP e de R\$ 47,7 bilhões na DBGG. De outro, levará a um processo de fragilização financeira das firmas brasileiras à la Minsky (Hyman Minsky, 1919-1996, economista americano pós-keynesiano), em função do impacto da elevação nos juros sobre rolagem de dívidas vis-à-vis a capacidade de geração de fluxos de caixa em uma economia que já está debilitada. Conforme reportagem do Valor de 19 de março, prevê-se o fechamento de 90 mil a 120 mil empresas neste ano.

Por todo o exposto, a elevação na taxa Selic nas proporções que está sendo prevista neste ano terá um impacto bastante negativo sobre a economia brasileira, sendo seus possíveis benefícios bastante duvidosos. Dada a existência de uma enorme massa de recursos aplicados em operações

financeiras de alta liquidez no Brasil, tal medida poderá sinalizar a volta ao rentismo no país, com todas as distorções que já conhecemos.

Concluindo, já é tempo de repensarmos o arcabouço de regime de metas de inflação no Brasil, como, por exemplo, efetuando uma mudança no horizonte da meta do ano calendário para 24 meses, de modo a permitir acomodar mais suavemente os efeitos dos choques de oferta sobre a inflação.

Fonte original: <https://valor.globo.com/brasil/artigo/luis-f-de-paula-e-oreiro-elevacao-na-selic-pode-sinalizar-a-volta-do-rentismo.ghtml>