



# Hora de subir os juros?

FABIO KANCZUK, HEAD DE  
MACROECONOMIA DA ASA INVESTMENTS,  
E FERNANDO GENTA, ECONOMISTA-CHEFE  
DA XP ASSET



Semana sim e outra também há uma comoção sobre a insensibilidade do Banco Central com relação à taxa de juros. Duzentos milhões em ação contra um comitê que insiste em não se curvar à verdade ululante. Esqueça por um segundo o óbvio. Imagine que você, leitor, está no Copom (Comitê de Política Monetária) e que tem que tomar a decisão sobre a próxima Selic. Reflita sobre os seguintes argumentos.

Primeiro, o mais saliente: a Selic está absurdamente alta e, por isso, tem que cair. De fato, nossa taxa está e sempre esteve mais alta do que as praticadas por nossos pares. Isso já foi muito estudado pelos melhores pesquisadores do tema, sem conclusões muito satisfatórias. Por outro lado, quando olhamos para o nosso próprio histórico, notamos que o atual estado da política monetária está longe de ser anômalo.

Entre julho de 2015 e dezembro de 2016, por exemplo, o patamar da Selic e os desvios dos núcleos de inflação frente a meta eram similares aos atuais. Naquele período, o mundo desenvolvido vivia com juros em zero ou no campo negativo, nosso PIB recuou 4%, foram destruídos 2,3 milhões de empregos com carteira e impôs-se forte freio ao crescimento do gasto público. Em contraste, nos oito meses desde a pausa no ciclo de aperto atual, o PIB acumula crescimento de 1%, criou-se um milhão de novos empregos com carteira e a economia passou por mudança de regime fiscal, com gasto público subindo 7% acima da inflação.

A comparação sugere que o desafio de desinflacionar a economia possa ser ainda maior agora do que foi no ciclo anterior. Sabemos que experimentos de baixar os juros na força resultaram, aqui e em outros países, em bem mais inflação. Mas nada nos impede de tentarmos novamente. Deixe de lado esse assunto, por ora, e proceda com a análise dos argumentos típicos para decisão de política monetária, o “check list” que é feito em cada reunião do Copom: inflação e atividade corrente, ociosidade da economia e projeções de inflação do mercado e do próprio Banco Central.

A análise da inflação brasileira, ajustada pela sazonalidade e suavizada com médias móveis trimestrais, como é recomendável fazer, segue muito desfavorável. A volátil parte relacionada à alimentação no domicílio está girando ao redor de zero, e pode cair ainda mais nos próximos meses.

Por outro lado, a parte menos volátil e mais ligada à renda das famílias tem rodado muito acima do limite superior da meta. As diversas métricas de núcleo calculadas pelo Banco Central também têm rodado acima de 6%. No melhor dos casos, dá para dizer que a dinâmica inflacionária não está piorando, e nem isso é claro.

As expectativas de inflação do mercado, tanto implícitas em preços de títulos públicos como coletadas em pesquisa junto a economistas, estão bem acima da meta. A mediana das projeções do Focus converge para 4% somente no longo prazo, enquanto a inflação implícita nos títulos públicos se estabilizou ao redor de 6%. Curiosamente, o mesmo mercado prevê início do ciclo de cortes no terceiro trimestre deste ano, com o juro básico chegando a 10% em 2024, mesmo com o descumprimento da meta no curto, médio e longo prazo. Dito mais explicitamente, o mercado projeta que o Banco Central irá errar feio na condução da política monetária.

Isto ocorre por duas razões. Primeiro, a perda de credibilidade do BC, seja em função dos descumprimentos de meta nos últimos anos, seja pelos sinais controversos vindos do governo que indicará os próximos diretores e presidente. Segundo, as incertezas em torno de possível elevação na meta de inflação, com a leitura incorreta de que essa alteração permitiria aceleração do crescimento.

Como banqueiro central, o leitor saberia que a literatura acadêmica recomenda uma atitude dura para retomar a credibilidade, pois os custos de juros altos no curto prazo são mais do que compensados pelos benefícios futuros de inflação mais baixa. E também saberia que, após um período de ajuste, as expectativas de mercado ficariam acima da meta seja ela elevada ou mantida no patamar atual.

A projeção do Banco Central, utilizando a curva de juros projetada pelo mercado, também implica em inflação acima da meta em 2024 (3,6%) e 2025 (3,2%). Segundo nossas estimativas, o modelo do BC projetaria inflação na meta apenas com o ciclo de corte se iniciando entre março e abril do ano que vem. Claro que este modelo utiliza várias hipóteses e está sujeito a erros, como qualquer outro, e caberia ao leitor decidir se deve ou não o considerar na sua decisão.

A razão para a projeção do Banco Central estar bem abaixo da estimada pelo mercado está relacionada ao hiato, ou ociosidade econômica, que é a última variável a ser analisada. O recente ciclo de aperto monetário foi pausado em setembro do ano passado para que fosse possível observar se o patamar definido de Selic seria suficiente para desaquecer a economia e derrubar a inflação. De lá para cá, a criação de empregos acelerou e os núcleos de inflação seguem teimosamente elevados, sinal de que a ociosidade econômica teve comportamento oposto ao esperado. A nosso ver, parte desta surpresa decorre da elevação do “juro neutro”, uma variável não observada e de difícil mensuração, especialmente em tempo real. O BC tem adotado como premissa um juro neutro em 4%, bem abaixo dos 5% implícitos nas projeções de longo prazo da pesquisa Focus.

Diga-se de passagem, a resiliência da atividade econômica ao aperto monetário e o debate sobre a alta do juro neutro têm se revelado um fenômeno global, relacionado ao forte crescimento do endividamento público e à reversão parcial da globalização.

No caso brasileiro há o agravante de o aumento do gasto público pós-Covid ter sido permanente, com as mudanças constitucionais aprovadas ao longo do ano passado tendo elevado o gasto público em quase 2% do PIB. Apesar dos esforços bem-vindos do Ministério da Fazenda em agora buscar uma melhora da qualidade do gasto público, a dívida/PIB deve subir substancialmente nos próximos anos. E, para piorar, a potência da política monetária deve ser reduzida com o esperado retorno do crédito subsidiado via atuação do BNDES.

O leitor não está muito convencido sobre a discussão de juro neutro, mas decide investigar. E pede para o departamento de pesquisa considerar em suas projeções uma taxa neutra em torno de 5%. Segundo nossas estimativas, a nova premissa geraria projeções mais próximas às do mercado. Pior, a conclusão seria que a manutenção da Selic no patamar atual já não seria suficiente para que a inflação convergisse para a meta dentro do horizonte relevante habitual. O modelo passaria a clamar por um aperto adicional da política monetária. Há sempre a opção de estender mais este horizonte, algo arriscado em ambiente de expectativas já tão desancoradas.

Hora da decisão. Como sempre, não é fácil saber o que fazer e deve-se ponderar os diversos argumentos, pensando nos riscos envolvidos. Revisita-se tanto o clamor da sociedade como os preços de mercado e as análises da sua equipe técnica. O importante, não esqueça, é guiar-se sempre pela lei e por seu mandato de cumprimento da meta. O que você faria?



**Fabio Kanczuk**

Head de macroeconomia

**Jeferson Bittencourt**

Economista

**Leonardo Costa**

Economista - Brasil

**Andressa Durão**

Economista - Internacional