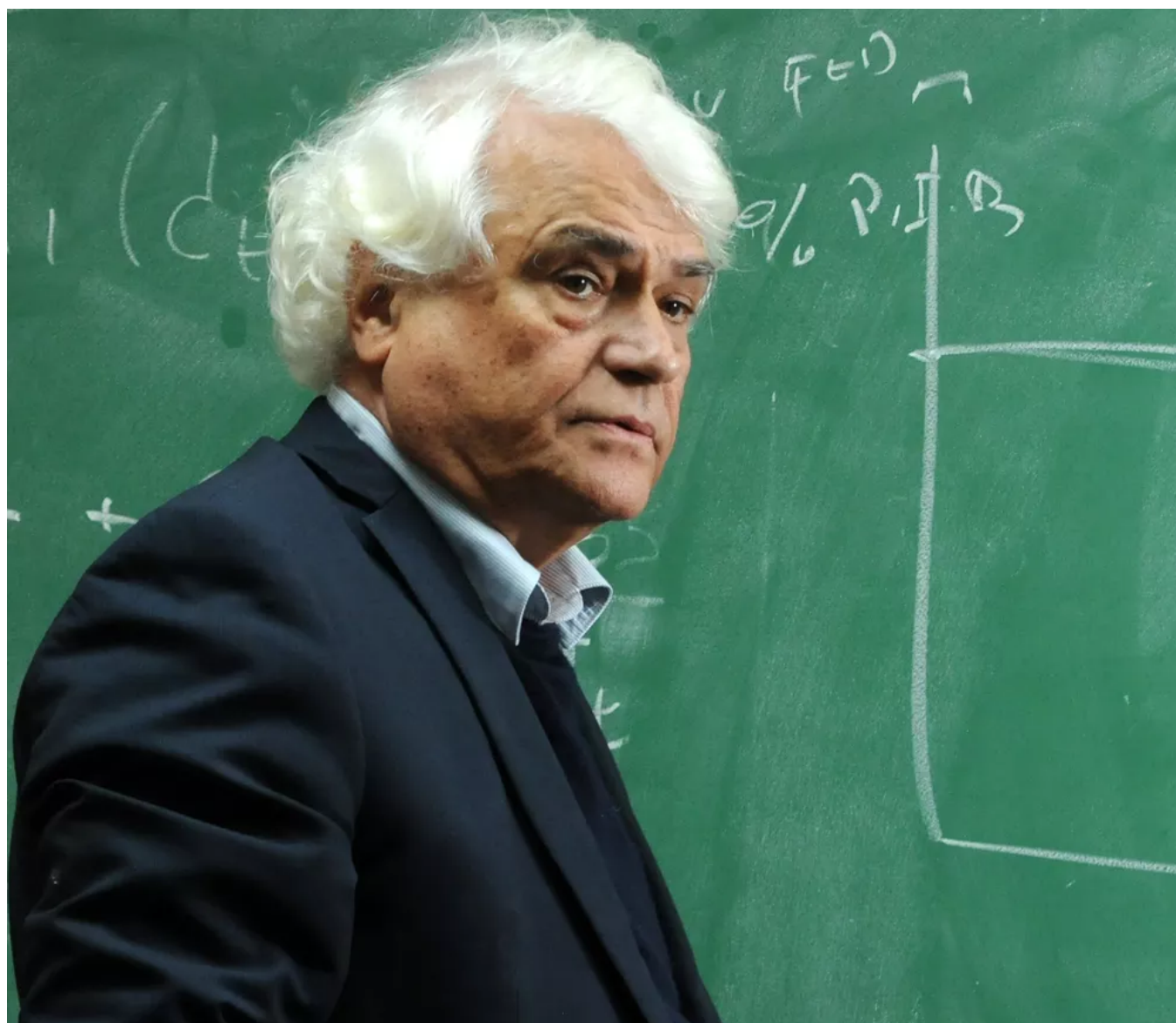


## ‘BC poderá ter que emitir moeda para manter tripé macro’

Economista Aloisio Araújo defende que novo instrumento mire apenas a meta de inflação

Por Alex Ribeiro — De São Paulo

25/05/2020 05h00 · Atualizado há 6 horas





Araújo, pesquisador da FGV e do Impa: não faz sentido suspender pagamento de crédito consignado nem moratória de aluguel — Foto: Leo Pinheiro/Valor

O Banco Central poderá vir a ter que emitir moeda temporariamente para perseguir as metas de inflação. A opinião é do economista e matemático Aloisio Araújo, um estudioso das relações entre as políticas monetária e fiscal que chegou a propor metas de inflação mais altas para o Brasil devido à frágil situação de nossas contas públicas.

Araújo, porém, rejeita a impressão de dinheiro como uma solução heterodoxa de financiamento dos gastos do governo para o combate à pandemia, nos moldes do que é defendido pelos partidários da chamada Teoria Monetária Moderna (MMT, na sigla em inglês). “Não vejo nenhuma base teórica”, afirma.

Para ele, a impressão de dinheiro pode ser uma solução justamente para preservar a ortodoxia. “O principal objetivo tem que ser a perseguição da meta de inflação; o tripé básico tem funcionado na economia brasileira, com teto de gastos, juntamente com o câmbio flutuante.”

Ele acha pouco provável, porém, que o Brasil vá de fato ser obrigado a emitir moeda, o que pressupõe antes alguma dificuldade em vender títulos públicos. Mas diz que essa é uma opção em aberto e que, antes, o instrumento a ser usado é a taxa Selic.

Para Araújo, os cortes de juros feitos e o sinalizado pelo BC estão corretos, e a autoridade monetária não deveria se preocupar com eventuais repercussões negativas na curva de juros ou no dólar. Essas variáveis, argumenta, “não estão nos modelos do sistema de metas” e “devem ser secundárias na política de juros”.

Um especialista na Lei de Falências, o economista vê com preocupação iniciativas no Congresso para suspender pagamentos de empréstimos consignados ou impor teto de juros. “Essa unilateralidade destrói o mercado de crédito, que teve um avanço grande nos últimos 15 anos”, diz. Para ele, a agenda deve ampliar a negociação extrajudicial coordenada de credores, seguindo os passos recentes de países como a Espanha.

A seguir, os principais trechos da entrevista com Araújo, que é assessor especial do ministro da Economia, Paulo Guedes, e pesquisador da Fundação Getúlio Vargas (FGV) e do Instituto de Matemática Pura e Aplicada (Impa).

**Valor:** *Os cortes de juros feitos e o sinalizado pelo Banco Central são apropriados?*

**Aloisio Araújo:** Achei muito bom. Vínhamos com uma inflação baixa em relação ao centro da meta e, com esse choque recente, tivemos um grande efeito deflacionista. O correto é perseguir a meta de inflação e, para isso, o instrumento básico são os juros.

**Valor:** *A decisão foi criticada porque elevou a inclinação da curva de juros e alimentou a alta do dólar.*

**Araújo:** Dentro do tripé de política macroeconômica, o câmbio é flutuante. Se houver uma alta do dólar, paciência. Acho que o Banco Central faz bem por não permitir volatilidade excessiva do câmbio. Para isso temos uma quantidade boa de reservas, que custaram caro, e outros instrumentos, como swaps ou operações compromissadas com reservas. O BC está certo em fazer com moderação. Do ponto de vista da meta de inflação, a desvalorização cambial nem é tão ruim porque o ‘pass-through’ caiu muito.

**Valor:** *Mas o estímulo será eficaz, já que resultou em aperto nas condições financeiras?*

**Araújo:** A inclinação da curva de juros pode aumentar ou diminuir devido a outros fatores, como o risco político. Não está nos modelos do sistema de metas, tradicionalmente, esse componente. Deve ser secundário na política de juros. Foi o que outros países fizeram, diminuíram os juros. A nossa desvalorização cambial foi maior, nosso risco-país cresceu mais que outros emergentes. Mas também houve outras condições comuns a outros países. Difícil saber o culpado, temos poucos modelos para investigar isso. O instrumento de juros tem que ser utilizado.

“

## Se houver alta do dólar, paciência. Acho que o BC faz bem por não permitir volatilidade excessiva do câmbio”

**Valor:** *Existe um limite para a baixa de juros?*

**Araújo:** Tipicamente, sim, você tem um limite para a taxa de juros cair. O juro neutro é o prêmio de risco mais a taxa de preferência intertemporal. Como há uma convergência entre os países, essa taxa intertemporal é mais ou menos única, em torno de zero. Mas temos que adicionar o prêmio de risco do país. Nos sistemas internacionais, se for abaixo disso, haverá inflação. Em algum ponto, haverá a impossibilidade de vender títulos. Se não consegue vender o título, emite temporariamente moeda.

**Valor:** *Nessa crise, o Brasil precisará levar os juros a zero?*

**Araújo:** Eu duvido que a gente chegue lá.

**Valor:** *Por quê?*

**Araújo:** Antes de tudo, porque você tem demanda por título; porque, no mundo, onde tem algum rendimento, é mais atrativo. No exterior, a inflação está zero, aqui não. Então você vai ter algum título com rendimento futuro. Mas são especulações, a gente não sabe o que vai acontecer com o juro ao certo. Se for o caso de ocorrer essa queda toda, você emite moeda nessa situação. Não é emitir moeda ‘per se’. Sou totalmente contra. O principal objetivo tem que ser a perseguição da meta de inflação; o tripé básico tem funcionado na economia brasileira, com teto de gastos, juntamente com o câmbio flutuante.

**Valor:** *Será que podemos aplicar esse remédio no Brasil, com todo o histórico de inflação muito alta?*

**Araújo:** Qualquer indicação de que a inflação está subindo, você volta a subir os juros. Nada impede de voltar a subir os juros. Suponha que o mundo agora, de repente, descubra uma vacina. Imagina uma recuperação em 'V' no Brasil e no mundo. É óbvio que o Brasil vai ter que subir a taxa de juros. Mas agora estamos abaixo do limite inferior da meta de inflação. Até chegar no centro da meta, ou acima dele, tem muito tempo. Essas reações não são instantâneas. Você tem tempo de subir o juro, o BC pode fazer uma reunião extraordinária.

**Valor:** *A impressão de moeda pelo Banco Central não seria uma forma perigosa de financiar os gastos do governo?*

**Araújo:** Não estou preconizando isso como objetivo. É uma situação diferente, tem que ser conversado com o Tesouro. Seria uma situação anômala. Qual seria a alternativa que você teria? Nós nunca vamos emitir moeda. Mas aí você abandona o sistema de metas? Abandonar o sistema de metas seria muito ruim.

**Valor:** *O que o sr. está defendendo é diferente das sugestões dos proponentes da Teoria Monetária Moderna?*

**Araújo:** Sim, é bem diferente. Não estou falando em emitir dinheiro para reativar a economia. Não tem a ver com essa ideia que agora vivemos num mundo diferente, como se diz na MMT.

**Valor:** *Por que não seria conveniente imprimir dinheiro nos moldes da MMT?*

**Araújo:** Não vejo nenhuma base teórica nela. Os macroeconomistas tradicionais que a gente lê, que são os líderes, teóricos, não vejo ninguém falando nisso. Vejo gente no Congresso americano, uma defesa muito periférica dessa teoria. O que houve internacionalmente foi uma queda muito grande dos juros estruturais e na relação entre a dívida e o PIB, impensáveis anteriormente. É realmente uma situação muito nova, que dá a impressão de que não existe mais restrição orçamentária do governo. Mas não vejo ninguém sério dizendo que não existe mais daqui para frente. Principalmente num país como o Brasil, com a fragilidade fiscal que temos.

**Valor:** *O sr. sempre estudou as relações entre o sistema de meta e a situação fiscal, defendendo inclusive uma meta de inflação mais alta do que a de países avançados. Hoje a ação do Banco Central tem alguma relevância para a sobrevivência do arcabouço fiscal?*

**Araújo:** Sempre tem. Mas vejo sempre como primeiro objetivo da política monetária a meta de inflação. Se os juros sobem, é ruim do ponto de vista fiscal, mas tem que cumprir a meta de inflação porque o objetivo monetário é independente. Apenas existe uma interação entre os dois. Quando tem uma situação fiscal muito ruim, e você tenta subir os juros para cumprir os objetivos monetários, você corre o risco de não colher esses objetivos monetários. Existe uma desconfiança do mercado. Mas isso é a outra ponta, da dominância fiscal, não é o que estamos vivendo agora. Vivemos recentemente situações desse tipo, talvez a dominância, que é uma coisa muito difícil de definir, envolva expectativas. Estivemos perto. Nessa situação você não cumpre a meta, se colocar uma meta de inflação muito baixa. Corre o risco de ter um choque negativo e ficar nessa situação. Acho que a gente tem que fazer a nossa realidade monetária associada à realidade fiscal.

**Valor:** *Hoje, com as projeções de inflação abaixo da meta, qual a implicação fiscal de o BC buscar o centro da meta?*

**Araújo:** O objetivo do Banco Central é meta de inflação e ponto final, não quero colocar um outro objetivo para o Banco Central. Mas, evidentemente, tem consequências fiscais. Por um lado, aqueles que não querem reduzir os juros dizem que tem consequências negativas daqui e dali, na inclinação da curva de juros e no dólar. Por outro lado, [a queda de juros] tem outras consequências, positivas. De um lado e do outro, essas consequências devem ser secundárias. Coisas positivas: paga menos juros, a inflação maior acomoda um pouco o teto de gastos. O teto tem que ser preservado, não através desse mecanismo.

**Valor:** *Como deve ser?*

**Araújo:** O governo está certo em não dar os reajustes de salário do funcionalismo. Pense que você congele o salários dos funcionários públicos no Brasil, que dá uns 13% do PIB. No mundo desenvolvido é 9%, tanto na Europa quanto nos Estados Unidos. O certo seria você diminuir esse gasto no Brasil. Tem que fazer uma reforma administrativa, houve algumas tentativas. Mas, com essa crise, suponha que você não dê nenhum aumento. A participação do salário do funcionalismo público no PIB vai aumentar, mesmo ficando congelado. Por quê? Porque o PIB vai cair. Se o PIB cai 6%, a inflação é 2%, o salário em relação ao PIB sobe 4%. Sobe mesmo congelado.

**Valor:** *Existe a discussão de que o teto pode ficar inviável se a inflação ficar muito baixa.*

**Araújo:** Por isso que é tão importante não fazer o reajuste do funcionalismo, tem outras reformas importantes a fazer. De fato, a situação fiscal está muito difícil. Mas as pessoas se esquecem de que, se não tivéssemos feito a emenda do teto e a reforma da Previdência, estaríamos bem piores. O que economizamos com essas reformas devolvemos agora, devido a uma crise. Acho um bom uso do ganho, não foi irresponsável. Para continuar responsável, temos que seguir. Quando a situação está muito confusa, devemos ficar no tripé. Deixa câmbio livre, deixa o sistema de meta e olha a lei do teto, faça o esforço que for necessário.

**Valor:** *Seria o caso de o Banco Central vender mais dólares para segurar o câmbio?*

**Araújo:** O Banco Central está usando alguns instrumentos, reservas, swaps, compromissadas, para segurar a volatilidade. Está certo. O Brasil está sofrendo um pouco porque em algumas dimensões está pior que outros países, embora em muitas dimensões esteja melhor. Agora, suponha que precise de um novo [nível] de câmbio, como precisou na década de 1980 e em outras ocasiões para ajudar o equilíbrio, via comércio exterior. Então você talvez precise de uma desvalorização cambial maior agora. Tem havido um aumento de exportações de commodities, deve vir alguma substituição de importações via mercado, não artificialmente induzida. Os preços relativos mudam. Importa menos, produz mais. São instrumentos de mercado funcionando. No momento, o BC está fazendo certo, diminuindo um pouco o movimento, mudanças bruscas prejudicam agentes econômicos que se posicionaram de um lado ou de outro. Agora, mexer no nível, acho complicado.

**Valor:** *A crise vai aumentar muito a falência de empresas. Como lidar com essa situação?*

**Araújo:** Há uma série de discussões no Congresso que são muito ruins porque tentam quebrar contratos. Um absurdo a discussão sobre suspender o pagamento das parcelas do empréstimo consignado. Os aposentados e funcionários públicos respondem por 95% de quem tem crédito consignado. Eles não tiveram os rendimentos afetados nessa crise. Então por que você vai suspender esse pagamento de empréstimo consignado? Não faz sentido. Não faz sentido fazer uma moratória de aluguel. Suspender os contratos de forma arbitrária não faz sentido. Tem que haver uma negociação. É preciso uma solução emergencial para facilitar a negociação. Vários países estão fazendo isso, a Espanha passou uma lei.

**Valor:** *Como, então, facilitar as negociações?*

**Araújo:** Abrir mais a negociação extrajudicial, mas com as partes juntas. Criar mecanismos para que os credores conversem entre si, de forma coordenada, no extrajudicial, e votem. Pode decidir estender por mais seis meses o pagamento, mas de forma comum, não pode fazer à revelia. Tem que ser feito uma negociação mais facilitada, mas sem passar por cima da propriedade dos credores, porque aí o sistema creditício poderá ser muito afetado. Tem um projeto de tabelar juro. Moratória geral de aluguel não tem sentido. Essa unilateralidade destrói o mercado de crédito, que teve um avanço grande nos últimos 15 anos. Avançou muito. Não tinha sistema de hipoteca, teve um empoderamento do credor, precisa de um balanço entre credor e devedor. No Brasil, há um viés muito forte na direção do devedor. Então havia a retração do credor e não tinha crédito nenhum.

---

## Conteúdo Publicitário

Links patrocinados por **taboola**

---

### LINK PATROCINADO

Cardiologista do Brasil: Pare de comer esses 3 alimentos imediatamente

VITAL 4K

### LINK PATROCINADO

Como se livrar de problemas mesmo sem falar o idioma local

MUAMA INSTANT TRANSLATOR

### LINK PATROCINADO

Nova fórmula que reduz Varizes em até 82% vira febre em Niterói

VARIZERO

### LINK PATROCINADO

Frigideira que não usa óleo e não gruda vira febre em Niterói

GOLD CHEF PANELAS

### LINK PATROCINADO

O jogo mais viciante do ano!

FORGE OF EMPIRES - JOGO ONLINE GRÁTIS

### LINK PATROCINADO

Quem nunca pensou em tentar tocar violão ou guitarra, chegou a hora de aprender.

GUITAR ACORDES

---

## Leia em Valor Investe