

Entrevista

Ex-presidente do BC vê sinais de inflação de demanda

Pastore sugere taxar capital de curto prazo

Sergio Lamucci De São Paulo | Valor Econômico - 22/02/2005 - edição nº 1205

O ex-presidente do Banco Central (BC) Affonso Celso Pastore não tem dúvidas: a economia brasileira está muito aquecida e a demanda exerce uma grande fonte de pressão sobre os preços, o que explica em boa parte a persistência da inflação em níveis elevados. Culpas apenas os preços administrados é uma visão errada, ataca ele, lembrando que os preços livres seguem em alta forte. Para reduzir a inflação de forma mais eficaz, ele avalia que é necessário manter a taxa Selic elevada por um bom tempo, mas diz que o governo deve lançar mão de outros instrumentos, num momento em que o crédito continua em expansão, mesmo depois do aperto monetário iniciado em setembro.

Foto: Marisa Cauduro/Fotosite/Valor



Pastore: "Números mostram crescimento surpreendente, que fez os defensores da síndrome do vôo da galinha enfiarem a viola no saco"

Uma das sugestões do ortodoxo Pastore pode surpreender. Para ele, o governo deve usar o Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) para taxar o ingresso de capitais de curto prazo. E de que modo essa medida ajudaria no controle da inflação? Pastore lembra que, com a forte liquidez internacional e as altas taxas de juros no Brasil, o fluxo de capital de curto prazo é muito elevado. Esse dinheiro entra no Brasil atrás das taxas de juros dos contratos de DI futuro ou de contratos como os do swap de 360 dias (o juro privado de um ano). Isso aumenta os preços dos contratos e, em consequência, reduz as taxas de juros de longo prazo da economia, as que definem o custo de empréstimos e financiamentos.

Não por acaso, desde setembro a taxa Selic subiu de 16% para 18,75% ao ano, enquanto a taxa do swap de 360 dias aumentou apenas de 17,5% para 18,5%. Com a taxação do IOF, o fluxo de capitais de curto prazo tenderia a diminuir, reduzindo os preços dos contratos de juros e, com isso, elevando as taxas dos swaps de 180 e 360 dias, o que tende a aumentar a eficácia da política monetária, afirma Pastore. Isso também reduziria a pressão sobre a taxa de câmbio, diminuindo a necessidade de o Banco Central comprar dólares, o que tem um custo fiscal.

Pastore rendeu-se então ao controle de capitais? "Acho que eu tenho uma tradição de luta contra a heterodoxia em mais de 40 anos de profissão que me autoriza perfeitamente a defender um IOF no ingresso de capital, num momento em que esse fluxo de curto prazo está gerando uma distorção e menos eficácia na política monetária, sem que ninguém me acuse de ser um adesista à visão burra da esquerda de que controle do movimento de capitais produz uma política monetária mais eficaz", rechaça ele. "Eu não diria que isso é defesa do movimento de controle de capitais. Isso é simplesmente o uso de um instrumento fiscal."

Além do uso do IOF para taxar o capital de curto prazo, Pastore também defende uma política fiscal mais contracionista, para compensar a política monetária.

Veja, a seguir, os principais trechos da entrevista ao Valor, em que Pastore também rejeita a idéia de que a meta de inflação no Brasil é muito ambiciosa.

Valor: *O BC está aumentando os juros há seis meses, os juros reais estão acima de 12% e a inflação resiste a cair. Por quê?*

Affonso Celso Pastore: Para começar a responder essa pergunta, é preciso olhar para o diagnóstico. O diagnóstico envergonhado diz que a inflação é causada pelos preços administrados, pela herança do passado, pelo pass through dos preços de commodities. O diagnóstico não envergonhado, que apenas eu

estou fazendo, é que há um aquecimento de demanda. De uns meses para cá, as evidências sobre o aquecimento de demanda são muito claras. Se o núcleo da inflação dos preços livres e dos bens não comercializáveis internacionalmente estiver subindo, você tem uma evidência clara de que a demanda está aquecida, e isso está ocorrendo. Em segundo lugar, acho que são públicos e notórios os números de produção industrial e das vendas do comércio até dezembro do ano passado. Os números mostram um crescimento surpreendente, que fez os defensores da síndrome do vôo da galinha enfiarem a viola no saco. É claro que essa economia na margem pode estar sofrendo alguma desaceleração de crescimento. Vamos esperar os números de janeiro. Isso não está ocorrendo por geração espontânea, mas em parte porque o BC começou a aumentar a taxa de juros. A política monetária mostrará sua eficácia nos próximos meses muito mais do que mostrou até aqui. No entanto, há problemas derivados do que eu chamo de uma certa fadiga de instrumento. Se nós aprofundarmos o diagnóstico dos motivos desse problema, nós vamos verificar que o governo vai ter que usar um pouco mais de instrumentos do que pura e simplesmente a Selic se quiser ter uma redução mais eficaz de inflação. Mas, de qualquer forma, a inflação não é apenas derivada de preços administrados. Há um problema de demanda, e esse problema de demanda é a preocupação central do combate à inflação.

Valor: *Por que a política monetária tem sido menos eficaz?*

Se há um choque de oferta, você muda a meta e está tudo bem. Mas, se a economia está aquecida, como justificar?"

Pastore: Acho que há vários fatores. Uma primeira coisa que existe e começou a emergir no debate recentemente é o problema da operação no canal do crédito. Os spreads bancários, com relação aos swaps de 360 dias, que são a base de captação do crédito bancário, caíram ao longo de 2004, mesmo após o aperto monetário. Isso é paradoxal. Nós estamos aqui discutindo a alta enorme dos juros no Brasil, um país que tem a maior taxa de juros do mundo e, no entanto, a taxa de juros do empréstimo bancário está em queda. O que se passa nesse fato? Acho que há dois pontos nessa discussão. O ponto número um é por que os swaps de 180 e 360 dias não se elevaram tanto quanto se elevou a Selic. Desde setembro, o BC elevou a Selic de 16% para 18,75%, mas o swap de 360 dias subiu apenas de 17,5% para 18,5%. Isso requer explicação, mas vamos deixar isso para discutir depois. A segunda parte é o canal do crédito. Em cima dessa taxa de 360 dias, os spreads caíram e trouxeram as taxas de empréstimo para baixo. Por que isso ocorreu? O spread bancário é uma função direta do grau de inadimplência. Na recessão de 2003, a inadimplência estava muito alta. Nós recuperamos a economia com essa velocidade toda, a inadimplência foi lá para baixo. O risco de inadimplência caiu, os spreads caíram. O canal do crédito está expandindo demanda.

Valor: *Qual o papel do câmbio nesse processo?*

Pastore: A valorização cambial em parte é desejável, quando atua pelo canal da demanda. Quando ela é excessiva, no sentido de deixar o risco de déficits em conta corrente permanentes, não situações transitórias, isso é uma coisa não desejável. A minha impressão é que há forças para a valorização cambial que não são desejáveis, que no fundo estão perturbando o processo. Em relação a algumas, nós não podemos fazer nada contra elas, como a excessiva liquidez internacional. Além disso, como a inflação está elevada e há problemas no canal de crédito, nós vamos ter que manter a Selic alta por um período de tempo extenso. Tomados esses dois fatos, o fluxo de capital de curto prazo vai continuar no Brasil.

Valor: *Qual o impacto desse fenômeno?*

Pastore: Há dois tipos de fluxo de capital de curto prazo. Um investidor, um hedge fund, pode trazer dólares e investir em ativos brasileiros coberto contra o risco de câmbio ou não. Quando ele quer se cobrir

contra o risco de câmbio, ele vende os dólares, compra reais vai na BM&F ou num intermediário e compra swaps de câmbio. Ele é induzido a fazer isso se o cupom cambial estiver alto. Mas o cupom cambial não está alto, não é por aqui que está entrando. O que está entrando é o sujeito que traz o dólar, vende no mercado à vista e não se cobre contra o risco de câmbio. Primeiro porque o diferencial entre os juros internos e externos é muito grande, e em segundo lugar porque o risco de desvalorização cambial é praticamente nulo. É nulo porque os juros nos EUA estão muito baixos e a liquidez global está alta. Em segundo lugar, porque a taxa de juros aqui é alta e vai continuar alta. Hoje, o BC está sendo obrigado a acumular reservas, para sustentar a taxa de câmbio, ou está sustentando a taxa de câmbio para acumular reservas. O custo marginal de acumular US\$ 10 bilhões de reservas são os 18,75% da Selic, e isso vai continuar por muito tempo, porque a inflação está elevada. O benefício marginal de acumular US\$ 10 bilhões de reservas cai com o tamanho das reservas. À medida que o BC intervém e fica acumulando reservas, o custo marginal vai ficando maior do que o benefício marginal. Esse é o primeiro motivo pelo qual vai chegar um ponto que nós vamos ter que reduzir a acumulação de reservas. O que vai ocorrer neste momento, se continuar o fluxo de capital de curto prazo? O real vai se valorizar mais e em algum momento isso começa a causar dificuldades em conta corrente. Mas isso é só parte da história. A outra parte da história é que esse mesmo indivíduo que trouxe esses dólares e não quer se cobrir desse risco de câmbio compra DI na BM&F ou o contrato de swap de 180 e de 360 dias. Como a demanda é muito alta, isso aumenta os preços desses contratos e reduz as taxas de juros, achatando a estrutura a termo da taxa de juros. O BC aumenta a Selic, entra fluxo de capital e isso produz uma distorção na estrutura a termo da taxa de juros.

Valor: *O sr. mencionou um problema de fadiga de instrumentos. O que o BC pode usar além da Selic?*

Pastore: A discussão está aberta. Ninguém está chamando isso de fadiga de instrumento, que eu não sei se esse é o nome correto. Há quem esteja dizendo: eleve o compulsório para aumentar os juros dos empréstimos, para pegar o defeito do canal do crédito e fechá-lo. Mas o compulsório no Brasil é alto demais. Suponha que eu tenha alguma sugestão que permita que a taxa dos swaps de 180 e 360 dias suba em relação à taxa Selic. Eu vou elevar a taxa de empréstimos sem precisar subir tanto a taxa Selic, embora eu tenha que sustentá-la num nível alto. Num momento como esse há um instrumento fiscal que pode ser usado. É uma medida autorizativa do uso do IOF nos ingressos de capital, há um limite determinado por lei e o Conselho Monetário Nacional pode fixar a altura do IOF. Se você cobra no ingresso de capital de curto prazo um IOF de x%, que reduza o ganho relativo que o investidor tem nessa operação de arbitragem, você reduz o ingresso. Isso diminui a demanda por contratos de swaps de juros, o que reduz os preços dos contratos, aumentando os juros dos swaps de 180 e 360 dias, o que atua na direção de aumentar a eficácia da política monetária. Em segundo lugar, isso reduz o ingresso de capital de curto prazo. Nesse caso, o BC tem que comprar menos reservas para evitar a valorização cambial, diminuindo o custo fiscal.

Valor: *O sr. está defendendo o controle de capitais?*

Pastore: Defensores de controle de capitais são uma corrente de economistas da esquerda que busca controle de movimento de capitais de vários tipos. Alguns querem controle de capitais na entrada, outros querem controle de capitais na saída, como fez a Malásia. Se você coloca uma taxação na entrada, eles vão te acusar de ser colombiano, que tem feito isso hoje. Um país absolutamente neoliberal como é o Chile usou as taxações no controle de capitais quando foi conveniente do ponto de vista de política econômica que isso fosse feito. Acho que eu tenho uma tradição de luta contra a heterodoxia em mais de 40 anos de profissão que me autoriza perfeitamente a defender um IOF no ingresso de capital, num momento em que esse fluxo de curto prazo está gerando uma distorção e menos eficácia na política monetária, sem que ninguém me acuse de ser um adesista à visão burra da esquerda de que controle do movimento de capitais produz uma política monetária mais eficaz. Eu não diria que isso é defesa do movimento de controle de capitais. Isso é simplesmente o uso de um instrumento fiscal por meio do qual você produz três efeitos importantes. O primeiro é inclinar mais a curva de estrutura a termo da taxa de juros e, com isso, não precisa usar tanto a Selic. Em segundo lugar, melhorar a eficácia do canal do crédito. Além disso, há a economia de não ter que gastar tanto dinheiro na esterilização das reservas.

**Hoje o politicamente correto e o jogo divertido é jogar pedra no BC.
O BC virou a Geni da política econômica''**

Valor: *A política fiscal é expansionista? Os gastos do governo aumentaram mais de 10% em termos reais em 2004, apesar do superávit primário de 4,61% do PIB.*

Pastore: É necessário analisar a política fiscal de duas óticas. A primeira é a da dinâmica da dívida pública. Nesse aspecto, a política fiscal do governo está surpreendentemente positiva, para quem olhava o governo Lula e não achava que seria assim. A segunda ótica é a da demanda. A discussão começou também sobre esse assunto. Existe uma crítica à política fiscal do governo de que ela é expansionista porque os gastos públicos têm crescido. Há um teorema que se aprende no primeiro ano de economia, que é o teorema do orçamento equilibrado, que foi usado há pouco pelo secretário do Tesouro, Joaquim Levy. Com aumento de receitas igual ao aumento de gastos, a demanda cresce igual ao aumento de gastos, porque o efeito multiplicador do aumento de gastos é maior que o efeito do aumento de receitas. Mesmo com o orçamento equilibrado, você teria uma política fiscal expansionista, o que significa que quando os gastos estão crescendo a política fiscal é expansionista. Em uma situação de demanda aquecida, a política fiscal teria que ser contracionista, para compensar a política monetária.

Valor: *Como o sr. avalia a atuação do BC nos últimos meses?*

Pastore: O mundo se divide entre corintianos e não corintianos, ou entre favoráveis e contrários ao BC. Ou se ataca ou se defende. Não vamos atacar nem defender. Hoje o politicamente correto e o jogo divertido é jogar pedra no BC. O BC virou a Geni da política econômica. Vamos deixar a Geni em paz. Uma das críticas que são feitas é que o BC jogou fora seu próprio modelo. O modelo diz uma coisa e o BC está fazendo outra. A questão é que o modelo é apenas um dos instrumentos para extrair informação da economia. E modelos podem ter quebras estruturais, decorrentes do fato de que há certas coisas que interferem no comportamento das variáveis que o modelo prevê que mudam. Em nenhum modelo existe modelagem do impacto que as exportações líquidas [a diferença entre exportações e importações], os gastos do governo e o canal do crédito geram sobre a demanda agregada. O que nós assistimos nesses últimos, seis, sete, oito, dez meses, foi que as exportações líquidas ampliaram a demanda, a política fiscal ficou expansionista e o canal do crédito ficou expansionista. Em situações como essa, os modelos entram em colapso. As projeções de inflação estão muito mais incertas. Acho que faz muito bem o BC de olhar menos para o modelo e mais para essas indicações todas.

Valor: *A meta de inflação de 5,1% é muito ambiciosa?*

Pastore: Nós temos que buscar inflações próximas das inflações médias dos países emergentes, e a nossa inflação é mais alta do que a de quase todos os emergentes. A meta de 5,1% não é ambiciosa. O que me revolta é que em vez de buscar o que está errado ou ineficaz na política monetária e tentar consertar, nós tentamos buscar maneiras de mudar o objetivo. Se esse tipo de atitude for a que pautar as discussões e a implementação da política monetária a luta contra a inflação é um caso perdido. Se há um choque de oferta, você muda a meta e está tudo bem. Mas se a economia está aquecida, como você justifica elevar a meta?

Valor: *É necessário continuar aumentando a Selic?*

Pastore: Você não pode renunciar à Selic. Há peso em cima dela e o peso continua. Ela vai subir muito menos se você conseguir inclinar a curva de estrutura a termo da taxa de juros, se acertar o canal do crédito.