

## **De Volta ao Mix Ruim da Política Macroeconômica**

Márcio G. P. Garcia<sup>1</sup>

A taxa Selic vem subindo há mais de ano, e o BC anunciou que vai chegar a 12.75% em maio. O mercado financeiro prevê que a Selic acabe 2022 em 13%, caindo gradualmente nos anos seguintes, como mostra o gráfico<sup>2</sup>. Já o dólar, após manter-se obstinadamente em valores muito altos desde o início da pandemia, vem caindo a partir do final do ano passado. Ninguém discorda de que a alta dos juros foi fator fundamental para a apreciação do real, como prevê a teoria econômica. Estamos voltando, portanto, ao binômio de juro alto e câmbio baixo, que vigorou na maior parte do tempo desde que vencemos a hiperinflação, com o Plano Real, em 1994.

Tal combinação é necessária, conjuntamente, para acelerar a queda da inflação. O canal do câmbio é dos mais importantes para a política monetária. A questão é se “juro alto e câmbio baixo” vai voltar a ser o “velho normal”.

No período do superboom de commodities, juros muito elevados foram necessários para manter a inflação sob controle. O juro alto ajudou a atrair ainda mais capitais internacionais, apreciando o real e possibilitando a acumulação de reservas internacionais e o virtual fim do problema da dívida externa, que tanto havia machucado nossa economia na crise de 2002 e nas anteriores. Nos dias de hoje, quando o Fed começa o aperto monetário, diversas economias emergentes endividadas em moeda estrangeira mostram-se muito vulneráveis. Este problema, pelo menos, não temos mais. O calcanhar de Aquiles de nossa política macroeconômica, a excessiva expansão fiscal, deixou de causar crises externas. Mas permaneceu pressionando a inflação, o que requeria então, e continua requerendo, juros mais altos, além de aumentar a dívida interna.

Se o leitor tiver paciência para visitar meu site, verá inúmeras colunas publicadas no Valor sobre o assunto. Um amigo certa vez reclamou: “Márcio, V vive repetindo que temos o mix de políticas macroeconômicas errado, com política fiscal expansionista e política monetária contracionista, enquanto devia ser o contrário. Todos já sabemos disso, mas a política fiscal não vai mudar até termos uma crise de dívida!” Na época do “gasto é vida”, de fato, não havia esperança.

Mas o tão criticado teto de gasto possibilitou uma nova combinação, com juros mais baixos e inflação e dívida pública sob controle. O combate à pandemia exigiu gastos extraordinários que foram bem acomodados pelas exceções previstas em lei. O teto de gastos só foi furado, como se sabe, ano passado por conveniências político-eleitorais do Presidente da República. O que resta do teto ainda segura loucuras fiscais mais exacerbadas, mas não é claro se

---

<sup>1</sup> Pesquisador Visitante na MIT Sloan School of Management, Professor Titular do Departamento de Economia da PUC-Rio, Cátedra Vinci Partners, escreve mensalmente neste espaço (<https://sites.google.com/view/mgpgarcia>).

<sup>2</sup> As linhas no gráfico mostram a evolução da taxa Selic (escala à esquerda, em % a.a.) e da taxa de câmbio (escala à direita, em R\$/US\$), de janeiro de 2003 até abril de 2022. As bolas em dezembro de 2022, 2023 e 2024 mostram as previsões médias do relatório Focus do BC.

conseguirá evitar novas rodadas flexibilização do teto e conseqüentemente novos de aumentos de gastos. Ou de afrouxamento fiscal que dribles o teto, como a concessão de benefícios fiscais.

As perspectivas eleitorais não são boas, com os dois principais candidatos sem maiores compromissos com o equilíbrio fiscal. Pior ainda, o Legislativo deve continuar a ser dominado por coalizões que geram sempre pressões por maiores gastos, muitos deles pouco defensáveis, agora encobertos no esdrúxulo e antirrepublicano orçamento secreto.

Ou seja, se tudo correr bem internacionalmente, a volta ao mix ruim de política monetária, de elevados gasto público e juro, com crescimento baixo, é a perspectiva mais provável para a economia brasileira. Sem um novo balizador do regime fiscal que dê aos agentes econômicos segurança de não ocorrerá crescimento desenfreado da dívida pública, as alternativas de política macroeconômica, como juros mais baixos, causariam tão somente mais inflação, sem trazer o almejado crescimento. Foi de fato muito bom termos aprovado a autonomia do BC. Mas o mundo está cheio de ameaças. Mesmo que a guerra na Ucrânia venha a terminar em breve, levando à queda no preço do petróleo e de outras commodities, reduzir a inflação nos EUA e em outros países desenvolvidos deverá exigir aperto monetário muito maior do que os que estão hoje precificados pelos mercados financeiros. E a probabilidade de uma recessão na hoje pujante economia dos EUA é cada vez maior. Nesses cenários mais ameaçadores, a necessidade de um regime fiscal crível seria ainda mais premente.

Oxalá consigamos uma solução política que evite o vaticínio do meu amigo de uma crise de dívida.

