

Quanto ainda pode cair a Selic?

Márcio Garcia¹

Na quarta-feira, o COPOM reduziu a taxa Selic ao nível mais baixo da história: 2,25% ao ano. O comunicado, divulgado após a reunião, não exclui a possibilidade de nova redução: “Para as próximas reuniões, o Comitê vê como apropriado avaliar os impactos da pandemia e do conjunto de medidas de incentivo ao crédito e recomposição de renda, e antevê que um eventual ajuste futuro no atual grau de estímulo monetário será residual.”

Não obstante a contínua queda da Selic, a inflação segue muito baixa, e as expectativas de inflação para este e para o próximo ano, inclusive do BC, situam-se bem abaixo da meta. Tal cenário para a inflação, combinado com recessão profunda e desemprego em elevação, sugere que o BC deve continuar a reduzir juros. Afinal, é isso que prescreve a sistemática de metas para inflação.

Será que o BC se mostrou excessivamente conservador ao não ter empurrado a Selic para patamar ainda mais baixo? Quanto afinal pode ainda cair a Selic? Bancos centrais de muitos países, mesmo emergentes (por exemplo, Chile, Polônia, Tailândia e a República Checa) já fixaram taxas básicas de juros muito próximas de zero. Será que o BC poderia e deveria seguir tais exemplos?

No comunicado de ontem, o BC menciona dois fatores que poderiam recomendar cautela na redução da Selic. O primeiro, mais padrão, é que o eventual sucesso dos programas de estímulo creditício e de recomposição de renda impeçam que a demanda agregada caia tanto como ora se estima. O segundo fator, menos usual, é que prêmios de risco possam se elevar com a piora do cenário fiscal (déficits elevados e dívida pública alta e crescente) e a interrupção das reformas.

O que se teme é que o aumento de despesas relacionadas ao combate à pandemia venha a se perpetuar, o que, aliado à ausência das outras reformas estruturais, coloque a dívida pública em trajetória insustentável. Isso faria com que investidores, nacionais e estrangeiros, demandassem maior retorno (prêmio de risco mais alto) para manter suas aplicações no país. Se, em tal cenário, a Selic viesse a baixar muito mais, poderia haver fuga de capitais, como já ocorreu várias vezes no passado, fazendo com que a taxa de câmbio voltasse a se depreciar em larga medida. Ao fim e ao cabo, tal cenário indesejado poderia levar à elevação significativa da inflação.

Quão plausível parece tal cenário? É sempre difícil estimar a probabilidade de cenários extremos. O que não significa que devam ser desconsiderados.

Hoje, mais da metade da dívida pública em mercado é indexada à Selic (vide gráfico). A Selic sempre foi um porto seguro para os investidores. Desde o início dos anos 90, aplicações indexadas à taxa Selic têm provido polpudos rendimentos reais (acima da inflação). Adicionalmente, a Selic funcionou também como um bom seguro, porque, em geral, subia durante as crises. A exceção

¹ Ph.D. por Stanford, Professor Titular do Departamento de Economia da PUC-Rio, Cátedra Vinci Partners, escreve mensalmente neste espaço (<https://sites.google.com/view/mgpgarcia>).

foi a crise de 2008. É razoável supor, portanto, que haja demanda suficiente para que mais de 50% da dívida pública seja rolada em títulos ou operações compromissadas que pagam Selic.

A dúvida é se a nova realidade da Selic—provendo rendimento real negativo, combinada a um risco fiscal de grandes proporções que possa vir a trazer de volta velhos receios quanto à sustentabilidade da dívida pública—levará os detentores de dívida pública a preferirem aplicações em dólar e ativos reais, como ocorreu em crises passadas.

É bem verdade que a quadro hoje parece mais sólido do que nessas crises. A inflação não ameaça, o montante de reservas cambiais é muito grande e, com a depreciação cambial já ocorrida, deverá haver superávit em conta corrente. Tampouco parece haver fragilidades significativas nos bancos ou nas empresas, como no passado, quando várias empresas quebraram ou tiveram que ser salvas por excessivas dívidas em dólar. Mas, é claro, com a recessão atual, mesmo fragilidades menores podem causar grande estrago.

Por outro lado, o problema fiscal é muito maior, com o orçamento público mais estressado e enrijecido, além de dívida pública em trajetória explosiva. Para piorar, a crise política parece ter arrastado o governo para um jogo turbinado de compra de favores no Congresso Nacional para evitar o impedimento do presidente.

Ou seja, a sistemática de metas para inflação sem que haja ameaça de descontrole fiscal recomendaria que a Selic fosse imediatamente reduzida para níveis mais baixos. Mas o risco fiscal exacerbado que ora voltamos a viver pode colocar nossa economia num outro mundo, no qual não sabemos bem como as coisas funcionam.

Neste cenário, o melhor que o BC pode fazer é seguir em sua trajetória de redução paulatina dos juros, tentando descobrir, pouco a pouco, qual é o limite imposto pela realidade.

