

# As novas metas

**Pedro Ferreira e  
Renato Fragelli**



**D**esde meados de 2011, uma nova política econômica vem sendo implantada, afastando-se do bem-sucedido tripé formado pela meta de inflação, câmbio flexível e meta de superávit primário que vigorou desde 1999. A mudança iniciou-se com reduções mais arrojadas da taxa Selic, que passou de 12,5% ao ano para os atuais 9%, mesmo diante de um consenso de mercado de que o centro da meta (4,5%) não seria alcançado. Na política cambial, a fim de se forçar a desvalorização do real, elevou-se o Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) sobre a entrada de capitais para 6%, reduzindo-se a atratividade de aplicações em moeda doméstica, bem como intensificaram-se as compras de reservas pelo Banco Central.

A novidade mais recente na política econômica foi a pressão do Planalto sobre os bancos estatais

para reduzirem suas taxas de empréstimos. Do antigo tripé, somente o superávit primário de 3% do PIB parece ainda subsistir, embora sua obtenção dependa crescentemente de receitas extraordinárias e até imaginárias, como depósitos judiciais ainda pendentes de deliberação final da Justiça.

Num momento em que a taxa de crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) patina, devendo ficar abaixo de 3% em 2012, o objetivo da política de juros adotada é incentivar o consumo e o investimento. Embora não seja uma taxa baixa frente à experiência recente, está muito aquém do desejo do governo que ainda sonha com os 4,4% ao ano que caracterizaram em média os anos de bonança do governo Lula. Para isto ele empenha todas as armas de seu arsenal. Até o momento, a agressiva redução da taxa Selic não comprometeu o controle da inflação, embora as previsões para 2013 sejam menos otimistas. Mas o fato de as taxas de juros reais de longo prazo terem também caído abaixo de 5% ao ano indica alguma confiança em que o país caminha para taxas reais de equilíbrio permanentemente mais baixas.

A utilização dos bancos públicos para liderar a redução dos juros sobre empréstimos pode ser entendida como uma tentativa de empurrar um mercado oligopolizado na direção de um com-

portamento mais competitivo. Em princípio, quando dois grandes players, como a Caixa Econômica Federal (CEF) e o Banco do Brasil (BB), baixam coordenadamente suas taxas de empréstimos, pode-se potencialmente gerar um novo equilíbrio com spreads bancários mais baixos. Em que pese o fato de a estratégia prejudicar os acionistas privados do Banco do Brasil, cumpre reconhecer que bancos públicos não deveriam se comportar como os privados que se guiam pela maximização de lucros, mas ter como objetivo maximizar o bem-estar da sociedade. Se a manobra for bem-sucedida, os ganhos para a sociedade podem suplantiar as perdas.

Mas a agressiva ênfase na redução das taxas de juros envolve riscos. Até o final de 2010, a política monetária tinha como objetivo coordenar as expectativas inflacionárias. Choques de oferta desviavam temporariamente as expectativas inflacionárias de curto prazo do centro da meta, mas a credibilidade do Banco Central era evidenciada pelo fato de as previsões com prazo mais extenso se situarem em torno de 4,5% ao ano. A nova política econômica aparentemente definiu novos parâmetros: uma meta para a taxa nominal de câmbio - será que R\$ 2,00 satisfaz os industriais? - e outra para a taxa de juros de empréstimos bancários, en-

quanto o Banco Central parece considerar a sua tarefa cumprida quando a taxa de inflação não supera 6,5% ao ano, isto é, o topo da meta. Quem hoje crê que a inflação dos próximos 36 meses ou 48 meses ficará em 4,5% ao ano? A previsão mais popular está algo em torno de 5,5%. Este cenário poderá levar os agentes econômicos a tomarem medidas mais defensivas (por exemplo, maiores reajustes de preços) frente a aumentos futuros da incerteza econômica, o que elevará consideravelmente o custo das políticas anti-inflacionárias.

---

**Do antigo tripé  
macroeconômico  
somente o superávit  
primário de 3% do PIB  
parece ainda subsistir**

---

Há perigos também no uso dos bancos públicos para redução dos juros. A CEF já carrega em seu portfólio 100% dos empréstimos imobiliários à baixa renda. São devedores de alto risco. Além disso, a expansão agressiva do crédito durante a crise de 2008 necessariamente implica em devedores selecionados com menos cautela. A preservação dos spreads, apesar da queda da taxa Selic, bem como o aumento recente da inadimplência bancária, são sintomas de que a qualidade da car-

teira do sistema bancário piorou.

Mesmo baixando suas taxas de empréstimos, os bancos privados terão uma seletividade maior que os públicos. Estes tendem a ficar com os tomadores mais arriscados. Qualquer choque negativo implicará em aumento adicional da inadimplência e no abalo da saúde financeira da Caixa e BB. Como o governo não vai permitir que eles quebrem, ou mesmo que cheguem perto disto, pode-se prever no futuro vultosos aportes do Tesouro a esses bancos. Isto já ocorreu no passado e a conta para os contribuintes foi sempre salgada.

O elevado crescimento dos anos Lula resultou parcialmente da combinação das reformas implantadas por FHC com os termos de troca favoráveis ao Brasil. Esses frutos já foram colhidos. Desde a interrupção das reformas institucionais desencadeada pela crise do mensalão, a única mudança significativa implantada pelo governo PT foi o fundo de pensão dos servidores, mesmo assim somente para novos servidores. Não será mudando o que deu certo desde 1999, e arranhando a credibilidade do Banco Central que o crescimento estável será alcançado.

---

**Pedro Cavalcanti Ferreira e Renato**

**Fragelli Cardoso** são professores da pós-graduação da Escola de Economia da Fundação Getúlio Vargas (EPGE-FGV).