

# Queremos mais inflação?

*Reduzir a taxa Selic para 15% pode não ameaçar a rolagem da dívida pública, mas aumentaria a inflação.*

Márcio G. P. Garcia<sup>1</sup>  
9 de junho, 2005

Respeitáveis economistas têm se manifestado contra a forma pela qual o BC vem implementando o regime de metas para a inflação. Mais de um ex-membro de equipes econômicas têm proposto na imprensa baixar os juros imediatamente para 14% ou 15% ao ano. A idéia é que a queda abrupta dos juros não causaria maior problema, uma vez que a dívida pública continuaria sendo financiada às novas taxas mais baixas, que ainda propiciariam um bom ganho.

Há dois problemas com o argumento. O primeiro problema reside nas hipóteses subjacentes ao cálculo do bom ganho que se auferiria caso os juros caíssem para 14% ou 15%. Como se sabe, o ganho relevante deve ser medido pela taxa de juros real após impostos. Caso se mantivesse a atual expectativa de inflação (cerca de 5% ao ano para os próximos 12 meses), uma taxa de 14% ou 15% produziria uma taxa real antes de impostos entre 8,5% e 9,5%. Retirados os 20% de imposto de renda, se produziria uma taxa real pós-imposto entre 6,9% e 7,6% ao ano. Esta faixa de rentabilidade seria provavelmente suficiente para rolar a dívida pública.

O problema é que, caso a taxa Selic fosse reduzida abruptamente para 14% ou 15% ao ano, a inflação esperada se elevaria do atual patamar de 5%. Ou seja, com a redução da taxa Selic, a taxa de juros real pós-imposto seria menor do que as calculadas acima. Dependendo da elevação da inflação esperada, a taxa real de juros pós-imposto resultante poderia não ser suficiente para garantir a rolagem da dívida pública. Sob esta hipótese, o BC acabaria tendo que voltar a elevar a taxa Selic, mas aí com mais inflação. Nesse cenário de alta significativa da inflação frente à queda da taxa de juros, tal alteração da política monetária seria contraproducente.

É difícil prever com precisão a resposta da inflação à redução da taxa Selic. Não obstante, o argumento está provavelmente correto em supor que há algum espaço para reduzir a taxa nominal de juros sem colocar em risco a rolagem da dívida, ainda que ao custo de alguma elevação da taxa de inflação. Pode ser que não seja possível reduzir imediatamente a taxa Selic para 14% ou 15%, mas certamente o BC poderia reduzir em alguma medida a atual taxa Selic (19,75% ao ano) sem comprometer a rolagem da dívida pública. Se for assim, qual a racionalidade de se manter a taxa Selic acima daquela necessária para rolar a dívida pública?

A resposta leva à segunda imprecisão do argumento, que parece pressupor que a função da política monetária é apenas assegurar que a taxa de juros (real pós-impostos) permita a rolagem da dívida pública. De fato, esta foi a função precípua da política monetária

---

<sup>1</sup> Ph.D. por Stanford e professor do Departamento de Economia da PUC-Rio escreve mensalmente neste espaço às sextas-feiras (<http://www.econ.puc-rio.br/mgarcia>).

durante as duas décadas na qual nossa hiperinflação foi gerada e (bem) nutrida até o plano Real. Após debelarmos o incêndio hiperinflacionário, contudo, a política monetária readquiriu sua função principal na maioria dos países: a de manter a inflação baixa e estável.

A experiência pós-plano Real tem mostrado que a política monetária gravita entre dois condicionantes. Em períodos de crise, como o que sucedeu a crise asiática (1997), ou o que antecedeu as eleições de 2002, o juro acaba sendo determinado pela necessidade de garantir a rolagem da dívida pública, e mitigar a fuga de capitais. Entretanto, em tempos de boa liquidez e reduzida aversão ao risco no mercado financeiro internacional, é o controle da inflação que determina a taxa de juros. Nesses períodos mais favoráveis, a taxa de juros necessária para manter a trajetória declinante da inflação é geralmente superior à requerida para garantir a rolagem da dívida pública.

Pode-se discutir se a forma pela qual o BC persegue a meta para a inflação é ou não a mais adequada, ou mesmo se a meta para a inflação é excessivamente baixa, mas, em qualquer caso, não é correto presumir que a determinação da taxa Selic prende-se exclusivamente ao objetivo de garantir a rolagem da dívida pública. Em tempos de farta liquidez no mercado financeiro internacional, a taxa nominal de juros requerida para garantir a rolagem da dívida tenderia a produzir inflação excessivamente elevada e ascendente.

Para que o debate sobre a política monetária produza mais luz e menos calor, é preciso que seus críticos sejam capazes de vislumbrar com mais clareza os desdobramentos das alternativas que sugerem ao BC. Quando algum analista reclamar das altas taxas de juros, deveria simultaneamente apresentar a trajetória da taxa Selic que julga adequada, bem como a inflação esperada que resultaria da mesma. Assim, se poderia analisar dois aspectos: se os efeitos esperados dos juros sobre a inflação são compatíveis com as estimações econométricas disponíveis, e se as taxas de inflação resultantes são as mais desejáveis pela sociedade. O detalhamento dos desdobramentos das alternativas propostas teria um benefício adicional no caso de serem implementadas. O de permitir a cobrança dos resultados prometidos.

Sem dúvida alguma, a taxa de juros praticada pelo BC é muito alta, gerando efeitos colaterais sabidamente nocivos, como queda na taxa de crescimento da economia, apreciação excessiva do câmbio, e pressão sobre a dívida pública. Não obstante, a inflação vem mostrando muita resistência à queda.

Muitas das propostas que vêm sendo aventadas, como a elevação da meta para a inflação, ou o uso de metas baseadas em outros níveis de preço, como os “preços livres” do IPCA ou alguma medida de núcleo inflacionário, não representam, na prática, soluções que possam trazer juros baixos sem crescimento da inflação.

Em condições normais, juros nominais de 14% ou 15% deveriam ser mais do que suficientes para manter a inflação na faixa de 5% ou menos. O fato de que só muito recentemente a inflação tenha começado a baixar frente às altas taxas de juros demonstra claramente a necessidade de se rebalancear a política macroeconômica. É fundamental que o governo retome a agenda de reformas e de corte dos gastos públicos, inclusive de transferências, mesmo com as inegáveis dificuldades que a crise política impõe a essa agenda de política econômica.