

## **Política Monetária em um País Complicado**

Rubens Penha Cysne  
25.01.2007

A taxa básica de juros tem caído continuamente desde setembro de 2005 (quando se situou em 19,75%), tendo atingido esta semana o valor anualizado de 13%. A inflação, por outro lado, não deu neste período sinais de preocupação. Isto não permite concluir que o processo de queda possa se prolongar sem maiores consequências no que diz respeito à evolução dos índices de preços. O motivo é simples: não se conhece com exatidão, nem no Brasil nem no exterior, a defasagem entre a queda dos juros e a evolução do processo inflacionário; nem os efeitos, sobre as expectativas e sobre os preços, das novas políticas fiscais.

É possível, ainda que não necessariamente provável, que os efeitos inflacionários decorrentes das últimas 12 quedas consecutivas da Selic estejam ainda por se fazer sentir. Adicionando-se a tal fato a incerteza decorrente de alguns fatos específicos à condução de política econômica brasileira, sobre o qual discorreremos abaixo, bem como um certo grau de aversão ao risco inerente a condutores de política monetária, entende-se o arrefecimento da queda da Selic (que fôra de 0,5% nas últimas cinco reuniões do Copom e de apenas 0,25% na última reunião) determinado pelo Banco Central. Se isto se justifica ou não é outro problema, mas é preciso deixar claro que não se dispõe de resposta correta a esta pergunta do ponto de vista estritamente técnico.

O conhecimento com exatidão dos efeitos da política monetária é particularmente mais complicado no caso brasileiro, relativamente a outras economias, industrializadas ou ainda emergentes, por vários motivos.

Primeiro, há os históricos passados de moratórias parciais ou totais, de planos mirabolantes e de elevados níveis de inflação que moldaram, de forma muito particular, a reação de agentes econômicos residentes no Brasil a quaisquer medidas de política econômica.

Segundo, há a incerteza política inerente a uma economia cujo sistema de representação democrática deixa ainda muito a desejar, em particular na identidade partidária, que não é clara nem consolidada; no demasiado elevado número de partidos, que eleva o custo das coalizões executivas; e no sistemático desrespeito ao eleitor caracterizado pela junção de votação proporcional com migração partidária.

Terceiro, há a histórica fraqueza da instituição orçamentária brasileira. Esta costuma se determinar como resultado de um complicado e ineficiente jogo (aqui, no sentido econômico da palavra) dinâmico, com informação fortemente imperfeita e desbalanceamento de poder a favor do Executivo e contra o Legislativo (o que, em particular, enfraquece a qualidade e a extensão do controle posterior por Tribunais de Contas). Em adição, há subsídios não devidamente explicitados, coalizões no Legislativo muitas vezes centradas em objetivos dissonantes ao bem estar geral e comum, federalismo de elevada assimetria entre o poder central e o periférico e um nocivo atrelamento de despesas (em particular, da Previdência) a variáveis objeto de decisões políticas (de como é exemplo o salário mínimo).

Quarto, há a enorme dificuldade político-fiscal gerada pela elevada dissociação, existente particularmente no Brasil, em função do elevado peso do setor informal, entre o universo de eleitores e o universo de contribuintes. Trata-se, este, de um tema sobre o qual pouco ou nada se discute na mídia, mas fundamental no entendimento da evolução política e econômica do país. Tal dissociação adiciona ao desenrolar dos fatos domésticos um malefício demasiado observado na sociedade brasileira: a socialmente perigosíssima dissociação entre a conduta e o benefício.

Quinto, há a incerteza associada à fraqueza de outras instituições as quais, ao contrário da formação bruta de capital (leia-se, investimentos), podem ser providas apenas pelo setor público. Incluem-se aí as agências regulatórias, a provisão de justiça, de segurança (pessoal e patrimonial), de saneamento, de educação universal e, mais abrangentemente, de igualdade - de oportunidades -.

Sexto, há inúmeros fatores de ordem técnica, cada um deles com uma série de conseqüências distintas e complicadas sobre o elo que liga a política monetária à evolução dos preços. Sem ordenamento por grau de relevância e numa redação simplesmente itemista: parcela substancial dos preços determina-se através de controles; aproximadamente 40% da dívida pública é ainda atrelada à Selic, desta forma não reduzindo a riqueza dos detentores de títulos públicos quando a taxa se eleva nem elevando-a quando a taxa cai, como ocorreria se os juros de tal dívida fossem prefixados; a economia apresenta ainda uma relação entre importações mais exportações sobre PIB que se situa entre uma das mais baixas do mundo; os investimentos são, em grande parte, direta ou indiretamente ditados pela iniciativa do setor público; o spread bancário dissocia totalmente a taxa de captação da economia, aquela que o Banco Central tenta afetar quando fixa a Selic, da taxa paga pela parte majoritária dos mutuantes do sistema bancário.

Tratam-se, todas estas peculiaridades nacionais, que dificultam a vida de qualquer formulador de política econômica, de obra não do governo A ou do governo B, mas sim de um passado histórico que remonta pelo menos ao mês de Fevereiro de 1986, quando se iniciou uma seqüência de planos de combate à inflação mal sucedidos (contando-se, em particular, em 1990, com um formidável salto no escuro que fez do brasileiro um eterno desconfiado da intermediação financeira verde e amarela). Mas não devem também ser desprezadas as dificuldades determinadas pela Constituição de 1988, de olhos fortemente reativos ao passado, mas fracamente ativos na construção do futuro.

**Rubens Penha Cysne** (<http://www2.fgv.br/professor/rubens/>) é Professor da EPGE/FGV.