

## A cautela do Banco Central

AFFONSO CELSO PASTORE  
03/07/2016

Em sua primeira entrevista à imprensa, o novo presidente do Banco Central deixou claro dois pontos. Primeiro, que seu único objetivo é trazer a inflação para a meta de 4,5% ao ano, mas não em 2018 (ou ainda mais adiante), como muitos chegaram a pensar, e sim ao fim de 2017. Com isso, frustrou quem, olhando apenas para o tamanho da recessão, mas sem dar o devido peso aos efeitos diretos e indiretos da enorme expansão fiscal sobre a inflação, esperava o início mais precoce de cortes agressivos da taxa de juros. Segundo, que o custo de trazer a inflação para a meta depende crucialmente de outras decisões de política econômica e, em particular, da política fiscal.

Ao reafirmar que o Banco Central tem apenas um mandato – a meta de inflação –, Ilan Goldfajn indica que pretende explorar em toda a sua extensão a força da queda das expectativas, reduzindo a inércia inflacionária que nos últimos anos elevou-se pelo afrouxamento do compromisso do Banco Central com a meta de inflação, e é responsável em larga medida pelas elevadas taxas atuais de inflação. Em adição, suas repetidas referências à política fiscal evidenciam o reconhecimento de que a política monetária não é feita no vácuo, e que quanto mais expansionista for a política fiscal mais elevada será a taxa real de juros para trazer a inflação para a meta.

Se o governo Temer tiver sucesso em executar todas as etapas do ajuste fiscal que está iniciando, gradualmente sairemos de um período de aproximadamente dois anos no qual a política fiscal foi extremamente expansionista, com uma combinação de forte aceleração do crescimento dos gastos primários ao lado da estagnação das receitas. Essa foi uma das causas, embora não a única, das inflações muito acima da meta nos últimos anos. Mas ainda que tenha sucesso nas demais fases do ajuste fiscal, esse será muito lento, correndo o risco de ser atenuado ou mesmo interrompido diante de dificuldades políticas na aprovação das reformas necessárias.

**Dúvidas.** Por quanto tempo ainda teremos déficits primários mesmo diante da aprovação da Proposta de Emenda à Constituição (PEC) que corrige os gastos primários em um ano pela inflação do ano anterior? Por quanto tempo ainda assistiremos ao crescimento da relação dívida/PIB? Se o governo cumprir a promessa de não elevar a carga tributária, a receita permanecerá constante em relação ao PIB (em torno de 18%), e a despesa cairá tanto mais em relação ao PIB quanto maior for a taxa de crescimento econômico. Os cálculos de Marcelo Gazzano e Caio Carbone mostram que se o PIB passar a crescer à taxa de 3,5% ao ano ainda teremos déficits primários até 2021 – bem depois de encerrado o governo Temer –, e no caso mais provável de um crescimento de 2,5% ao ano teremos déficits primários até 2023.

No gráfico acima se verifica que em qualquer dos dois casos a relação dívida/PIB ainda crescerá durante alguns anos, chegando em 2021 ao pico de 82% caso o crescimento do PIB seja de 3,5% ao ano (o cenário 1), e atingindo mais de 90% em 2025, no caso mais provável de um crescimento do PIB de 2,5% ao ano (o cenário 2).

Em ambos os casos, o grau de expansão fiscal estará em declínio, mas ainda muito distante de levar a uma política fiscal contracionista, que abriria espaço para uma queda mais intensa da taxa de juros. Para que o crescimento da relação dívida/PIB

não aumente o risco de solvência, elevando os prêmios de risco e depreciando o real, o governo Temer terá de emitir sinais muito claros de que pretende se manter plenamente comprometido com um novo regime de política fiscal. Se esse ajuste falhar, voltaremos à mesma situação de descontrole vivida durante o governo Dilma Rousseff, no qual as cotações do CDS brasileiro de 10 anos chegaram a mais 500 pontos, com forte depreciação cambial, empurrando a inflação para cima, e reduzindo a eficácia da política monetária.

A boa notícia é que mesmo diante de um ajuste fiscal lento e ainda incompleto a inflação deverá cair acentuadamente em 2017. Primeiro, porque os efeitos inflacionários da correção de preços administrados rapidamente estão se esgotando. Segundo, porque embora perdendo força a atual recessão ainda é claramente desinflacionária. Terceiro, porque se o Banco Central tiver sucesso na reafirmação de seu compromisso com a meta, cai o efeito da inércia e cresce o efeito da inflação esperada, acentuando a queda da inflação corrente sem deprimir ainda mais a atividade econômica.

**Câmbio.** E o que esperar da contribuição da taxa cambial? A afirmação de que as intervenções no mercado de câmbio seriam “muito parcimoniosas” chegou a ser entendida como o final das intervenções, com alguns temendo o custo de uma valorização mais intensa, mas essa impressão começou a ser desfeita com o anúncio do retorno aos leilões de swaps reversos. O câmbio deverá flutuar, mas grandes apreciações provavelmente serão evitadas.

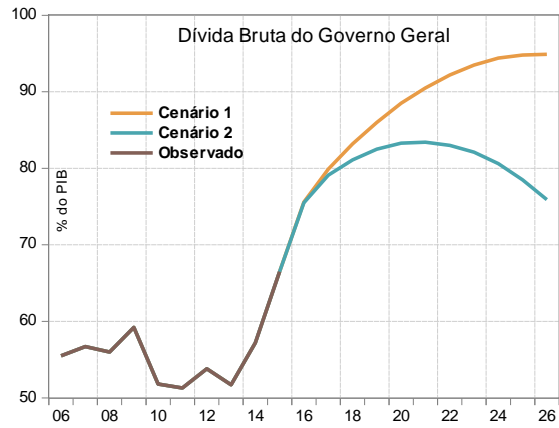
O conjunto dessas forças leva à queda da taxa de juros mesmo diante do compromisso de atingir a meta de 4,5% em 2017. Porém, uma queda ainda mais intensa depende dos próximos passos da política fiscal. A PEC que define a correção nominal de gastos é apenas um primeiro movimento, que tem de ser seguido no mínimo pela reforma da Previdência, e para aprová-la o governo terá de enfrentar batalhas difíceis no Congresso.

Gazzano e Carbone simularam o que ocorre com os demais gastos, admitindo que não ocorra nenhuma alteração nos gastos da Previdência e caso as correções dos gastos de Saúde e de Educação sigam a regra proposta na PEC. Com hipóteses realistas sobre o comportamento de diversas despesas obrigatórias sob as quais o governo não tem controle (como precatórios e seguro-desemprego), eles estimam o que precisa ocorrer com cinco grupos de despesas: subsídios e subvenções, Bolsa Família, Minha Casa Minha Vida, Programa de Aceleração do Crescimento e custeio e investimento dos demais ministérios.

A conclusão é que até o fim do atual governo (em 2018) tais gastos precisariam ficar aproximadamente constantes em termos nominais. Ou seja, se não for seguida de outras alterações legais, a permanência da regra imposta pela PEC –que estabelece a correção nominal de gastos – dificilmente sobreviverá, desafiando o ajuste fiscal, e acentuando as incertezas sobre a execução da política monetária. Por todas essas razões, as perspectivas quanto aos próximos lances da política monetária ainda não estão claros.

Depois do envolvimento do governo Dilma com a aventura da “nova matriz”, estamos retornando ao “tripé da política macroeconômica”, caracterizado pelo regime de metas de inflação, por um razoável grau de flutuação cambial e pelas metas de

superávit primário. Infelizmente, a aventura da “nova matriz” deixou um legado de custos extremamente elevado, que tomará alguns anos para ser absorvido e devidamente superado, mas para que isso ocorra, absorvendo-se os benefícios do regime de metas de inflação, é necessário que o governo entregue, antes de tudo, suas promessas relativas à mudança do regime fiscal.



Copyright Grupo Estado. Todos os direitos reservados.