



Nelson Marconi

Professor adjunto da Escola de Administração de Empresas de São Paulo (FGV EAESP) e coordenador do Centro de Estudos do Novo Desenvolvimento



A queda da Selic é viável

A discussão em torno da continuidade do ritmo de queda da Selic vem se intensificando, em função do rompimento próximo do piso de dois dígitos. Argumenta-se que o limite da redução já está próximo, em função de pressões sobre o mercado de trabalho e a taxa de câmbio, nesse caso resultante da diminuição da diferença entre as taxas de juros americanas e brasileiras. Neste artigo, buscarei argumentar que há espaço para prosseguir com a redução na taxa de juros, processo fundamental para a recuperação da economia brasileira.

O gráfico 1 demonstra o comportamento da Selic descontada da inflação *ex ante* (previsão para os 12 meses seguintes) e *ex post* (descontada a inflação passada) desde meados de 2001, período para o qual há dados disponíveis sobre as expectativas de inflação. Sob qualquer dos dois critérios, nota-se a predominância de uma taxa de juros real bastante elevada, com exceção de 2012 e o período entre 2018 e meados de 2022.

Logo, a taxa real de juros elevada é, infelizmente, uma constante em nossa economia. Há, entretanto, momentos em que notamos uma alta maior – são aqueles em que a expectativa de inflação futura fica inferior à observada; melhor dizendo, quando ocorrem os surtos inflacionários não captados pelas previsões, a taxa de juros tende a subir. Podemos notar essa tendência no gráfico 2, que compara a Selic com as taxas de inflação observadas e esperadas no futuro.

Conceitualmente, para que a inflação observada seja maior que a esperada, deve ocorrer um evento inflacionário inesperado, e é nesse cenário que ocorreram as elevações da Selic após a implementação do regime de metas de inflação. Parece ser essa a lógica que abstraímos do gráfico. Ainda que esses choques inflacionários imprevistos sejam normalmente associados a restrições do lado da oferta (com exceção de 2012, quando havia um forte aquecimento da demanda), e requererem medidas para melhorar as condições de produção, entende-se a necessidade de elevar os juros nesse panorama. O problema, na verdade, reside no fato de que, com exceção de 2020/2021, a taxa de juros é excessivamente rígida para baixo, e qualquer alta necessária já parte de um patamar elevado. É necessário diminuir esse piso da taxa de juros. É possível caminhar nessa direção agora? Parece que sim, pelos motivos arrazoados a seguir.

Três justificativas são usuais para manter a taxa de juros em um patamar elevado: as pressões que poderão ocorrer sobre a taxa de câmbio com a redução do diferencial entre os juros brasileiros e americanos; uma piora da situação fiscal que também pressionaria o risco país e a taxa de câmbio; e a necessidade de frear a demanda agregada, o que normalmente se mensura por meio do comportamento do mercado de trabalho, que pode gerar uma disseminação dos reajustes de salários e preços.

Gráfico 1: Taxa real de juros (ex ante e ex post)

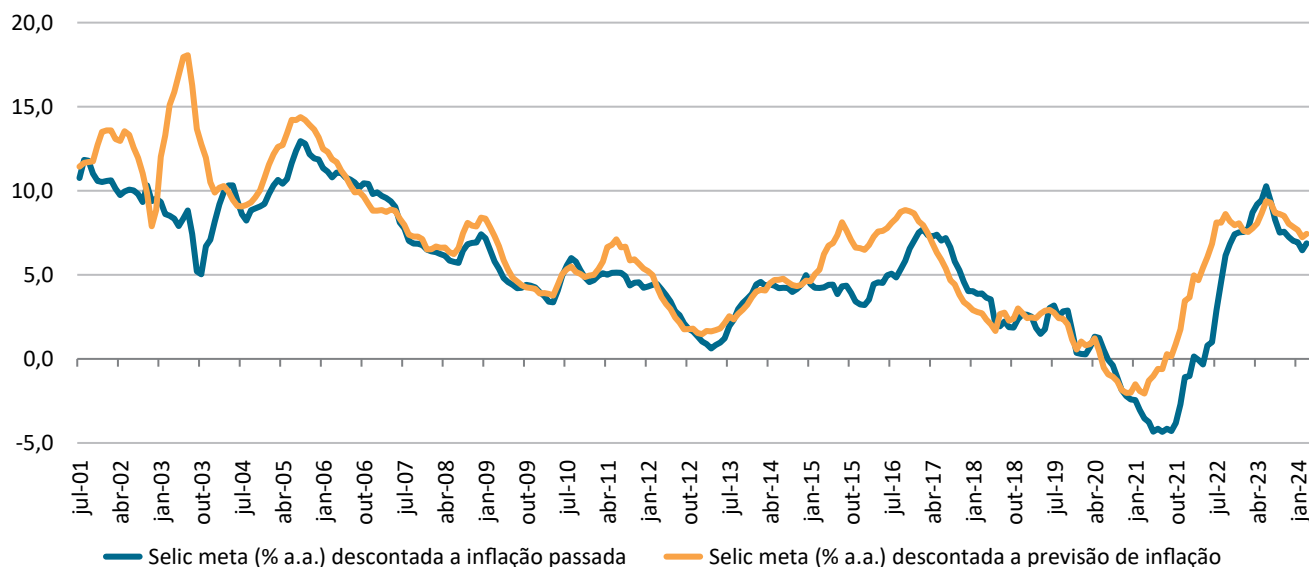
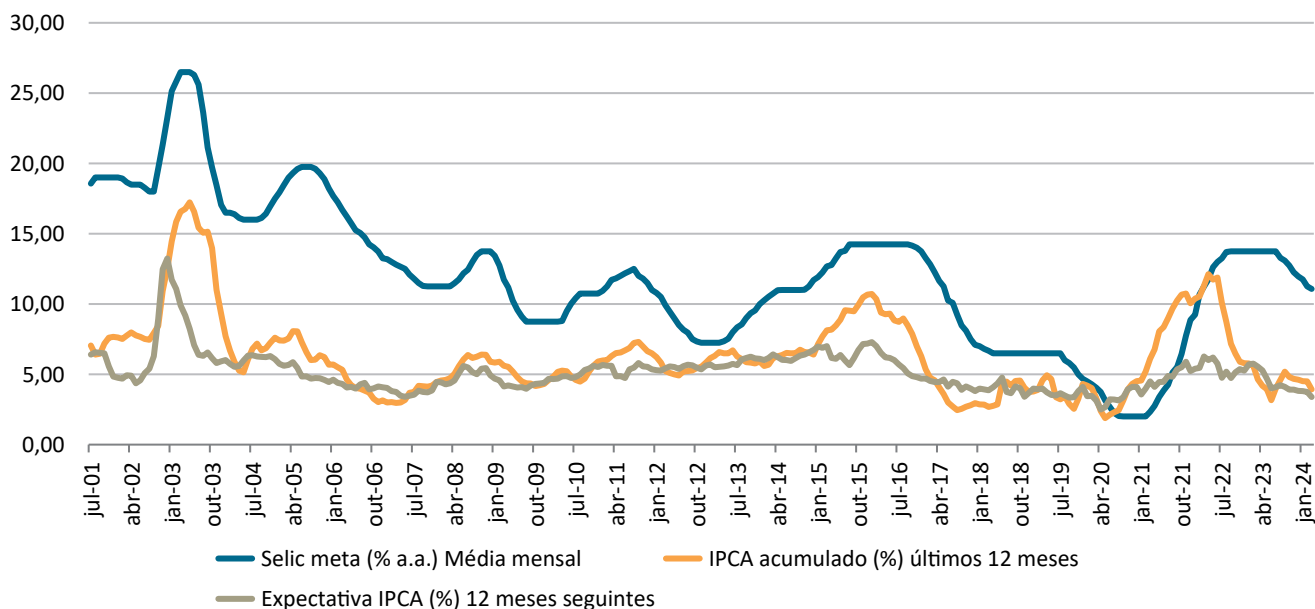


Gráfico 2: Evolução da Selic, da inflação observada e da esperada



Fontes: Banco Central e Ipeadata.

Começamos pela taxa de câmbio. O gráfico 3 mostra a relação entre o *spread* soberano – que é um indicador do diferencial de juros entre títulos soberanos do Brasil e outros países – e a taxa de câmbio. A partir de 2015, nota-se que o *spread* oscilou em um intervalo entre 200 e 350 pontos, em nível bem inferior ao observado na dé-

cada de 2000, mas mesmo assim a taxa de câmbio sofreu desvalorização relevante daquele ano em diante, eliminando inclusive uma prejudicial apreciação anterior. Os dados demonstram que não há, com alguns intervalos excepcionais, uma relação clara entre o diferencial de juros e as oscilações cambiais após 2015. Nota-se, inclu-

sive, uma redução mais recente do *spread* associada a alguma volatilidade da moeda local. Há, portanto, outros motivos, para além do diferencial de juros, a determinar o comportamento da taxa de câmbio. É importante manter esse *spread* em um intervalo positivo, mas dada a fraca correlação recente, não parece que a sua redução

geraria, necessariamente, uma depreciação de nossa moeda; outros fatores parecem estar concorrendo para esse movimento da taxa de câmbio.

Já em relação à situação fiscal, é razoável supor que uma deterioração das contas públicas leve os detentores da dívida a requisitarem um prêmio de risco maior para financiar a sua rolagem, mas não é essa relação que se observa claramente durante o período analisado. Mesmo em longos períodos de superávit primário, a taxa de juros permaneceu em patamares reais fortemente positivos, conforme podemos notar no gráfico 4. Novamente, configura-se aqui a distorção em manter um piso consideravelmente elevado, mesmo quando a situação fiscal é promissora. Nota-se também que a taxa de juros caiu fortemente durante a pandemia, em virtude do desaquecimento do nível de atividade e seus efeitos desinflacionários. É sobre este tópico, que me parece relevante, que ainda não discutimos.

Resta-nos, portanto, avaliar o impacto da política monetária sobre o

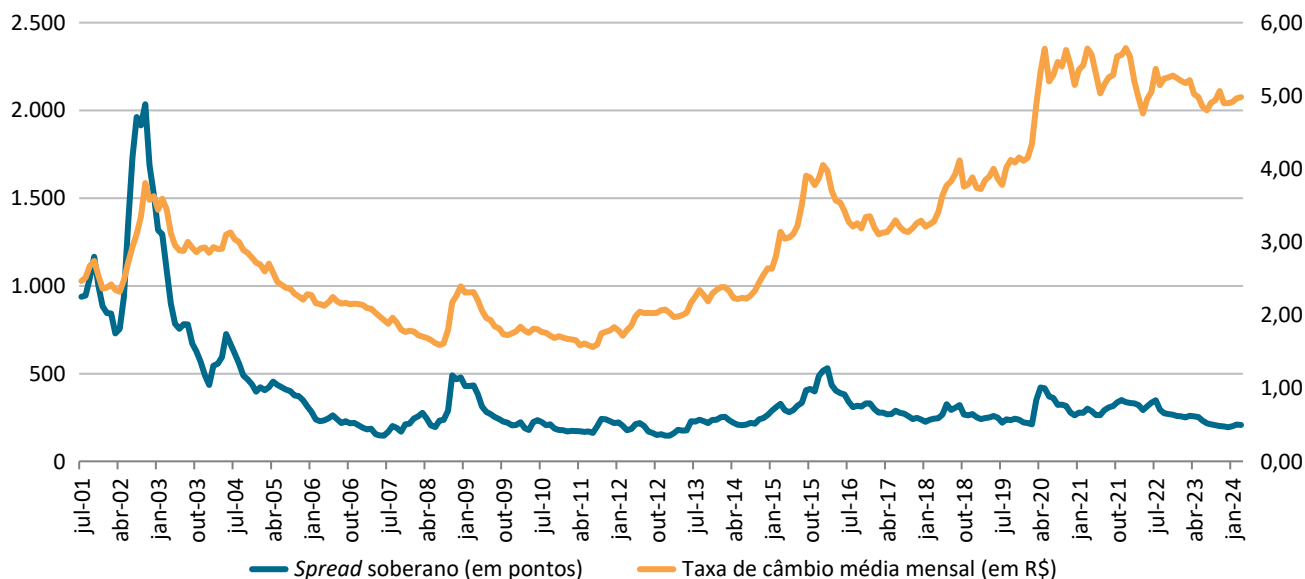
mercado de trabalho. A taxa de juros exerce um impacto defasado sobre o nível de atividade; por consequência também sobre o emprego, a massa salarial e os preços, principalmente dos bens não comercializáveis, menos expostos à concorrência externa. Enquanto a inflação de comercializáveis é muito sensível ao comportamento dos preços externos, a dos não comercializáveis – compostos fundamentalmente por serviços – são mais afetados pelas condições do mercado de trabalho. É neste ponto que residem os efeitos mais intensos do controle da taxa de juros sobre a demanda agregada.

Notamos no gráfico 5 que há uma relação inversa entre a inflação de serviços e a taxa de desemprego. Por isso há tantos analistas levantando a discussão sobre as tendências do mercado de trabalho. Nota-se também que que há uma resiliência da inflação de serviços; patamares menores só foram alcançados com uma taxa de desemprego muito elevada, o que pode ser explicado pela inércia inflacionária

e pelas regras de reajustes de preços com algum grau de indexação como saúde e comunicação. Assim, fica uma pergunta; devemos causar um desemprego maior para reduzir a inflação via estrito controle da demanda agregada? Ou devemos, alternativamente, para evitar um custo social elevado, rever indexações ainda existentes, incluindo aluguéis e serviços de utilidade pública, remontar os estoques reguladores, mudar a política de formação de preços de combustíveis e de energia, incluindo os investimentos necessários para alterá-las, isto é, preocupar-se com fatores do lado da oferta que são relevantes para o controle da inflação? Me parece que a segunda alternativa é mais promissora, principalmente a médio prazo.

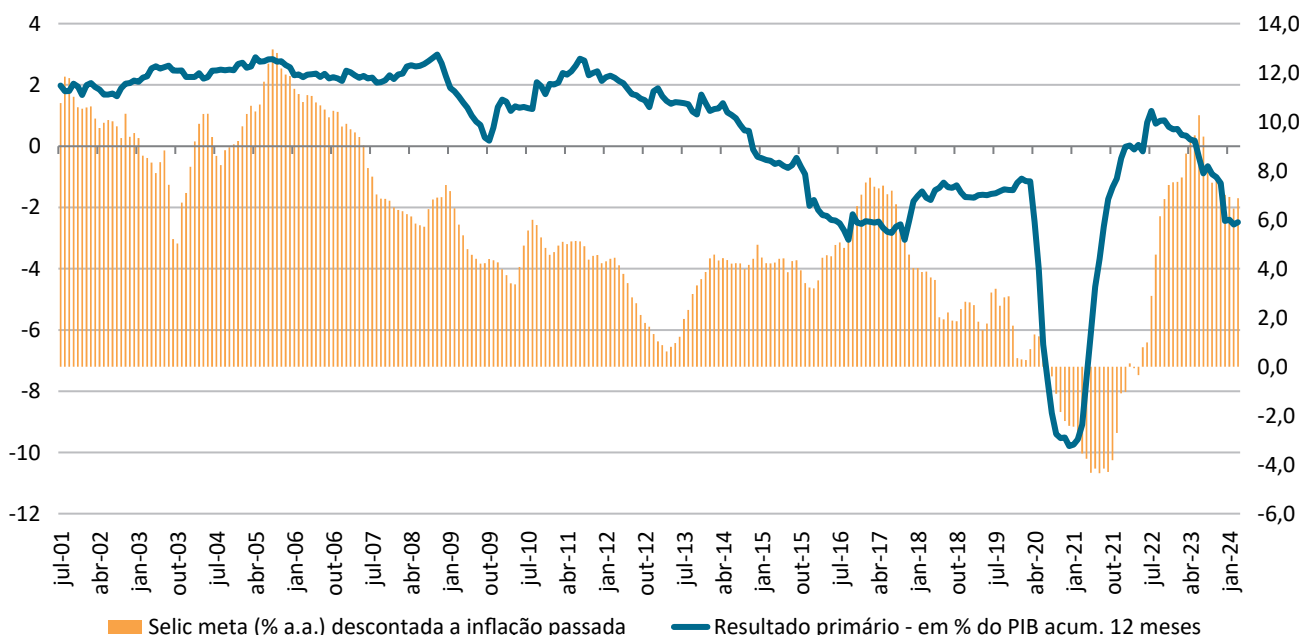
Portanto, respondendo à questão inicial, me parece que há espaço para reduzir a taxa de juros, aproveitando-se neste momento, em que não há um desalinhamento entre a inflação observada e as expectativas sobre a evolução futura dos preços, para diminuir o seu

Gráfico 3: Taxa nominal de câmbio e spread soberano



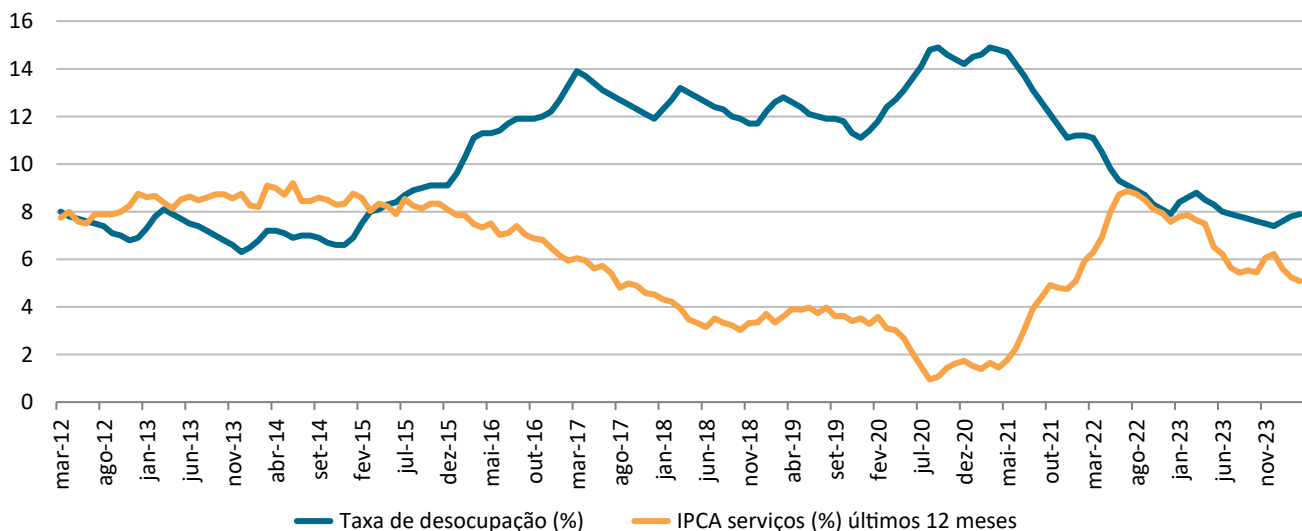
Fonte: Ipeadata.

Gráfico 4: Taxa real de juros e resultado primário do governo central



Fontes: Ipeadata e Banco Central.

Gráfico 5: Taxa de desemprego e inflação de serviços



Fontes: IBGE e Banco Central.

piso. A pressão cambial recente não tem sido oriunda de movimentos no *spread* soberano; a inflação mundial cedeu e os juros internacionais pararam de subir, se esta for uma preocupação, e a situação fiscal não reflete descontrole, ainda que requeira melhorias. Em

vez de centrar esforços em um único instrumento, que pode provocar um custo social elevado, as políticas citadas no parágrafo anterior deveriam ser adotadas, de forma complementar, para reduzir a inflação. E sempre acompanhadas de um equilíbrio fiscal para

as despesas correntes (isso é, excluídos os investimentos); esse parece ser um requisito para que a taxa de juros seja reduzida de forma consistente. ■

Nelson Marconi escreve a cada bimestre.