

## Por que comemorar a saída de Meirelles?

José Luiz Oreiro

*Blog do autor*, 28.11.2010

Hoje vi a capa da revista Carta Capital na qual se comemora a saída de Henrique Meirelles da Presidência do Banco Central do Brasil como um marco na mudança na condução da política monetária no Brasil. Na capa lê-se “A saída de Henrique Meirelles encerra a era das prima-donas no BC. É tempo de menos ideologia e mais racionalidade”.

Eu sempre fui um dos grande críticos da atuação do BCB, particularmente do Sr. Henrique Meirelles. No início de 2009 pedi, neste blog, a demissão de Meirelles da presidência do BCB como um expediente necessário para forçar a queda da selic num momento no qual o nível de atividade econômica ameaçava entrar em colapso (e só não entrou devido a expansão fiscal realizada pelo Ministério da Fazenda). No entanto, não tenho o mesmo otimismo da Carta Capital a respeito dos efeitos da saída de Meirelles sobre a condução da política monetária.

A taxa real de juros de curto-prazo no Brasil é persistentemente elevada em função da combinação de fatores estruturais e do *modus operandi* do regime de metas de inflação no Brasil. As razões estruturais referem-se ao efeito contágio da política monetária pela dívida pública em função da permanência de uma parcela significativa (35%) da dívida pública indexada a taxa básica de juros (as Letras Financeiras do Tesouro). A permanência desses títulos faz com que as operações de arbitragem realizadas pelo mercado financeiro façam com que a taxa de juros dos títulos públicos seja igual a taxa de juros das operações de mercado aberto conduzidas pelo BCB para regular a liquidez do sistema e manter a taxa de juros dentro da meta definida pelo Copom. Dessa forma, a taxa de juros de curto-prazo (determinada pelo BC para manter a inflação na meta) praticamente se iguala com a taxa de juros que o Tesouro tem que pagar para fazer a rolagem da dívida pública. Como a dívida líquida do setor público como proporção do PIB é relativamente alta, o prazo de maturidade da dívida é baixo (em torno de 36 meses) e o Tesouro ainda incorre num déficit fiscal significativo (3% do PIB), a taxa de juros de longo-prazo é elevada o que se transmite, via Letras Financeiras do Tesouro, para a taxa de juros de curto-prazo. Dessa forma, uma redução permanente do nível da taxa de juros de curto-prazo exige a extinção das LFT's, ao passo que a redução da taxa de juros de longo-prazo exige um forte ajuste fiscal que permita a zeragem do déficit nominal e o alongamento do prazo de vencimento da dívida pública ... Nenhuma dessas medidas depende da permanência ou não de Meirelles a frente do BCB, mas são atribuição do Ministro da Fazenda ...

Outro fator que explica a elevada taxa de juros de curto-prazo no Brasil é o *modus operandi* da política monetária. Aqui o problema é que no atual arcabouço institucional do RMI brasileiro, *a dosagem de aperto monetário* requerido para manter a inflação dentro da meta quando a economia sofre algum tipo de choque é muito grande. Com efeito, observamos no último ciclo de ajuste da taxa de juros um aumento de 200 pontos base na selic, sendo que o mesmo parece ainda ter sido insuficiente devido as pressões inflacionárias em curso no Brasil atualmente. Isso decorre de uma série de fatores como: (i) a meta é definida em termos do índice cheio, ao invés de alguma medida de core inflation, fazendo com que a política monetária possa responder por intermédio de elevação da taxa de juros à choques de oferta como, por exemplo, elevação dos preços de alimentos ou dos combustíveis; (ii) indexação dos preços administrados ao IGP-M faz com que o comportamento do IPCA (os preços administrados respondem por 30% do índice) seja bastante influenciado pela taxa de câmbio, dessa forma, cria-se um estímulo para que a autoridade monetária induza movimentos de apreciação cambial via elevações fortes da taxa de juros nominal; (iii) prazo de convergência relativamente curto (ano calendário) da inflação para a meta faz com que a autoridade monetária tenha que realizar aumentos fortes e rápidos da taxa de juros para manter a inflação dentro da meta no prazo estabelecido. Esses fatores estão relacionados com a institucionalidade do RMI no Brasil (sobre a relação entre o arcabouço institucional do RMI e a performance macroeconômica de países selecionados ver

[http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S0103-63512008000200004&lng=pt&nrm=iso&tlng=pt](http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0103-63512008000200004&lng=pt&nrm=iso&tlng=pt)).

A mudança dos mesmos também não depende da permanência ou não de Meirelles a frente do BCB.

Até o presente momento os membros da equipe econômica do novo (?) governo não deram nenhuma indicação de que vão adotar medidas no sentido de atacar as causas estruturais do juro alto no Brasil e/ou o *modus operandi* do RMI. Sem essas medidas, a saída de Meirelles do BCB é inócua. Sendo assim, aqueles que comemoram sua saída devem estar fazendo isso por motivos estritamente pessoais, os quais não são do interesse da República.