

## *Política monetária não é panaceia*

### Sumário Executivo

- Indicadores de atividade econômica referentes ao final de 2018 divulgados neste início de ano causaram uma frustração em boa parte dos analistas, que esperavam resultados mais expressivos depois de superada a incerteza associada à eleição presidencial.
- Diante de tais resultados, alguns agentes que projetavam uma expansão do PIB de 2019 de 3% ou até mesmo maior têm começado a rever para baixo suas estimativas, levando-as para um patamar ao redor de 2,5% (na edição do mês passado avaliamos extensamente as razões de nossa projeção de 2,2%).
- Na esteira desse processo, tem crescido o debate a respeito de quão estimulativa está a política monetária neste momento. Em outras palavras, alguns analistas questionam se a despeito da taxa Selic estar em seu menor patamar histórico (6,5% em termos nominais ou 2,4% reais, descontando-se a inflação estimada para os próximos 12 meses), ela não deveria estar ainda mais baixa para estimular de forma mais efetiva e significativa a retomada da atividade econômica.
- Antes de apresentar nossa visão sobre esse tema, se faz necessário abrir um breve parêntesis sobre o conceito de juro neutro ou de equilíbrio, fundamental para a avaliação se de fato cabe ou não uma redução adicional da taxa básica de juros.
- De forma simplificada, juro neutro é aquele que permite a uma determinada economia crescer em ritmo equivalente ao seu potencial de longo prazo (outro conceito sobre o qual inevitavelmente falaremos mais à frente) e, assim, não gerar pressões de alta ou de baixa sobre a inflação.
- Vale dizer que o juro neutro não é um valor observável e sua estimativa, assim como de qualquer outra variável econômica, está sujeita a imprecisão. Basta dizer que, no caso dos Estados Unidos, uma economia estável e com uma longa história de dados disponíveis, a dispersão das estimativas para o seu juro neutro ou estrutural é bastante elevada. A tarefa fica ainda mais difícil quando se trata de estimá-lo numa economia mais instável e com um menor histórico de estatísticas como é o caso da brasileira.
- Tendo esses pontos em mente, o debate ora proposto implica em questionar se a atual taxa Selic, ainda que em seu piso histórico, está baixa o bastante quando comparada à taxa neutra, pois é exatamente sobre esse parâmetro que se define a postura da política monetária: se acima da taxa neutra, ela se mostra contracionista, enquanto que, inversamente, se abaixo da neutra, ela é expansionista.
- O Copom tem manifestado em seus documentos e declarações de seus integrantes que a Selic atual está no campo expansionista. Parece não haver divergências sobre essa visão. A questão, neste caso, trata então do grau de estímulo, aparentemente modesto, a julgar pela falta de fôlego da recuperação econômica e, como consequência, pelos números baixos de inflação, inferiores à meta.
- Embora persuasiva, essa hipótese nos parece discutível ou, no mínimo incompleta, à medida em que coloca exclusivamente sobre os ombros da política monetária, e mais especificamente sobre a taxa básica de juros, a tarefa de promover a expansão da atividade econômica, o que a literatura econômica resiste em aceitar.
- Além disso, desconsidera a hipótese de que as já esperadas defasagens entre os movimentos da política monetária e seu impacto sobre a atividade econômica podem ter se ampliado ainda mais nos últimos anos no Brasil diante de tantos choques e, sobretudo, do relevante processo de desalavancagem empreendido por famílias e empresas no passado recente.
- Em outras palavras, fatores variados, entre eles o verdadeiro colapso da confiança dos agentes econômicos (consumidores ou empresários) ao longo dos últimos anos os colocaria numa posição de extrema cautela quanto às suas decisões de consumo e investimento, a despeito de taxas de juros bastante baixas, ao menos para os padrões históricos locais.
- A definição da eleição presidencial é um evento recente e funcionou até muito recentemente como um freio importante a uma maior expansão da produção e do consumo doméstico. Adicionalmente, a forte desaceleração da economia global e, em particular, de um importantíssimo parceiro comercial (Argentina) ao

longo da segunda metade do ano passado certamente gerou um impacto relevante sobre vários segmentos, especialmente aqueles mais associados à exportação de bens industrializados.

- O Copom tem defendido “cautela, serenidade e perseverança” na condução da política monetária. Essa nos parece uma postura bastante adequada para o momento atual. É preciso dar tempo para que os juros baixos produzam seus efeitos sem as amarras de uma enorme nuvem de incerteza. Obviamente que nunca estaremos livres de indefinições e dúvidas sobre o futuro, e a mais imediata agora é sobre o progresso da agenda de reformas.
- Embora acreditemos no avanço de medidas que permitam uma trajetória mais saudável das finanças públicas no médio e longo prazo, é temerário, em função de nosso histórico, tomar esse cenário como inexorável. Provavelmente uma grande gama de agentes econômicos pensa como nós. Sendo assim, conforme dissemos na edição anterior, é bastante razoável esperar uma aceleração da atividade com o avanço das reformas, em particular a da Previdência.
- Cortes adicionais da taxa Selic sem o encaminhamento da questão fiscal não farão a economia deslançar. A taxa básica caiu quase 8 pontos percentuais nos dois últimos anos. Tudo indica que sua parte no processo de retomada da economia está completa. É preciso que outras engrenagens sejam postas em movimento. Política monetária não é cura para todos os nossos males. Longe disso.

### Cenário Nacional

Havia uma expectativa dominante entre os agentes econômicos de que, uma vez dirimidas as incertezas associadas à eleição presidencial, a economia retomaria um ritmo mais robusto de crescimento, especialmente diante da vitória de um candidato percebido como defensor de uma ampla agenda de reformas estruturais, com destaque para aquelas de caráter fiscal e, mais especificamente, a do sistema previdenciário.

Contudo, os indicadores divulgados desde então têm frustrado tais expectativas, com destaque particularmente negativo para os números referentes à indústria e ao emprego. Tais resultados têm suscitado em parte dos analistas uma revisão para baixo de suas projeções de crescimento para o PIB deste ano. Em alguns casos, estimativas de 3% ou até mesmo maiores agora dão lugar a números mais modestos, ao redor de 2,5% ou, por vezes, até inferiores.

No nosso caso, mantemos nossa visão, amplamente discutida na edição passada deste relatório, de que o PIB deve registrar uma taxa de expansão média de 2,2% ao longo de 2019, mas com comportamentos bastante

distintos entre as duas metades do ano, com a segunda mais aquecida que a primeira. Logo, o comportamento recente de muitos desses indicadores ainda não se mostra suficiente para justificar uma revisão da nossa projeção.

**Gráfico 1: Produção industrial (Número índice com ajuste sazonal, 2012 = 100)**



Fonte: IBGE.

Elaboração: Porto Seguro Investimentos

Em meio a esse processo de revisão para baixo das estimativas do mercado para a expansão econômica, tem crescido o debate a respeito de quão estimulativa está a política monetária neste momento, ou seja, alguns analistas questionam se a despeito da taxa Selic estar em seu menor patamar histórico (6,5% em termos nominais ou 2,4% reais, descontando-se a inflação estimada para os próximos 12 meses), ela não deveria estar ainda mais baixa para promover de forma mais significativa a retomada da atividade econômica.

Para tentar responder a essa indagação, é necessário, contudo, que se tenha em mente dois conceitos fundamentais na condução da política monetária no Brasil ou em qualquer economia do planeta: i) taxa de juros neutra ou estrutural e ii) taxa de crescimento potencial do produto (PIB).

O crescimento potencial do PIB é aquele cujo nível de utilização dos fatores de produção (trabalho e capital) se dá sem gerar grandes pressões no mercado de trabalho, o que por sua vez preserva a variação de preços na economia em linha com a meta de inflação. Já o juro neutro ou estrutural pode ser descrito como aquele que permite que a economia cresça em ritmo equivalente ao seu potencial.

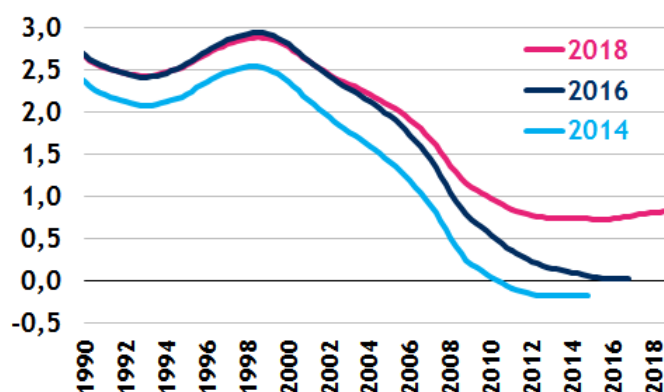
É importante ressaltar que essas variáveis não são necessariamente estáveis ou constantes no tempo. Alterações de características estruturais da economia podem promover variações do patamar neutro de juros ou do produto potencial. Assim, se aumenta a percepção de risco em uma economia, o prêmio exigido pelos agentes para investir é proporcionalmente majorado e, conseqüentemente, também o juro neutro se eleva. Outro exemplo é quando se altera a taxa de poupança da

economia: uma maior disponibilidade de recursos reduz o juro neutro e, à medida que essa poupança adicional se converte em mais investimentos, se elevam a produtividade da economia e o produto potencial.

Ocorre que tanto o juro neutro como o produto potencial não são valores observáveis e, portanto, podem apenas ser estimados. Porém, como acontece com a estimação de qualquer outra variável econômica, ela está sujeita a um elevado grau de imprecisão e/ou incerteza, o que nestes dois casos específicos, pode ser bastante significativo.

Vale mencionar que nos Estados Unidos, uma economia estável e com uma longa história de dados disponíveis, a dispersão das estimativas para o seu juro neutro ou estrutural é bastante elevada. A simples incorporação de novas informações sobre a mesma estrutura de modelagem pode levar a mudanças relevantes na estimação do chamado juro neutro.

**Gráfico 2: Juro real neutro nos EUA (taxa % ao ano)**



Fonte: *Federal Reserve/NY*. Elaboração: Porto Seguro Investimentos

A partir de dados publicados pelo *Fed* de Nova York, podemos observar que ao longo dos últimos anos a percepção do juro neutro nos EUA tem variado substancialmente (incluindo a revisão retroativa de seus valores), com óbvias implicações para a condução da política monetária.

Se o desafio já é complexo para uma economia como a norte-americana, a tarefa de estimar o juro neutro fica ainda mais difícil quando se trata de uma economia mais instável e com um menor histórico de estatísticas como é o caso da brasileira.

Com essas ponderações em mente, podemos retomar a questão proposta anteriormente: a taxa Selic, ainda que em seu piso histórico, está em patamar capaz de estimular a economia?

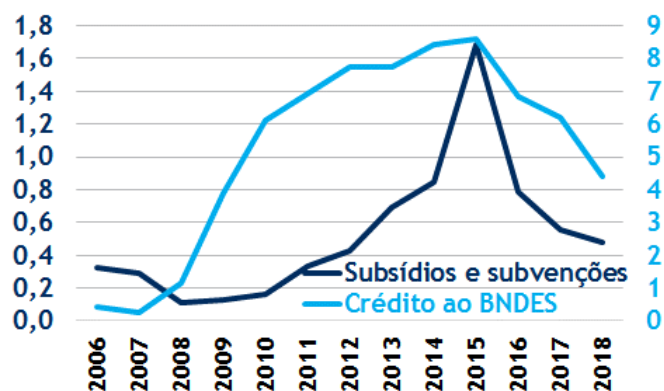
Para começar a responder, é preciso compará-la à taxa neutra, pois é exatamente sobre esse parâmetro que se define a postura da política monetária: se acima da taxa neutra, a taxa básica corrente estaria no campo

contracionista, enquanto que, de forma inversa, se abaixo da neutra, ela seria expansionista.

O argumento defendido por alguns analistas, e que tem inegável apelo, é o de que a política monetária não está suficientemente estimulativa uma vez que a retomada econômica segue bastante tímida e, como consequência de um PIB ainda distante do potencial, a inflação se mantém em patamares inferiores à meta.

Na visão desse grupo, o juro neutro teria se reduzido nos últimos anos diante do desempenho fiscal desse período mais recente. A tese corrente é que o juro neutro teria respondido rapidamente à redução real dos gastos públicos discricionários, entre outros, na forma de subsídios e subvenções a alguns setores da economia, bem como da chamada política para-fiscal, com a redução dos créditos subsidiados fornecidos pelo BNDES às custas da expansão do endividamento público (*para aumentar a capacidade de concessão de crédito do BNDES, o Tesouro Nacional/TN emitia dívida a juros de mercado e então capitalizava o banco. O montante desses créditos do TN junto ao BNDES alcançou quase 10% do PIB*).

**Gráfico 3: Subsídios e subvenções e estoque de créditos do TN junto ao BNDES (% do PIB)**



Fontes: IFI e Bacen.

Elaboração: Porto Seguro Investimentos

Essa tese tem seu apelo, uma vez que a presença massiva do setor público no mercado de crédito virtualmente dividia os agentes econômicos entre aqueles sensíveis aos juros de mercado (que, por sua vez, respondem a variações na taxa básica de juros), e outros “protegidos” dessas variações, por se beneficiarem de juros subsidiados.

Essa era a chamada “meia-entrada” do mercado de crédito, cuja consequência do subsídio para um conjunto de empresas tinha como contrapartida juros de mercado mais altos (inclusive o neutro) a serem enfrentados pelos demais agentes econômicos.

Embora a melhora desses dois pontos seja inegável ao longo dos últimos dois anos e meio, é igualmente verdade que seus patamares atuais ainda são elevados quando

comparados com o do início da década. Além do mais, o estoque da dívida pública como proporção do PIB também cresceu bastante ao longo desta década, aproximando-se dos 80%, patamar muito superior ao de países emergentes com nota de crédito similar à atribuída atualmente ao Brasil.

Adicionalmente, se é verdade que os gastos discricionários mostraram redução no passado recente, há indicações de que esse processo está próximo de se esgotar, enquanto que as chamadas despesas obrigatórias mantêm sua trajetória de expansão, lideradas pelo pagamento de benefícios previdenciários e, em menor escala, pela folha do funcionalismo público.

Assim, a melhora recente do quadro fiscal ainda é tênue e sua manutenção depende cada vez mais da aprovação da reforma da Previdência, o que por sua vez desautoriza a avaliação de que esse progresso fiscal recente já garante uma queda perene ou irreversível da taxa neutra de juros.

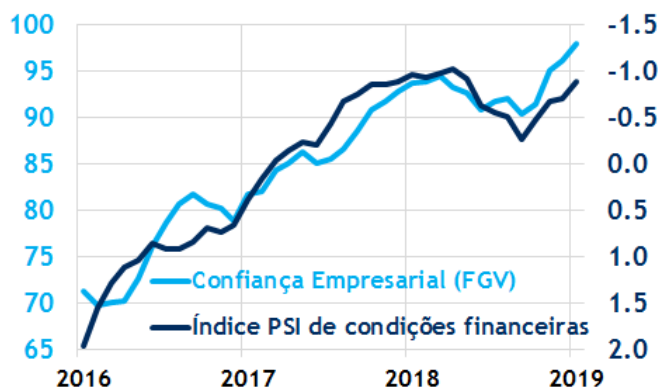
Além dessas ressalvas sobre o eventual declínio recente do juro neutro e, conseqüentemente, sobre o grau efetivo de estímulo que a taxa Selic oferece em seus patamares atuais, nos parece igualmente importante considerar que a defesa de novos cortes da taxa básica de juros implica atribuir quase que exclusivamente à política monetária – e mais especificamente à taxa Selic – a responsabilidade de promover a expansão da atividade econômica, o que a evidência empírica resiste em corroborar, sobretudo para prazos mais longos.

Ao longo dos últimos anos, uma sucessão de eventos políticos (*impeachment* da presidente Dilma Rousseff, denúncias contra o presidente Michel Temer, eleições presidenciais etc.) impactou de forma bastante negativa a confiança dos agentes econômicos, fossem eles empresários ou consumidores.

Diante de tantas e tamanhas incertezas e em meio a um expressivo processo de desalavancagem de empresas e famílias, não chega a surpreender que juros baixos para os nossos padrões históricos tenham sido, ao menos até aqui, de pouca ajuda para estimular decisões de consumo e investimento.

Esse quadro de indefinições foi a tônica de boa parte de 2018. Primeiro, houve o choque oriundo da greve dos caminhoneiros, que foi seguido pela incerteza quanto ao desfecho da campanha eleitoral. Nos cerca de seis meses que separaram os dois eventos, a taxa de câmbio BRL/USD saiu de um patamar ao redor de 3,30 para quase 4,30, ao passo que as taxas de juros de mercado negociados no mercado de futuros tiveram elevação de quase 3 pontos percentuais entre os níveis observados no início de abril e meados de setembro – a despeito do Banco Central preservar a taxa Selic em patamar historicamente baixo.

**Gráfico 4: Confiança empresarial e índice de condições financeiras (expansão ≤ 0 ≥ contração)**



Fontes: FGV e PSI.

Elaboração: Porto Seguro Investimentos

A combinação de condições financeiras mais apertadas (juros de mercado maiores e câmbio depreciado) e confiança dos agentes em declínio em boa parte do semestre passado podem explicar ao menos em parte os resultados mais fracos da atividade econômica conhecidos recentemente.

Adicione-se a isso uma forte desaceleração da economia global e, em particular, de um importantíssimo parceiro comercial (Argentina) ao longo da segunda metade do ano passado, com impacto relevante sobre vários segmentos econômicos, especialmente aqueles mais associados à exportação de bens industrializados.

Uma outra hipótese também possível de explicar os resultados decepcionantes da atividade diz respeito ao fato de que, de certa forma, esse quadro de grande e contínua incerteza pode ter aumentado as defasagens (normalmente já elevadas) entre os movimentos da política monetária e seu impacto sobre a atividade econômica.

Por conta de todos esses fatores, nos parece bastante adequada a posição atual do Copom, manifestada em seus documentos e em declarações de alguns de seus integrantes, de que a Selic atual está no campo expansionista e de que a condução da política monetária requer “cautela, serenidade e perseverança”.

Isso não significa ignorar evidências ou alterações de cenário que recomendem mudança no plano original de voo. Tampouco pressupõe reagir a qualquer sinal, que ao final, pode se mostrar apenas um “falso positivo”. É preciso dar tempo para que os juros baixos produzam seus efeitos sem as amarras de uma enorme cadeia de incertezas e indefinições.

Desnecessário dizer que as dúvidas sempre farão parte do futuro, e o progresso da agenda de reformas, em particular a da Previdência, é a maior delas no curto prazo. Embora acreditemos no avanço de medidas que



permitam uma trajetória mais saudável das finanças públicas no médio e longo prazo, é temerário, em função de nosso histórico, tomar esse cenário como inexorável.

Cortes adicionais da taxa Selic sem o encaminhamento da questão fiscal não farão a economia deslanchar. A taxa básica de juros caiu quase 8 pontos percentuais nos dois últimos anos. Tudo indica que sua contribuição para a retomada da economia está completa. É preciso que outras engrenagens sejam postas em movimento. Política monetária não é cura para todos os nossos males. Longe disso.

### Cenário Internacional

Se 2017 foi marcado por um crescimento global robusto e disseminado por todas as regiões e principais economias, o ano passado registrou uma forte desaceleração do ritmo de expansão da China e da Europa, o que acabou por arrastar boa parte do conjunto de países emergentes. A exceção ficou por conta dos Estados Unidos, que ainda mostraram um vigor considerável, motivado por estímulos fiscais adotados entre o final de 2017 e o início do ano passado.

O gradual declínio desse impulso fiscal sobre a economia, a desaceleração global e os efeitos defasados do aperto monetário empreendido pelo *Federal Reserve* nos anos anteriores finalmente começaram a cobrar seu preço e já nos últimos meses de 2018 a economia norte-americana deixou de ser a exceção e começou a dar sinais de convergir em direção a um ritmo menos acelerado de crescimento. Na verdade, as discussões sobre uma eventual recessão em 2020 começaram a ganhar espaço entre os economistas e analistas de mercado.

Na esteira dessa crescente apreensão, os mercados financeiros locais começaram a traduzir esses temores em preços de ativos bem mais descontados do que até então, obrigando o *Fed* a promover uma mudança relevante em sua postura quanto ao futuro da política monetária.

Se em outubro passado, seu presidente Jerome Powell sugeria um ciclo ainda relativamente longo de altas das taxas de juros, em suas mais recentes declarações, ele sugere no mínimo uma pausa nesse processo de aperto monetário que, ao que tudo indica, pode na prática representar de fato o final do atual ciclo.

Um patamar de juros nos EUA inferior ao esperado inicialmente é, a priori, notícia positiva para o conjunto de países emergentes, entre eles o Brasil, à medida em que modera a potencial saída de capitais desses países em direção à maior economia do planeta, limitando eventuais depreciações de suas moedas e, como consequência, reduzindo a necessidade de elevar as taxas locais de juros.

Um ambiente internacional em que o *Fed* e o governo chinês são bem sucedidos em evitar uma desaceleração mais acentuada de suas economias ao longo dos próximos trimestres não apenas está no campo do possível como pode se tomar mesmo como o cenário mais provável. Eventos inesperados ou o fracasso das negociações comerciais entre EUA e China, porém, serão fatores de risco permanente no horizonte de curto e médio prazo do cenário internacional. Mais uma razão para acelerarmos o processo de ajuste fiscal doméstico: se o mundo se mostrar benigno, poderemos capitalizar os avanços obtidos domesticamente. Se, ao contrário, o ambiente externo se mostrar menos favorável, o progresso da agenda de reformas suavizará seu impacto negativo.

**Gráfico 5: Fluxo de comércio global (Var. % em 12 meses)**



Fonte: CPB.

Elaboração: Porto Seguro Investimentos

### Quadro de projeções

		2016	2017	2018 (p)	2019 (p)	2020 (p)
PIB	var. acum. %	-3.5	1.0	1.1	2.2	2.8
IPCA	var. acum. %	6.3	3.0	3.7	3.9	4.0
Câmbio	R\$/US\$, dez	3.26	3.31	3.88	4.00	4.10
Selic	%, dez	13.75	7.00	6.50	7.50	9.00

(p): projeções



**José Pena**

Economista-Chefe

[jose.pena@portoseguro.com.br](mailto:jose.pena@portoseguro.com.br)

**Bruno Campos**

Economista

[bruno.campos@portoseguro.com.br](mailto:bruno.campos@portoseguro.com.br)

**Porto Seguro Investimentos**

Alameda Ribeiro da Silva, 275 - 1º andar - São Paulo - SP  
01217-011

Central de Atendimento: (11) 3366-3370

SAC: 0800-727-2763

SAC para deficientes auditivos: 0800-727-8736

Ouvidoria: 0800-727-1184

[porto.investimentos@portoseguro.com.br](mailto:porto.investimentos@portoseguro.com.br)

[www.portoseguro.com.br/investimentos](http://www.portoseguro.com.br/investimentos)

**Considerações Legais:** A Porto Seguro Investimentos é responsável pela elaboração desse material, mas não se responsabiliza por quaisquer atos e/ou decisões tomadas com base nas informações disponibilizadas por meio de suas publicações e projeções. Todos os dados e/ou opiniões aqui presentes não devem ser tomados, em nenhuma hipótese, como base, balizamento, guia ou norma para qualquer documento, avaliações, julgamentos ou tomadas de decisões, sejam de natureza formal ou informal. Desse modo, todas as consequências ou responsabilidades pelo uso de quaisquer dados e/ou análises desta publicação deverão ser assumidas exclusivamente pelo usuário, eximindo a Porto Seguro Investimentos de todas e quaisquer responsabilidades decorrentes do uso deste material.