

## A Selic e o dilema entre inflação e crescimento

José Luís Oreiro \*

A manutenção da taxa básica de juros da economia brasileira – a SELIC – em 16,5% ao ano nas duas últimas reuniões do Copom gerou um sentimento de frustração entre os integrantes do setor produtivo que esperavam a continuidade da política de redução da taxa de juros, iniciada em meados de 2003. O setor produtivo critica o “excesso de conservadorismo” do Banco Central pela manutenção da taxa real de juros em patamares excessivamente elevados, mesmo em comparação a outros países emergentes. Com efeito, tendo em vista que a inflação esperada para 2004 não é superior a 6.0%, a manutenção da SELIC em 16.5 % ao ano, implica numa taxa real de juros superior a 10%.

Acreditamos que o setor produtivo está correto ao afirmar que o Banco Central é “excessivamente conservador”. No entanto, esse conservadorismo não deve ser medido pelo ritmo de queda da taxa de juros, mas sim – e este é o ponto fundamental – pelo ritmo de queda da taxa de inflação que o Banco Central deseja implementar. De fato, a meta de inflação fixada para este ano (5.5% do IPCA) significa uma redução de 300 pontos base com respeito a meta de inflação fixada para 2003 (8.5% do IPCA) e uma redução de quase 400 pontos base com respeito a variação efetiva do IPCA no ano passado (9.3% do IPCA).

Com base na teoria apresentada nos livros texto de macroeconomia, a taxa de inflação só pode ser reduzida se, durante um certo período de tempo mais ou menos longo, a taxa de crescimento do PIB for mantida abaixo do seu nível potencial. Isso significa que uma estratégia de *redução da taxa de inflação* irá necessariamente ser acompanhada por um crescimento abaixo do potencial e, portanto, por um nível de desemprego mais alto do que o “natural”. Isso não quer dizer que o crescimento seja positivamente associado com altas taxas de inflação. A experiência latino-americana parece mostrar justamente o contrário. Contudo, o que a teoria diz é que reduções deliberadas da taxa de inflação geram necessariamente um crescimento menor do que o potencial durante um certo período de tempo.

Nesse contexto, a decisão do Banco Central do Brasil de reduzir a meta de inflação de 2003 para 2004 em quase 300 pontos base implica numa decisão correlata de fazer com que a economia cresça a uma taxa inferior à potencial, estimada em 4.5% ao ano. Para fazer com que o crescimento do PIB seja menor do que esse valor, a taxa de juros real tem que permanecer acima do seu valor de equilíbrio de longo-prazo, cujas estimativas variam entre 5% a 8 % ao ano. Ao manter uma taxa de juros real maior do que a de equilíbrio, o Banco Central faz com que as empresas não se sintam estimuladas a realizar investimentos, o que reduz o crescimento da economia. Daqui se segue que para que haja uma redução da taxa de inflação entre 2003 e 2004 o Banco Central tem que manter a taxa de juros num patamar não inferior a 9% ao ano.

Isso posto, a pergunta que deve ser feita é a seguinte : Dado que o Brasil precisa desesperadamente retomar o crescimento para (i) reduzir o desemprego e a pobreza e (ii) reduzir o endividamento do setor público como proporção do PIB; qual a racionalidade de uma política de *redução* da taxa de inflação dado que (a) a simples *manutenção* da taxa de inflação em 8.5% anuais por um período indefinidamente prolongado de tempo já seria, em

---

\* Doutor em Economia (IE/UFRJ), Professor do Departamento de Economia da UFPR e Pesquisador do CNPQ. E-mail: [joreiro@sociais.ufpr.br](mailto:joreiro@sociais.ufpr.br). Web-Page: [www.joseluisoreiro.ecn.br](http://www.joseluisoreiro.ecn.br).

sexta-feira, 27 de fevereiro de 2004

si mesma, um sinal inequívoco de que a inflação está sob controle; (b) não existem ganhos consideráveis de bem-estar ou eficiência econômica a serem obtidos com a redução da taxa de inflação de 8.5% ao ano para 5.5% ao ano e (c) uma redução dessa magnitude na taxa de inflação tem um custo considerável na forma de crescimento abaixo do potencial por um período não desprezível de tempo?

A única resposta possível para essa pergunta é que a função objetivo do Banco Central dá um peso “excessivamente alto” para a taxa de inflação; e um peso “excessivamente baixo” para os desvios da taxa de crescimento com respeito ao seu valor potencial. Não nos cabe aqui discutir as razões dessa “preferência revelada” pela obtenção de níveis baixos de inflação. No entanto, não acreditamos que essas sejam as preferências da sociedade brasileira. Dessa forma, o setor produtivo está correto ao dizer que o Banco Central é excessivamente conservador, e alguns membros do governo estão igualmente corretos ao resistirem à tese de independência do Banco Central.