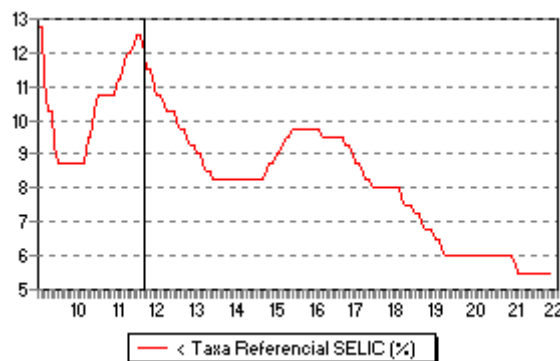


A Nova Política Monetária

F.L.Lopes, Macrometrica setembro 2011

Como o governo parece ter sinalizado uma mudança importante na forma de condução da política monetária, a Macrométrica altera agora seu cenário controle de projeção com as hipóteses de que a sinalização será efetivamente colocada em prática e de que efetivamente alcançará seu objetivo. Nosso entendimento é que o objetivo principal agora é alinhar as taxas de juros brasileiras ao padrão internacional, o que será alcançado gradualmente num horizonte de sete a oito anos.

Nesse novo cenário controle a taxa referencial Selic de fechamento de ano será reduzida para 11% em 2011, para 9,25% em 2012 e para 8,25% em 2013. Haverá uma “parada para arrumação” em 2014-15 em resposta a um movimento da taxa de inflação que se terá tornado um pouco mais desconfortável, o que fará a Selic subir novamente para 9,75%. Em seguida, porém, o movimento de queda será retomado e se beneficiará de um novo período de desaceleração da economia mundial. A Selic de fechamento de ano evoluirá para 9% em 2016, para 8% em 2017, para 6,75% em 2018 e para 6% em 2019.



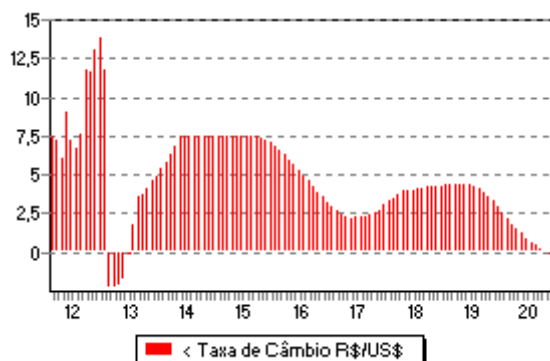
Naturalmente o sucesso dessa política dependerá de uma contribuição efetiva da política fiscal. Quanto mais austera a gestão fiscal, incluindo aqui também a política de crédito subsidiado de bancos públicos como BNDES e Caixa Econômica, tanto maior será a possibilidade de sucesso. É verdade que a redução da taxa de juros poderá por si só trazer um impacto importante na área fiscal ao reduzir a transferência da ordem de 5% do PIB

que ocorre atualmente através da despesa com pagamento de juros sobre a dívida pública. Em princípio uma redução da ordem de 30% na taxa de juros média da dívida (digamos que de 12% para 8%) representará um impulso fiscal contracionista não desprezível, da ordem de 1,5 ponto de percentagem do PIB.

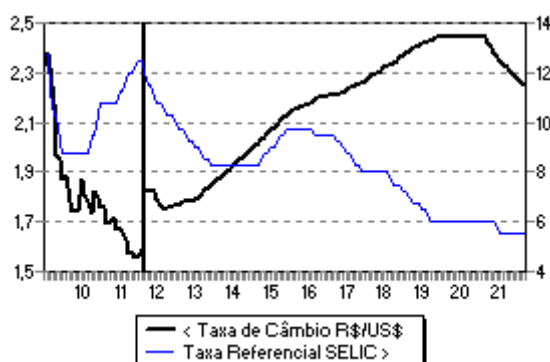
Para viabilizar a queda continuada da taxa Selic será necessário também introduzir algumas mudanças institucionais no sistema financeiro. A principal delas será a eliminação do piso de remuneração das cadernetas de poupança, o que possivelmente exigirá uma redefinição da regra de fixação da TR com repercussões em diversas áreas. Para facilitar esse processo o Banco Central poderá negociar com a FEBRABAN uma redução do compulsório sobre depósitos à vista dos bancos comerciais. Também será fundamental estabelecer que não haverá qualquer redução da TJLP enquanto esta for inferior à Selic. Isto eventualmente eliminará parte importante do subsídio no crédito do BNDES. Com a redução da taxa DI a dívida em LFTs poderá desaparecer gradualmente, sem qualquer stress no mercado interbancário ou na rolagem da dívida pública, permitindo o desaparecimento de uma esquisitice icônica da economia brasileira.

O principal risco da estratégia estará no comportamento da taxa de câmbio. Naturalmente a redução da taxa de juros será acompanhada por desvalorização cambial, como previsto por qualquer modelo macroeconômico de economia aberta. No nosso caso, porém, esse movimento poderá ser muito intensificado pela saída do capital especulativo que ingressou no país nos últimos anos motivado pelo diferencial entre as taxas de juros doméstica e internacional. O risco é que essa saída se torne explosiva, produzindo pânico no mercado cambial e uma busca desenfreada por hedge cambial. Uma “parada brusca” desse tipo pode ter forte impacto desorganizador sobre a economia e sobre as expectativas, exigindo que o Banco Central reverta rapidamente o movimento de redução da Selic.

Para administrar o risco de explosão cambial o Banco Central deve utilizar decididamente suas reservas internacionais, atualmente da ordem de US\$ 350 bilhões, além dos instrumentos usuais de intervenção sobre o mercado de derivativos cambiais. Nosso cenário controle está construído com a hipótese de que a autoridade monetária colocará um teto da ordem de 7,5% na variação percentual em 12 meses da taxa de câmbio (sem considerar o impacto residual ao longo de 2012 do forte ajuste ocorrido recentemente e que não será integralmente revertido).

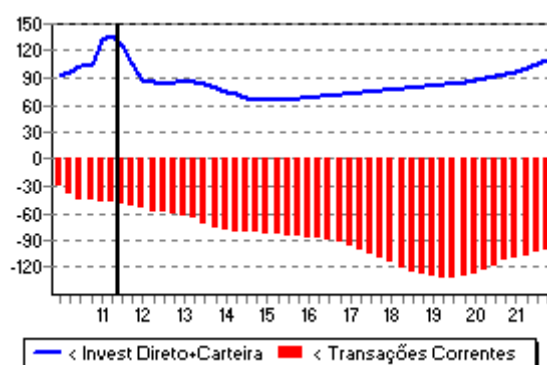


Com essa política de intervenção a cotação do dólar pronto, que ficará na faixa de R\$ 1,75 a 1,80 até o final de 2012, evoluirá para R\$ 1,91 em 2013, para R\$ 2,06 em 2014, para R\$ 2,17 em 2015 e para R\$ 2,22 em 2016. A partir desse ponto o movimento de desvalorização cambial perderá velocidade, com o pico de R\$ 2,44 na cotação do dólar sendo alcançado em meados de 2019.



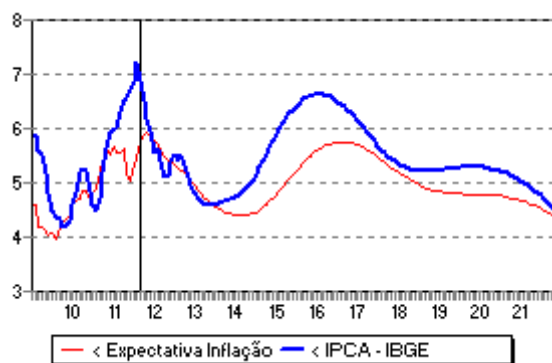
É importante entender o que estará acontecendo com a posição externa brasileira ao longo desse processo. Com a redução da Selic, que provavelmente será acompanhada pela elevação das taxas de juros internacionais a partir de 2013 ou 2014, eventualmente desaparecerá a possibilidade de se ganhar dinheiro arbitrando diferenciais de taxas de juros no Brasil. O capital especulativo que ingressou com esse objetivo (de forma explícita ou disfarçada através de operações com derivativos de ações ou de empréstimos inter-companhias) tenderá a sair. É impossível saber exatamente qual o montante atual desse capital nem com que velocidade tentará deixar o país. O fundamental para viabilizar o teto de variação percentual mencionado anteriormente é que o Banco Central ofereça uma saída absolutamente sem restrições para esses especuladores.

Nossa hipótese no cenário controle é que o movimento de saída do capital externo especulativo será em grande parte compensado por ingressos de capital externo não especulativo, o que limitará a perda de reservas internacionais a uns US\$ 100 bilhões no horizonte de dez anos. Isso, porém, é impossível de determinar a priori e a autoridade monetária tem que estar disposta a financiar o volume de saída que for necessário para viabilizar a trajetória de desvalorização controlada da taxa de câmbio, isto é, para viabilizar o teto de 7,5% para a desvalorização cambial em doze meses.



A pergunta inevitável é se ao adotar essa nova política monetária o governo abandonou de fato o regime de metas. A resposta será “sim” se por regime de metas for entendido o compromisso de fazer a taxa de inflação voltar de forma rápida e imediata ao centro da meta, atualmente fixado em 4,5%. A resposta será “não” se por regime de metas for entendido o compromisso de manter a taxa de inflação esperada dentro da faixa de flutuação de 4,5% mais ou menos 2 pontos percentuais e com tendência de convergir ao longo do tempo para o centro. Como se pode ver na próxima figura isto é o que de fato acontece em nosso cenário controle, com a expectativa de inflação para os próximos doze meses ficando permanentemente inferior a 6%. A inflação atual do IPCA em doze meses também fica praticamente limitada pelo limite superior de 6,5% da banda.

Podemos registrar que na projeção do cenário controle a inflação do IPCA ficará abaixo de 5% em 2012-13, basicamente em virtude da estabilização da taxa de câmbio em 2012 e da evolução favorável do preço internacional do petróleo (queda de 6% do barril Brent em 2012) e do preço internacional dos alimentos (queda acumulada da ordem de 35% da soja em grão em 2012-13).



Note-se que há uma diferença importante entre a concepção mais restritiva do regime de metas e a nova política monetária sinalizada pelo Governo. Se em determinado momento a taxa de inflação encontra-se acima do centro da meta, a concepção mais restritiva prescreve que a taxa Selic deve ser mantida elevada, ou mesmo aumentada, para produzir uma queda rápida em direção ao centro. Na concepção da nova política monetária a convergência gradual da Selic ao padrão internacional é tão importante quanto a convergência da taxa de inflação para o centro da meta, desde que essa última taxa se mantenha dentro da banda de flutuação admitida pelo regime.

Naturalmente permanece o compromisso de evoluir ao longo do tempo para um autêntico regime de metas inflacionárias com livre flutuação cambial, o que na realidade não existe atualmente no Brasil. A evidência incontestável de que não existe livre flutuação é a enorme acumulação de reservas internacionais ocorrida nos últimos anos. Num regime de livre flutuação cambial a posição de reservas, por definição, nunca se altera. O que se pretende agora é transformar o nosso atual “besouro” macroeconômico numa aerodinâmica “borboleta”, comparável à prática usual das economias de mercado desenvolvidas. Para isso será indispensável ter taxas de juros alinhadas ao padrão internacional de modo que a taxa de câmbio possa realmente flutuar livremente, sem qualquer intervenção governamental e sem o risco de movimentos especulativos de capital estrangeiro. Somente nesse contexto o regime de metas poderá funcionar adequadamente sem produzir deformidades como as que observamos atualmente no Brasil, com recorde mundial de taxa de juros e uma taxa real de câmbio visivelmente sobre valorizada.