

O desarranjo fiscal precisa ser resolvido antes de qualquer coisa. Por *Felipe Salto e Monica de Bolle*

Os limites dos juros

Não há mal que sempre dure, nem bem que não se acabe. O mal, a inflação, o bem, os juros. O debate sobre a eficácia dos regimes de metas de inflação em tempos de anomalias conosco está desde a crise de 2008. Se antes havia percepção generalizada de que os regimes de metas eram os mais capazes de lidar com dificuldades e choques diversos, tal consenso se foi há pelo menos sete anos, quando o Banco da Inglaterra, bastião das metas inflacionárias, se viu forçado a abandoná-las e a implantar — temporariamente — metas para o crescimento do PIB nominal.

A taxa de juros é ferramenta central no combate à inflação sob condições normais de temperatura e pressão. Contudo, quando tais condições são abaladas, seja por uma recessão sem precedentes históricos, seja pela má gestão das contas públicas, seja pela criatividade contábil que perpetua o mau gerenciamento da política fiscal, verdades absolutas tornam-se relativas.

No regime de metas de inflação, os juros atuam de várias formas. Destaque para dois canais principais: o encarecimento do crédito que arrefece o endividamento das empresas e das famílias, reduzindo o consumo e o investimento; os efeitos sobre as expectativas de inflação.

Com a brutal recessão que assola o país, não há, hoje, demanda privada para arrefecer. Ou seja, se o consumo encolhe devido à piora do quadro sombrio para as famílias brasileiras — a alta do desemprego, a escalada inflacionária, a perda de valor dos salários — e se o investimento está em queda livre por causa dos desmandos do governo e da perda assombrosa de riqueza sofrida por algumas das principais empresas brasileiras, não há sentido algum em elevar os juros. Na melhor das hipóteses, a elevação se revelaria inócua. Na pior, os dilemas macroeconômicos se agravariam de modo dramático.

Um caso em que a política monetária se torna estéril é aquele em que a economia é vitimada pela "dominância fiscal". Essa foi a razão principal para que diversos países latino-americanos tivessem recorrido ao FMI nos anos 80 e 90: contas públicas fora de controle significam que os ju-

ros sobem, refletindo o risco de crédito de um país, o que acaba provocando uma elevação do custo médio da dívida, aumentando o déficit nominal e a dívida total. Essa fragilização fiscal pressiona a taxa de câmbio, levando, por vezes, a uma crise cambial, sobretudo quando o país não dispõe de reservas suficientes e/ou possui um regime de câmbio fixo. Quando há reservas e o câmbio "flutua", tal situação desemboca em elevação inflacionária. Notem que o aumento dos juros que detona essa dinâmica perversa pode ser feito pelo mercado, ou pelo Banco Central quando esse não compreende a natureza fiscal do problema inflacionário que enfrenta.

O quadro de incertezas é tão elevado que uma contração monetária só tornaria o quadro pior

Algo parecido aconteceu ao longo deste último ciclo de elevação da Selic, desde o término das últimas eleições presidenciais, quando o Banco Central voltou a subir os juros, elevando a taxa básica em 3,25 pontos percentuais (um custo anualizado de quase R\$ 50 bilhões aos cofres públicos). Isso ocorreu entre outubro de 2014 e julho de 2015. Nesse período, o pagamento de juros pelo setor público saltou de 5,1% para 7,8% do PIB; o déficit nominal, de 4,5% para mais de 8% do PIB; a dívida pública, de 56,2% para 63% do PIB; e o câmbio, de R\$ 2,27/US\$ para mais de R\$ 3,36.

Apesar dos reajustes de preços administrados ocorridos em 2015, talvez a inflação não tivesse alcançado os dois dígitos na ausência desse estouro do câmbio e do aumento da percepção de risco-país — o Brasil hoje, afinal, é tratado com mais desconfiança pelos investidores internacionais do que a Argentina. É claro que o pagamento de juros foi afetado fortemente pelo custo das operações de swap cambial, mas estas foram feitas, justamente, para tentar segurar sem sucesso a desvalorização do real.

Portanto, mesmo que encontrássemos pressões que justificassem o aperto monetário, elas não prescreveriam aumento de juros no curto prazo. O quadro

de incertezas é tão elevado e as expectativas, tão negativas, que uma contração monetária só tornaria o quadro pior — na verdade, se o diagnóstico de dominância fiscal estiver correto, a literatura acadêmica mostra que a resposta monetária ótima deveria ser reduzir e não aumentar os juros. Isso apenas sublinha o óbvio: o desarranjo fiscal precisa ser resolvido antes de qualquer coisa.

O fato é que dificilmente alguém encontrará, em meio à destruição de um milhão e meio de empregos, no ano passado, e aos quase dois milhões previstos para esse ano, alguma pressão que legitime aumentar a Selic. Luiz Carlos Mendonça de Barros já mostrou (ver artigo publicado em 18 de janeiro de 2016), que a absorção interna (consumo, investimento e gasto do governo agregados) está caindo a uma taxa de 9%. Exceto pelo componente fiscal, é muito claro que a demanda vai mal.

O hiato do PIB ou do produto é calculado pela diferença entre o crescimento do PIB observado menos o crescimento do PIB potencial. Sempre que o PIB apresenta uma variação muito inferior à apontada pelo potencial, há um sinal de que o ritmo da atividade econômica está muito aquém das possibilidades do país.

Ao longo de 2016, as contas indicam que para um crescimento econômico estimado em -3,7%, o hiato continuará negativo. Esse é um quadro que está posto desde o segundo trimestre de 2014.

Apenas no segundo trimestre de 2017 o sinal deverá mudar. Mesmo assim, a economia poderá cair ainda 1,3% no ano que vem. Dito de outra forma, só voltaremos a ver crescimento em 2018 — e isso se as medidas de ajuste e ancoragem das expectativas se materializarem. Somos céticos, mas torcemos pelo melhor. Não há mal que dure para sempre. Mas dois anos de depressão econômica para levar a inflação para perto de 6,5% ao ano por certo haverá de parecer uma eternidade infernal.

Felipe Salto é economista, professor dos cursos Master na FGV/ESP e assessor do senador José Serra.

Monica de Bolle é PhD em economia pela London School of Economics e pesquisadora do Peterson Institute for International Economics.

Hiato do PIB

Diferença entre a variação real do PIB e a do PIB potencial, em %

