

ANÁLISE MENSAL

Fevereiro de 2012

Editor:

João Basílio Pereima

Equipe Técnica:

Antonio Luiz Costa Gomes

Ricardo Nascimento

Ronald Conceição

Quando as expectativas falham

O longo caminho de convergência para a taxa neutra de juros no Brasil

Este encarte é disponibilizado para *download* gratuito no endereço <http://www.economiaetecnologia.ufpr.br>



Apresentação

A **Análise Mensal** é uma publicação realizada pela equipe técnica da *Revista Economia & Tecnologia* (RET) que, a partir do mês de janeiro, substitui o então divulgado **Informativo Mensal**. A **Análise Mensal** será publicada toda última semana de cada mês e também estará disponível em formato digital para *download* no endereço <http://www.economiaetecnologia.ufpr.br>.

O objetivo da **Análise Mensal** é tratar de um ou dois temas relevantes de conjuntura macroeconômica e que estejam em evidência nas agendas nacional e internacional. Todo o conteúdo é debatido e escrito coletivamente pela equipe técnica da RET, sendo que as opiniões emitidas são de responsabilidade do Editor.

Neste mês de fevereiro, abordamos a influência dois alvos da política macroeconômica atual brasileira, que de certa forma estão intimamente relacionados: a formação das expectativas de inflação, juros e PIB e a estratégia de redução da taxa básica de juros para um nível estruturalmente mais baixo do que aquele em que tem operado a política monetária nos últimos 20 anos. O problema com as expectativas, como se verá, é o de que os modelos expectacionais dos agentes não são confiáveis, pois existem erros em relação aos valores realizados que não desaparecem com o tempo. Isto fragiliza toda a estrutura formal do sistema de metas e dos instrumentos usados pelo BCB para na condução da política monetária e abre espaço para um certo grau de discricionariedade no comportamento da autoridade monetária, e no momento, corrobora as decisões do BCB aparentemente contrárias às opiniões de parte do mercado, em busca de uma taxa neutra de juros, que se ainda é alta (5,0 %a.a.) poderá ser mais baixa no futuro. No que se refere à busca de um nível mais baixo de taxa de juros, o BCB parece estar dirigindo a política monetária com este fim, enquanto se abre uma janela de redução pressões inflacionárias, principalmente na economia mundial.

Boa Leitura!

João Basílio Pereira

Editor (E-mail: ret@ufpr.br)

Quando as expectativas falham

Desde que o homem aprendeu a imaginar relações de causa-efeito e conectá-las à linha do tempo, a esperança em relação ao futuro sempre acompanhou as decisões individuais. Para os economistas a esperança se tornou um conceito estatístico e quando foi incorporada em modelos macroeconômicos começou a governar importantes decisões. A medida que desenvolveu um complexo sistema de informação que culminou numa infosfera eletrônica global, criou-se um espaço virtual que conecta milhões de mentes transmitindo e acessando instantaneamente uma massa de informações inimaginável vinte ou trinta anos atrás. Neste novo mundo dois ingredientes, interação e expectativas, quando apropriadamente combinados podem catalisar as mais diversas reações econômicas e sociais, suaves e abruptas. As expectativas encontraram num mundo conectado, o grande veículo de locomoção. Como ninguém precisa sair de casa para atravessar o mundo e conectar uma mente no outro lado do planeta se tiver um computador, com custo de transporte praticamente zero e facilidades interativas tecnológicas incríveis, as expectativas de uns atingem rapidamente a de outros e mudam o futuro antes mesmo que ele aconteça ou conduzem à erros generalizados.

Nos últimos dez anos uma bateria de indicadores expectacionais começaram a ser compilados e amplamente divulgados no mundo inteiro. Versões locais de índice de confiança do consumidor, sondagem da indústria, índice de confiança de serviços e uma plêiade de outros indicadores fazem parte do noticiário econômico diário.

A importância dada as expectativas é observada no esforço de construir complexos bancos de dados disponibilizando a evolução das esperanças do comportamento futuro das mais diversas variáveis macroeconômicas, alimentados em ritmo diário e semanal. Aqui no Brasil, o Relatório Focus faz este papel.

Com a implantação do sistema de metas para a inflação no Brasil em 1999, as autoridades monetárias e diversos agentes do mercado passaram a incorporar formalmente variáveis macroeconômicas expectacionais em seu processo decisório com grandes reflexos em seu comportamento e decisões individuais. Uma verdadeira batalha de influências teve início. A regra básica de uma sociedade movida à expectativas é de que podemos mudar o futuro, sem precisar arcar com o ônus da mudança no presente, ajustando simplesmente a variável expectacional. O caso macroeconômico mais famoso é

o da chamada relação ou Curva de Phillips entre inflação e desemprego. Originalmente uma relação inversa simples (exponencial) entre salários (inflação) e desemprego, depois a curva foi expandida incluindo-se mais uma variável explicativa, a qual passou a dominar a relação; a expectativa de inflação. Se o peso da variável expectacional for grande então podemos reduzir a inflação sem aumentar o desemprego simplesmente forçando uma queda nas expectativas. O campo de batalha muda do plano da economia real, para o plano da psicologia comportamental. As armas e instrumentos de política macroeconômica, além da manipulação de variáveis reais, envolvem também atas, comunicados, relatórios, declarações, vídeos institucionais, e o que mais se possa imaginar como arsenal retórico. Tudo apontado para o alvo da variável expectacional escolhida.

Mas em que pese todo este reconhecimento e esforço, a relação entre o mundo esperado e o efetivamente realizado ainda é uma caixa preta, pouco compreendida. Mostraremos um reflexo disto um pouco mais adiante, na tabela 01. O mistério a ser compreendido é duplo: desconhecemos vários mecanismos de interação do mundo real, bem como desconhecemos os processos heurísticos do mundo subjetivo da mente humana. A importância das expectativas não é novidade na teoria econômica. Em Keynes, 1936, vemos a descrição de um empresário fazendo investimento baseado na expectativa de lucros futuros, ou como o autor dizia, na eficiência marginal do capital. Um passo de grande repercussão, e polêmico desde então, foi dado por um economista americano chamado John Muth em 1961, quando publicou um influente artigo com o sugestivo nome de “*Rational Expectations and the Theory of Price Movements*” e redescoberto nos anos 1970/80 dando início à igualmente polêmica revolução macroeconômica das expectativas. A retomada tardia de Muth deve-se talvez à indigesta matemática utilizada no *paper* e a popularidade recente ao reconhecimento do adjetivo *racional*. Este artigo abriu uma avenida de pesquisa na teoria macroeconômica moderna ao se propor descrever como as expectativas se formam, ensaiando assim resposta à uma das metades do duplo mistério. Decifrar a mente do agente. Por racional, Muth e muitos depois dele, referem-se à um “truque” simples de imaginar mas difícil de formalizar. Para formar suas expectativas sobre o futuro, supõe-se que o agente cria, em sua mente, um modelo de previsão que nada mais é do que o próprio mundo real, numa forma estilizada, em geral matematicamente. Este modelo é aperfeiçoável no tempo, de forma que um erro hoje é corrigido melhorando com o tempo a sua capacidade preditiva, expectacional.

O “truque”, portanto, consiste em imaginar que o agente constrói o seu modelo subjetivo usando uma correta representação do verdadeiro modelo real,

passando então a prever o estado futuro do próprio mundo real, em qualquer ponto na linha do tempo. Um ser racional é aquele cujo modelo subjetivo é igual ao modelo real verdadeiro e em sendo assim, nada surpreenderá este agente e nenhum governo esperto poderá enganá-lo com alguma política econômica discricionária. Ele conhece o mundo real e põe isso no seu modelo subjetivo, de tal forma que o mundo subjetivo é igual ao mundo real. Para o agente racional, a expectativa de qualquer variável sobre o futuro será sempre, no futuro, igual à verdadeira variável realizada. Não há erro, a não ser aqueles causados por choques puramente aleatórios, incognoscíveis. Isto significa dizer que este agente olha para um acontecimento hoje, calcula todos os efeitos futuros, traz tudo para valor presente e toma então sua decisão. Este agente ajusta suas ações hoje, olhando para frente, pelo que foi chamado de racional.

Um outro adjetivo expectacional, que se contrapõe ao *racional* é o que se convencionou chamar de *adaptativo*. O agente adaptativo olha para trás, vê o que aconteceu de certo ou errado e então corrige seu erro, adaptando-se ao ocorrido. Confrontando os dois, um, o racional, nunca erra. O outro erra sempre mas tem a virtude da humildade conformando-se em adaptar-se às supresas e choques do mundo real.

Toda esta longa introdução tem um propósito específico. Primeiro reconhecer a importância das variáveis expectacionais num mundo conectado e interativo. Segundo entender, mesmo que muito simplificadamente, como os economistas descrevem a maneira como as pessoas formam expectativas, racionalmente ou adaptativamente. E terceiro e mais importante, poder entender o que os números da tabela 01 estão a nos dizer.

Os recentes movimentos do Banco Central baixando juros enquanto a inflação ainda não convergiu plenamente para a meta, tem recebido críticas por “frustrar” as expectativas do mercado, que constam no Relatório de Mercado Focus. A relação entre Banco Central e agentes está toda ela fundamentada na aceitação por ambos os lados, de que os processos expectacionais são absolutamente críveis. Isto é, estão assentados no fato de que as expectativas de diversas variáveis macroeconômicas sinalizam de fato os movimentos do mundo ou do modelo real. Isto não é verdadeiro em sua totalidade e os dados compilados na tabela 01 mostram que o modelo subjetivo dos agentes, o qual produz as colunas expectativa, de fato não coincide com o modelo real, que produz o dado realizado. E mais ainda, mostra outros três fatos, quem bem merecem uma investigação aprofundada, não possível de ser feita neste espaço.

O primeiro é tão óbvio que as vezes é difícil de enxergar. Existem erros de previsão, mesmo depois de meio século de estudos sobre expectativas

racionais iniciadas por Muth em 1961. Ninguém conseguiu ainda formalizar adequadamente o processo de geração de expectativas. Quiçá conseguirá um dia. No entanto, parte da teoria e, o que é pior, da análise macroeconômica, é realizada como se as expectativas fossem a correta representação do futuro. É o que poderíamos chamar de *ditadura das expectativas*.

O segundo é que as diferenças variam no tempo e não convergem no futuro para menores erros. O aprendizado e aperfeiçoamento do agente racional embora seja uma premissa que faça sentido, parece não ter comprovação empírica. Há dificuldades de aprendizado, ou porque a realidade é confusa de mais ou impenetrável à mente humana a partir de certo ponto, ou porque nos falta intelecto e capacidade de acesso e processamento de informações, ou ambos. E terceiro, e talvez mais grave, é que as expectativas são viesadas. A média dos erros é diferente de zero, e tendem para um lado em todos os três casos, como pode ser visto na última linha da tabela 01.

Tabela 01. Expectativas de Mercado e Indicadores Selecionados – (2001/2011)

Ano	Expectativa IPCA	IPCA realizado	Erro (em %)	Expectativa SELIC	SELIC realizada	Erro (em %)	Expectativa PIB	PIB realizado	Erro (em %)
2001	4,00	7,67	91,75	19,00	19,05	0,26	4,00	1,31	-67,3
2002	4,75	12,50	163,16	17	23,25	36,76	2,40	2,07	-13,8
2003	11,00	9,30	-15,45	22,60	17,05	-24,56	2,00	1,01	-49,5
2004	6,01	7,60	26,46	13,5	17,51	29,70	3,60	5,70	58,3
2005	5,74	5,69	-0,87	16,5	18,23	10,48	3,70	3,02	-18,4
2006	4,60	3,14	-31,74	15,00	13,25	-11,67	3,50	4,00	14,3
2007	4,90	4,46	-8,98	11,75	11,25	-4,26	3,50	6,01	71,7
2008	4,45	5,90	32,58	11,25	13,75	22,22	4,50	5,02	11,6
2009	4,60	4,31	-6,30	11,36	9,05	-20,33	1,80	-0,60	-133,3
2010	4,62	5,91	27,92	11,25	10,75	-4,44	5,35	7,50	40,2
2011	5,64	6,50	15,25	12,5	11,00	-12,00	4,60	2,70	-41,3
	Soma erros (em pp)		1,25	Soma erros (em pp)		2,43	Soma erros (em pp)		-1,21

Fonte: elaboração própria a partir das publicações do Relatório Focus (BCB) e IBGE.

Notas: ⁽¹⁾ IPCA acumulado (12 meses); ⁽²⁾ Taxa Selic média anualizada; ⁽³⁾ Taxa de variação do PIB real.

Vejamos isso tudo um pouco mais de perto, analisando alguns fatos embutidos nos dados. A tabela 01 expõe qual a expectativa de três importantes variáveis macroeconômicas realizadas sempre com um ano de antecedência. Em 2001, a inflação realizada foi 7,67%. Um ano antes, no primeiro dia de 2001, a mediana das opiniões sobre qual seria a inflação um ano depois, foi de

4%, um erro de 3,67 pontos percentuais ou de 47,8% para cima. O erro, no caso é a diferença entre o realizado menos o previsto. Um erro positivo indica que a expectativa foi menor que o realizado. No caso do IPCA a soma dos erros em pontos percentuais foi de 1,25, indicando que em geral as expectativas de inflação foram sempre otimistas, isto é, a crença de uma inflação menor prevaleceu sobre a crença pessimista de uma inflação maior. Houve contudo grandes variações ao longo destes dez anos analisados. No caso SELIC, igualmente, a SELIC praticada pelo BCB foi maior que a esperada somando 2,43 no período. A expectativa otimista sempre considerou uma taxa de juros menor que a praticada. E por fim o otimismo parece reinar nas expectativas de PIB, cuja soma deu negativa, sinalizando que em geral espera-se um PIB maior do que o realizado. A tabela também mostra que a variação dos erros é muito grande, comprometendo a credibilidade do algoritmo de formação de expectativas dos agentes.

A dificuldade de coordenar os modelos expectacionais com a realidade não mudou muito desde 2001. Neste ano as previsões e expectativas de mercado para o nível do produto, inflação e juros estiveram, em grande parte do período, atreladas a uma forte política monetária ultra contracionista. Com efeito, logo no primeiro ano de publicação das expectativas no Relatório Focus, em 2001, a mediana de expectativas (em janeiro de 2001) para o crescimento anual do PIB era de 4,0%, com uma expectativa de 4,0% a.a. para o IPCA; entretanto, o PIB realizado no ano foi de apenas 1,31% e, mesmo assim, a meta de inflação não foi cumprida.

Em 2011, a mediana de expectativas (em janeiro de 2010) para o crescimento anual do PIB era de 4,6%, mas o PIB realizado cresceu somente 2,7%. Por sua vez, as expectativas de mercado para o crescimento do PIB em 2012 também já foram rebaixadas pelas previsões do Relatório Focus. Esta trajetória de queda é observada desde o final do segundo trimestre de 2011, quando a expectativa de crescimento do PIB estava em torno de 4,21% a.a., até chegar em 3,28% no último relatório divulgado em 02/03/2012 e ficou acima do PIB real de 2,7% divulgado dois meses depois.

Em síntese, o problema fundamental que aflige a todos é: o que fazer quando as expectativas falham?

O longo caminho de convergência para a taxa neutra de juros no Brasil

Desde que assumiu a presidência do Banco Central (BCB), em janeiro de 2011, Alexandre Tombini e sua diretoria tem realizado um trabalho sistemático para reduzir *estruturalmente* o nível de juros em que a política monetária opera. Quando assumiu seu mandato, Tombini herdou uma taxa nominal de juros de 10,75% a.a. e, por ocasião da pressão inflacionária, elevou-a para 12,50% a.a. até julho de 2011; desde então, ocorre uma redução até os atuais 9,75% a.a., com sinalização de mais baixas nos próximos meses (por motivação da desaceleração simultânea da inflação e do crescimento).

Esta atuação tem rendido elogios por parte de muitos e críticas por parte de alguns. Os elogios têm enaltecido a visão e a coragem da autoridade monetária em ter se antecipado ao mercado na detecção da recessão que irradiou da Europa para a economia brasileira nos últimos 09 meses e ter iniciado o ciclo de baixa da taxa de juros. As críticas têm manifestado descontentamento acusando-a de relaxar a política monetária enquanto a inflação ainda roda acima da meta e, nos casos mais ácidos, até mesmo de ter abandonado informalmente o sistemas de metas de inflação.

A interpretação que fazemos do que está acontecendo com a política monetária vai um pouco além do mecanicismo do juro-alto contra inflação alta, tudo mais inexistindo. Desde que implementado o sistema de metas de inflação em junho de 1999, pela primeira vez parece haver uma preocupação do BCB em reduzir *definitivamente* o nível da taxa real de juros em que opera a política monetária e para compreender como isto está sendo executado é preciso olhar para o conjunto das políticas macroeconômicas, incluindo as fiscais e cambiais. O objetivo principal da autoridade monetária parece ser em aproveitar a janela aberta pela recessão internacional e desaceleração inflacionária para reduzir definitivamente o nível da taxa real de juros e eliminar a sangria de recursos do Estado (da sociedade ao fim) destinada ao pagamento de juros.

Por trás disso pode estar a noção de que o combate à inflação se faz com variação da taxa de juros, e não necessariamente a sua fixação em nível estratosférico. Suponha dois países A e B com uma situação inicial de equilíbrio com inflação zero e que um deles (A) tenha uma taxa real de juros de 3% a.a. e o outro país (B) de 8% a.a.. Imagine agora que a inflação nos dois países aumente para 5% a.a. e que para debelar o surto inflacionário e frear as expectativas dos agentes a autoridade monetária aumente a taxa de juros em

2 pontos percentuais. Dado o *nível* da taxa de juros, o impacto da política monetária será muito maior no caso do país A com juros de 3% do que no país B com juros de 8%.

Na hipótese em questão, a variância da taxa de juros é maior em A do que B e qualquer economista saberá mensurar a consequência disto na magnitude de um parâmetro estimado. Supondo que a sensibilidade-juro das expectativas de inflação seja a mesma entre os hipotéticos países, para o país B reverter as expectativas inflacionárias ele deverá aumentar os juros, em pontos percentuais, muito mais que o país A, e o custo fiscal disto será enorme. Em outras palavras, a política monetária de aumento de 2 pontos percentuais, dada a sensibilidade iguais dos agentes, será mais eficiente no país A do que no país B. Um sistema econômico em que a taxa de juros seja sistematicamente alta enfraquece o poder do instrumento juros e impõe um custo fiscal muito grande para sociedade. Para concluir o exercício imaginário, ao invés de dois países imagine que há um só país, que pode escolher a realidade A ou B, onde os agentes e suas sensibilidades-juro são as mesmas. É o caso brasileiro onde até o passado recentíssimo a autoridade monetária tinha lutado sempre para manutenção de uma realidade tipo B.

Felizmente há fortes indícios de que a atual diretoria do Banco Central (BCB) está empenhada em migrar para a realidade tipo A. Se tiver sucesso, do ponto de vista macroeconômico será a segunda grande conquista dos últimos tempos, mesmo que vinda com muito atraso. Depois de reduzir a inflação com o Plano Real, agora teremos finalmente uma redução para sempre do *nível* dos juros e isto não significa em momento nenhum o abandono do sistema de metas de inflação. Variações de juros acionadas pela função de reação da autoridade monetária, nas regras do sistema de metas, continuarão existindo, mas agora em torno de um valor médio mais baixo. *En passant*, há quem sonhe ainda com a terceira conquista, a da queda dos impostos, mas isso é ingrediente para uma outra análise. O indício de que se busca a realidade tipo A é uma inovação na problematização da política monetária com a introdução da idéia, por iniciativa do BCB, de que se busca a chamada taxa *neutra* de juros. A idéia não é nova, a novidade está em o BCB fazer disso um problema oficial e público seu.

A noção de taxa *neutra* não é nova para a teoria econômica, se aproxima do conceito de taxa *natural* de juros de Knut Wicksell, e remonta ao pioneiro trabalho “*Interest and Prices*” publicado no longínquo 1898, embora não seja rigorosamente a mesma coisa. Além da expressão taxa neutra e natural de juros por vezes a literatura especializada também utiliza a noção de taxa de equilíbrio. Para embaralhar mais, o próprio Wicksell usa também a expressão

taxa normal. A diferença entre os conceitos está na forma de medir a neutralidade, em relação à que variáveis macroeconômicas e ao tempo de ajuste. A rigor, o que Wicksell entendia como taxa natural, normal ou real é a taxa que vigoraria no longo prazo e que equilibraria as carteiras de captação e aplicação de fundos monetários no sistema financeiro. Em suas próprias palavras “a taxa de juros que faz com que coincidam perfeitamente a demanda de capitais e a oferta de poupança, que mais ou menos se espera que correspondam ao rendimento do capital de nova produção, será então a taxa de juros real, normal ou natural, e essencialmente variável” (Wicksell 1911[1988], p. 275). Assim, períodos de aumentos de preços estimulariam o investimento e aumentariam a demanda por empréstimos e a consequente redução de reservas bancárias faria aumentar a taxa de juros. A elevação dos juros estimula a realização de poupança, que é mesma coisa que uma queda no consumo. Mais produção ao mesmo tempo que cai o consumo conduz a queda de preços. O mecanismo age até que, na ausência de novos choques, preços e juros retornam ao seu valor natural.

Para o Banco Central (BCB), a idéia de taxa neutra de juros tem um significado próprio. Para o BCB expressão significa “a taxa de juros que permite que a economia cresça sem pressionar a inflação” o que implicaria numa relação de equilíbrio com outras posições neutras, refletindo a mesma situação de equilíbrio geral onde o mercado de trabalho está em sua taxa natural de desemprego e a demanda expandindo na mesma velocidade do produto potencial.

Nesta cruzada contra o nível da taxa de juros do Brasil, o longo caminho de convergência consiste não numa batalha para reduzir expectativas, nos termos descritos na análise anterior, mas agora para descondicionar o “vício” em taxas altas de juros. É um problema de desentortar a boca após anos de tragadas no cachimbo dos juros altos. Isto está evidenciado nas Atas do Copom. A expressão *taxa neutra* começou a ser utilizada de forma sistemática desde a Ata nº 152 de 29/07/2010 e a partir daí não deixou de frequentar o parágrafo 21 e 22, repetido em ritmo e constância de um verdadeiro mantra macroeconômico.

Mais recentemente passou incorporar as mensagens subliminares e até mesmo explícitas da autoridade monetária de que o BCB está empenhado mesmo em reduzir a taxa neutra, do contrário, porque insistir que “mudanças estruturais na economia brasileira” estão permitindo reduzir a estimativa para a taxa neutra. E de acordo com o BCB esta já teria caído de 6,55% a.a. em 2010 para aproximadamente 5,0% a.a. no início de 2012, a qual, diante do cenário internacional, ainda é uma taxa de juros alta, mesmo que neutra.

Do ponto de vista de coordenação de políticas macroeconômicas há duas combinações clássicas de políticas monetárias, fiscais e cambiais, uma voltada para o combate à inflação e outra ao crescimento. Para combater inflação o *mix* clássico consiste em política monetária e fiscal contracionista com câmbio valorizado, mistura essa que predomina desde o Plano Real (1994), com exceção de poucos momentos. Para impulsionar o crescimento faz-se o contrário adotando-se de política monetária e fiscal expansionista e desvalorização cambial. Nos últimos 25 anos isso nunca foi feito no Brasil. Houve momentos em que o câmbio desvalorizou em 2002/2005 produzindo um surto de exportação e acumulação de reservas, mas então o efeito expansionista e inflacionário foi combatido com uma política monetária ultra-contracionista. Atualmente o *mix* consiste em política fiscal contracionista na forma de altos superávits primários e valorização cambial ambos ajudando manter o IPCA estável ou baixando, liberando com isso a política monetária para reduzir estruturalmente e definitivamente os juros para um nível menor. Nas três grandes fases macroeconômicas vividas pelo Brasil nos últimos 25 anos, em nenhuma o *mix* macroeconômico foi pró-crescimento. No primeiro ciclo, na vigência do Plano Real até 1999 e depois nos primeiros quatro anos de metas de inflação até 2002, tudo girou em torno de combater inflação a qualquer custo e consolidar a reputação Bacen para operar o sistema de metas, recorrendo-se sempre a taxas de juros altas, apoiada por câmbio valorizado e política fiscal restritiva. No segundo ciclo, a crise cambial de 2002 a 2005 a crise cambial trouxe inflação e mais juros, com o que a preocupação com o crescimento foi adiada novamente. O surto de crescimento observado de 2005 em diante foi de certa forma involuntário pois decorreu do aumento de exportações e do empuxo dado pela economia mundial, que cresceu mais que a brasileira. O terceiro ciclo, atual, combina forte política fiscal contracionista e câmbio valorizado como âncoras da inflação, liberando a política monetária para o propósito inédito que é usá-la para resolver-se a si mesma. A queda de juros no momento não tem como objetivo o crescimento econômico, mas tão somente a redução do *nível* ou da taxa neutra de juros, nas palavras do BCB.

Assim, o começo de um possível crescimento sustentável poderá ocorrer no futuro quando a queda da taxa neutra permitir uma nova base de operação da política monetária, quando então combater a inflação no futuro será fiscalmente mais barato. Que a taxa neutra no conceito BCB, ou a taxa natural no conceito Wicksell, é muito alta no Brasil, não há dúvidas, mesmo quando comparado com países relativamente semelhantes, como mostra a tabela 02.

Tabela 02. Indicadores econômicos de países selecionados - 2011

Países	Juros nominais	Inflação	Desemprego	PIB [var.%]
Países desenvolvidos				
Estados Unidos	1,97%	3,10%	8,50%	1,70%
França	2,97%	2,20%	9,80%	1,50%
Alemanha	1,92%	2,40%	6,70%	0,10%
Inglaterra	2,21%	4,50%	8,40%	0,90%
Itália	5,49%	2,80%	8,60%	0,50%
Espanha	5,05%	3,10%	22,90%	0,60%
Grécia	37,10%	2,90%	18,20%	-5,20%
BRIC's				
Brasil	10,5%*	6,50%	4,70%	2,90%
Rússia	4,73%	8,40%	6,10%	4,30%
Índia	8,35%	8,90%	10,80%	7,10%
China	3,66%	5,10%	6,10%	9,20%
Outros países emergentes				
Paquistão	14,70%	11,90%	5,60%	2,40%
Portugal	12,10%	3,60%	14,00%	-1,50%
Argentina	12,80%	10,9%	7,20%	8,90%
Turquia	9,39%	6,50%	9,10%	7,80%
México	6,55%	3,40%	4,50%	3,90%

Fonte: elaboração própria a partir de dados do *The Economist*, FMI e BCB.

Como podemos observar na tabela 02, até mesmo Itália e Espanha, países com problemas macroeconômicos sérios e alto endividamento público, possuem taxas reais de juros muito baixa. Enquanto a Itália tem uma taxa real de aproximadamente 2,7%, a Espanha tem 2,9%. Dentre os BRIC's todos possuem taxas reais negativas, com inflação maior que as taxas nominais, e nem por isso a inflação está descontrolada, sequer atingindo dois dígitos. Com exceção de Portugal, com grave problemas de endividamento, vários países emergentes possuem taxas reais de juros menores do que 3% a.a., o que leva a pensar que mesmo uma taxa neutra de 5% a.a, como a estima o BCB, é uma taxa real de juros muito alta para os juros no Brasil. Todos os esforço em reduzir o nível da taxa de juros são dignos de elogios, e de ponto de vista social uma necessidade sem precedentes no Brasil.

É uma condição necessária, mesmo que insuficiente, para termos no futuro um processo de crescimento sustentado. Não é por outra razão que as expectativas de crescimento do PIB foram persistentemente desmentidas ao longo de 2011, até materializar-se nos incrivelmente baixos 2,7% a.a..