

Tempo de mudanças para a política monetária*

Edison Marques Moreira**

Economista da FEE e Professor da PUCRS

Num momento em que a economia brasileira caminha para encerrar 2007 com uma estimativa de crescimento em torno de 5,0%, com perspectiva de manter um ritmo aproximado em 2008, alguns economistas começam a apontar a necessidade de o Banco Central (Bacen) interromper, por um longo período, ou mesmo reverter, o processo de flexibilização da taxa Selic em curso desde setembro de 2005. A razão, dentre outras, seria o rápido estreitamento do hiato do produto — isto é, da diferença entre o crescimento efetivo do PIB e o seu crescimento potencial —, que estaria pondo em risco o cumprimento da meta de inflação em 2008 e 2009. Por outro lado, há dificuldades em avaliar a extensão temporal dessa situação, pelo fato de que a política monetária opera com defasagens, isto é, o efeito máximo sobre a economia devido a mudanças na taxa de juros básica não ocorre imediatamente, face à existência de mecanismo de transmissão da política monetária.

O objetivo deste texto é mostrar a importância de se considerarem o hiato do produto e o mecanismo de transmissão da política monetária na conjuntura atual de controle da inflação. Para isso, é introduzida, inicialmente, a idéia de produto potencial, sendo, logo após, esclarecido o mecanismo de transmissão da política monetária e, a seguir, analisada a situação atual dessa política. Por último, são realizadas algumas **Considerações finais**.

1 O Produto Interno Bruto (PIB) potencial

O PIB potencial, usualmente, é definido como o nível máximo de produção que uma economia poderia alcançar, sem gerar pressões inflacionárias. Por conseguinte, trata-se de variável de importância fundamental para o arcabouço que fundamenta a formulação, a análise e a avaliação da política monetária. Em geral, entretanto, o produto potencial é indiretamente

introduzido nesse arcabouço, isto é, por meio das estimativas do hiato do produto. Nesse sentido, ao funcionar como indicador de flutuações econômicas, esse hiato proporciona aos formuladores de política monetária a oportunidade de antecipar potenciais pressões de demanda sobre os preços. Esse arcabouço analítico tem sido utilizado pelos principais bancos centrais, e o Banco Central do Brasil não é exceção. Muito simplificada, a oferta de uma economia deve crescer *pari passu* com a sua demanda, para que a inflação não se acelere. A expansão da oferta, portanto, é o determinante básico do PIB potencial. E ela depende, como ensina a teoria econômica, da acumulação de fatores e do crescimento da produtividade. Os fatores podem ser divididos em capital humano, que é a força de trabalho e a sua qualidade, derivada principalmente da educação, e em capital físico, que são as máquinas, os equipamentos e a infra-estrutura. A produtividade total dos fatores (PTF), o elemento residual da equação do PIB potencial, está ligada a itens como tecnologia e qualidade das instituições.

O crescimento do PIB potencial não é, como parecem sugerir alguns críticos do Bacen, uma variável que a autoridade monetária utiliza, de forma rígida e absoluta, para regular a taxa de juros. Nessa visão simplista, os membros do Comitê de Política Monetária (Copom) têm em mente um valor preciso do PIB potencial e, a cada vez que o ritmo da economia ameaça ultrapassá-lo, elevam a taxa básica de juros, a Selic, independentemente do que esteja acontecendo com a inflação, com as expectativas inflacionárias e com uma série de outros indicadores da economia real.

Não é assim que o sistema funciona, a começar pelo fato de que o Banco Central sabe que estimar o PIB potencial é, talvez, uma das questões mais complexas e fugidias em Economia e que, portanto, se ater inflexivelmente a um determinado cálculo é uma receita certa para cometer erros de política monetária — que, aliás, podem significar tanto uma recessão desnecessária quanto mais inflação. O sistema de metas de inflação, diga-se a propósito, ao usar instrumentos como as expectativas inflacionárias e ao ter a própria inflação acontecida como teste contínuo do acerto das decisões de políticas monetárias passadas — sinalizando a

* Artigo recebido em 10 jan. 2008.

**E-mail: moreira@fee.tche.br

necessidade de mudanças, para cima ou para baixo, na trajetória do juro básico —, foi concebido para lidar com a grande incerteza que sempre cerca o PIB potencial. Na verdade, o PIB potencial e os conceitos dele derivados, como o hiato do produto, são importantes variáveis dos modelos econométricos que embasam — mas não automatizam — as decisões de política monetária no sistema de metas de inflação.

É importante esclarecer que, embora o conceito de crescimento potencial do PIB seja claro, a sua estimação empírica padece de sérias limitações. Em primeiro lugar, ela tem de se basear em estimativas, sempre frágeis e discutíveis, relativas à depreciação do estoque de capital e à produtividade total dos fatores — variável que incorpora ganhos de eficiência da economia como um todo, bem como em choques de oferta (como quebras de safra).

As estimativas do crescimento potencial também padecem do problema conhecido como estimação em “tempo real”, associado aos fatos de que: (a) os dados do PIB somente são conhecidos cerca de 70 dias depois de findo o trimestre de referência; (b) na nova metodologia das contas nacionais, os números definitivos de um trimestre somente são conhecidos quase dois anos depois, podendo ser revistos várias vezes, nesse ínterim; e (c) os filtros econométricos utilizados na estimação do PIB potencial são altamente sensíveis à incorporação de novas observações, especialmente nos resultados do final da amostra (que são, justamente, os que mais interessam à autoridade monetária). Não bastasse todas essas dificuldades para aquilatar o crescimento potencial “pelo retrovisor”, projetá-lo é uma tarefa ainda mais complicada.

Mesmo que esses problemas pudessem ser ignorados, é importante apontar que o PIB potencial é dinâmico, alterando-se de acordo com a variação do número de pessoas ocupadas economicamente, do investimento e da produtividade.

Por outro lado, a dificuldade de se prever a extensão do efeito de uma determinada medida de política monetária sobre o hiato do produto dá-se em função da existência de mecanismos de transmissão da política monetária, que promovem uma maior ou menor defasagem no mecanismo.

O item 2 tem o objetivo de esclarecer a atuação dos mecanismos de transmissão da política monetária.

2 O mecanismo de transmissão da política monetária

Com a determinação da taxa primária de juros, por um processo de arbitragem no mercado financeiro, determinam-se as taxas de prazo mais longo, em função das quais são pautadas, notadamente, as decisões de investimento, poupança, produção e consumo de bens duráveis.

Ao definir a taxa Selic, o Banco Central influencia indiretamente as taxas de médio e longo prazos, que também dependem de fatores fora de seu controle, como margens de lucro na intermediação financeira, risco de crédito e expectativas quanto ao desempenho futuro da economia e quanto ao comportamento da própria taxa primária, dentre outros.

Conseqüentemente, variações na taxa básica propagam-se por toda a estrutura a termo da taxa de juros, que é o conjunto das taxas de juros para todos os prazos praticados na economia.

Mas de que maneira a determinação da taxa Selic pelo Bacen impacta a taxa de inflação? Na realidade, a política monetária afeta a trajetória dos preços por intermédio de diferentes canais. Os principais são o produto e/ou a atividade, a taxa de câmbio, o crédito, o mercado de ativos em geral e as expectativas do rumo da economia. Cada canal tem seu tempo de processamento. A intensidade do efeito da política monetária também pode variar de acordo com determinados condicionantes institucionais. Por exemplo, em economias em que o crédito é parcela insignificante do PIB, o canal de crédito é menos importante.

O mecanismo de transmissão da política monetária ocorre da seguinte forma: variações na taxa Selic, ao afetarem as cinco variáveis citadas, influenciam as decisões de investimento e de consumo de bens duráveis e as exportações líquidas, que, por sua vez, afetam a demanda agregada e, por fim, o nível geral de preços.

O canal do produto é o canal mais tradicional e o que opera com maior defasagem. Variações na taxa de juros alteram o ritmo de expansão econômica por meio, principalmente, da demanda agregada, afetando, com isso, a disposição de os agentes aumentarem ou

diminuírem preços. Esse canal também atua sobre o processo de negociação salarial, repercutindo, assim, ainda que indiretamente, sobre os custos das empresas. A reação do hiato do produto acontece inicialmente com um trimestre de defasagem em relação a variações da taxa de juros, e a primeira reação da inflação ao hiato do produto, por sua vez, ocorre somente dois ou três trimestres depois da variação da taxa de juros. Isso significa que a inflação corrente reflete, predominantemente, decisões de política monetária tomadas há nove meses.

O canal da taxa de câmbio tende a operar com menos defasagem. Variações nessa taxa exercem impacto sobre a inflação diretamente (ou por meio de efeitos primários) e indiretamente (ou pelos efeitos secundários). Os efeitos primários decorrem da influência da taxa de câmbio sobre o comportamento do preço dos bens e serviços que fazem parte da composição do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA): bens transacionáveis com o exterior (notadamente as *commodities*); serviços de energia elétrica; serviços de telefonia; e derivados de petróleo.

Os efeitos secundários sobre o IPCA surgem na medida em que muitos setores utilizam insumos importados, bem como utilizam os serviços supramencionados e derivados de petróleo na produção de bens e serviços finais. Nesse caso, o canal da taxa de câmbio tende a operar mais rapidamente que o canal do produto, pois o primeiro afeta diretamente o custo das empresas. Com isso, as variações na taxa de câmbio tendem a afetar a inflação já no trimestre corrente ou no trimestre seguinte. Entretanto essa defasagem dependerá muito da percepção dos agentes sobre quão persistente é a variação na taxa de câmbio. Por exemplo, se um aumento, ou uma diminuição, da taxa de câmbio for considerado temporário, haverá menor incentivo para os agentes o repassarem aos preços. Isso pode gerar um comportamento de “aguardar para ver”, gerando, assim, uma maior defasagem no mecanismo. Existem evidências também de que a rapidez do repasse cambial depende da posição da economia no ciclo econômico. Isso significa, por exemplo, que uma depreciação cambial ocorrida em momento de demanda aquecida tende a ter impacto mais rápido sobre os preços do que em períodos de atividade econômica moderada.

Enfim, no caso brasileiro, o canal de transmissão da política monetária via taxa de câmbio é extremamente relevante, quando há uma desvalorização cambial, pois um conjunto significativo de preços está, direta ou indiretamente, vinculado à taxa de câmbio, o que aumenta

ainda mais o potencial de repasse da elevação da taxa de câmbio para os preços domésticos (*passthrough*).

Por sua vez, variações na taxa Selic impactam a taxa de câmbio, notadamente ao influenciar o fluxo de capitais externos para o País. Assim, uma elevação da taxa Selic — ao tornar os títulos brasileiros relativamente mais rentáveis — tende a aumentar a entrada de capitais de curto prazo, determinando uma valorização cambial que exerce uma pressão (direta e indireta) de baixa sobre o nível geral de preços.

O terceiro canal de transmissão da política monetária é o do crédito, que é definido na literatura como relacionado aos efeitos do balanço patrimonial e do canal de empréstimos de bancos. Esse canal de crédito tem maior relevância nos países industrializados do que no Brasil, embora ele venha, ultimamente, aumentando de importância no País, devido à expansão do volume de crédito em relação ao PIB. O Bacen, ao diminuir a taxa de juros e elevar o volume de reservas bancárias, faz aumentar a quantidade de recursos disponíveis para empréstimos. Caso exista demanda por crédito reprimida, haverá uma expansão do volume de empréstimo no sistema bancário. Conseqüentemente, haverá um aumento dos gastos com investimento e consumo de bens duráveis, determinando uma ampliação da demanda agregada e, finalmente, pressionando o nível geral de preços para cima.

O canal seguinte, o dos ativos financeiros, define que variações nos preços dos mesmos, ao alterarem o estoque de riqueza dos agentes econômicos, podem influenciar as decisões de consumo. Vale notar que esse canal não é tão relevante no Brasil quanto, por exemplo, nos Estados Unidos (EUA) e na Inglaterra.

Uma redução da taxa básica de juros, ao estimular o crescimento econômico, aumenta a expectativa de lucro das empresas, gerando, provavelmente, uma elevação dos preços das ações. Além disso, o preço dos títulos pré-fixados aumenta. Diante do volume maior de riqueza financeira, decorrente do aumento do valor dos títulos e das ações, é possível que os agentes econômicos se disponham a gastar mais. Dessa forma, uma redução da taxa primária de juros, ao incentivar o consumo — por meio do efeito riqueza —, também amplia a demanda agregada, pressionando para cima o nível geral de preços.

Finalmente, há de se considerar o canal das expectativas, que está relacionado a todos os outros canais. Ele se refere ao fato de as expectativas dos agentes sobre a evolução futura da inflação (e, portanto, a evolução futura do produto, da taxa de câmbio e, em

última análise, da própria política monetária e fiscal) afetarem o comportamento corrente de preços. Ao definirem preços, as empresas geralmente tomam em consideração o ambiente prospectivo. A importância do canal de expectativas depende de quão relevante é para os agentes a avaliação do cenário futuro nas suas decisões e da maior ou menor presença de mecanismos institucionais com cláusulas voltadas para o passado. Por sua vez, a defasagem com a qual esse mecanismo opera depende do grau de rigidez de preços. Em outras palavras, depende da frequência com que os preços são reajustados.

A mensuração precisa das defasagens é difícil, pois modelos são apenas aproximações da realidade, e estimativas envolvem um razoável grau de imprecisão. Entretanto a evidência empírica para um conjunto de países, em geral, aponta uma defasagem de três a cinco trimestres entre o momento de uma mudança na taxa de juros e o efeito total sobre a inflação ter alcançado 50%. O Banco da Inglaterra, por exemplo, estima que, somente após cerca de um ano, se pode observar o efeito máximo de um ajuste da taxa de juros básica sobre a atividade econômica — a defasagem do efeito sobre a inflação seria bem mais longa, cerca de dois anos.

A defasagem no mecanismo de transmissão tem implicações importantes para a condução da política monetária. Nessas condições, ela tem de ser conduzida “olhando para a frente”, isto é, o banco central deve atuar, buscando fazer com que a previsão de inflação se encontre ao redor da meta de inflação vários trimestres adiante. Desenvolvimentos recentes da economia devem ser avaliados não somente do ponto de vista do seu impacto sobre a inflação corrente, mas, especialmente, considerando seus desdobramentos e efeitos futuros.

Se a autoridade monetária desconsiderar as defasagens existentes, ter-se-ão, pelo menos, duas consequências importantes. A primeira delas é a não-antecipação de possíveis desdobramentos futuros da inflação, apesar de, correntemente, existirem indicadores ou elementos antecedentes apontando nesse sentido. Por exemplo, pressões sobre a utilização da capacidade instalada ou sinais de superaquecimento do mercado de trabalho tendem a ser seguidos por aumento da inflação no futuro. Se o banco central desprezar esses movimentos e reagir somente quando a inflação se efetivar no futuro, devido à defasagem dos mecanismos de transmissão, ele não conseguirá evitar tempestivamente esse aumento da inflação. No regime de metas para a inflação, o resultado pode ser o não-cumprimento das metas.

A segunda consequência é a geração de desnecessária instabilidade na economia, ao se reagir somente à inflação corrente. Em particular, isso ocorre quando os movimentos correntes da inflação têm natureza temporária. Um exemplo pode ser uma diminuição no preço de alimentos, devido a condições excepcionais da safra agrícola, reduzindo, assim, a inflação corrente. Se o Bacen desconsiderar que se trata de fenômeno temporário — e que, portanto, no futuro, a inflação não mais se beneficiará de tal fator — e praticar uma política monetária leniente, essa política poderá afetar mais intensamente a inflação, quando aqueles efeitos positivos, mas temporários, sobre a inflação estiverem esgotados. O resultado será a geração de pressões inflacionárias no futuro. Nesse instante, o banco central reagirá novamente, gerando um novo ciclo. O resultado será movimentos oscilatórios da inflação e do produto, que poderiam ter sido evitados, caso a autoridade monetária atuasse olhando para a frente. Gera-se, assim, instabilidade desnecessária na economia, num movimento de *stop and go* da política monetária.

Uma situação semelhante ocorre ao longo de um ciclo de afrouxamento, ou de endurecimento, da política monetária. Diante de uma melhora nas perspectivas para a inflação, a autoridade monetária inicia um processo de redução da taxa de juros. Em determinado ponto do processo, em virtude das defasagens existentes, os efeitos sobre a inflação efetivam-se apenas parcialmente, dando margem para se inferir que é necessária a continuidade do ciclo, sem levar em consideração os efeitos que ainda estão por vir. Se essa percepção for usada para a condução da política monetária, a inflação futura pode ultrapassar o valor perseguido (*overshooting*), gerando a necessidade de um novo ciclo de endurecimento monetário e, conseqüentemente, maior instabilidade na economia.

Em resumo, a existência de defasagens temporais importantes no mecanismo de transmissão requer que a política monetária seja voltada para o futuro e que os bancos centrais privilegiem estratégias preventivas e não meramente reativas.

3 Panorama atual da política monetária

A aceleração do crescimento da demanda agregada, pelo lado tanto do consumo quanto do investimento, e o gradual aumento nos níveis de utilização da capacidade

instalada na indústria têm reduzido o hiato do produto e vêm sinalizando a necessidade de uma atuação mais cautelosa por parte do Bacen na fixação da taxa de juros. Essa preocupação deriva, em parte, do fato de que o relaxamento da política monetária — iniciado em setembro de 2005 — já dura dois anos, período no qual a taxa Selic caiu, de forma contínua, 8,25 pontos percentuais. Em especial, considerações relativas às defasagens com que opera a política monetária levaram o Copom a reduzir o ritmo de queda dos juros, nas reuniões, entre janeiro e abril de 2007, de 0,5 ponto percentual para 0,25 ponto percentual por reunião, antes de voltar ao ritmo anterior, no encontro de junho. Esse retorno, em junho e julho, ao ritmo anterior, mais acelerado, justificou-se principalmente pela sinalização positiva derivada do comportamento esperado para a taxa de câmbio e pelo fato de que as expectativas de inflação futura continuavam a apontar uma trajetória em que a inflação se mantinha abaixo da meta até o final de 2008 (Gráfico 1).

A mudança do panorama externo adicionou novas incertezas ao cenário prospectivo que informa as decisões de política monetária. Ela começou em meados de julho de 2007, com a percepção de que a inadimplência no mercado norte-americano de hipotecas *subprime* havia crescido acentuadamente, o que gerou forte desvalorização dos títulos lastreados por esses contratos, que compunham as carteiras dos fundos de investimento. Diante do elevado grau de alavancagem com que esses fundos operam e com a ampla utilização de instrumentos derivativos — que, embora permitam uma diluição do risco, também tornam opaco quem é o detentor final —, houve empocamento da liquidez, forte ajuste para baixo nos preços dos ativos, em especial nas bolsas de valores, e um início de aperto no mercado de crédito. O aumento da aversão ao risco levou à queda dos preços dos títulos soberanos dos países emergentes — o Brasil inclusive — e acabou por afetar a taxa de câmbio, desvalorizando-a relativamente à trajetória então prevalecente. A partir de meados de agosto do mesmo ano, houve certo abrandamento das condições financeiras externas, mas a percepção dos investidores quanto aos riscos permaneceu aguçada. Como decorrência dessa maior instabilidade, a possibilidade de uma desaceleração da economia mundial significou uma fonte potencial de pressão adicional sobre o câmbio, além daquela que já resultaria de um eventual fechamento do diferencial de juros, da tendência da redução dos superávits em conta corrente e da redução (queda) dos fluxos de capital externos.

Ainda que os efeitos mais intensos da eclosão da crise no segmento de alto risco do setor imobiliário dos Estados Unidos sobre os mercados financeiros pareçam ter sido superados, desde setembro, entretanto, permanece um quadro de incerteza. De um lado, diversos indicadores de volatilidade e de aversão ao risco experimentaram significativa melhora. Por outro, a situação nos mercados interbancários das economias maduras ainda não se normalizou, e os desdobramentos dessa crise sobre a economia real estão-se materializando e são de magnitude ainda não totalmente conhecida — em especial, seus efeitos sobre o crescimento da economia dos EUA e, em menor escala, das economias européias. Não obstante as dificuldades remanescentes nos mercados financeiros e a incerteza quanto à evolução da economia global, a recuperação do apetite por risco vem sendo relativamente rápida, inclusive no que se refere aos ativos brasileiros. De fato, o comportamento dos preços desses ativos neste último episódio de estresse nos mercados financeiros internacionais, assim como os verificados em fevereiro e março de 2007 e em maio e junho de 2006, evidencia a consolidação da confiança dos investidores internacionais na economia nacional.

Os principais bancos centrais reagiram à turbulência financeira, assegurando adequada provisão de liquidez no interbancário e, no caso dos EUA, flexibilizando a política monetária, com vistas a minimizar o risco de que o impacto das dificuldades do setor imobiliário sobre as condições de crédito levasse a uma desaceleração econômica mais pronunciada. Por sua vez, as expectativas de inflação nos EUA (derivadas a partir de ativos financeiros) elevaram-se, reagindo ao enfraquecimento do dólar frente às principais moedas e à tendência de alta dos preços de matérias-primas, mas o fizeram para patamares ainda modestos. Em suma, o longo ciclo de aperto monetário nos EUA chega ao fim, e a discussão atual parece centrar-se no *timing* e na magnitude das reduções adicionais da taxa de juros. Na Europa e nas grandes economias asiáticas, a atividade econômica continua robusta, a despeito do aumento do risco de desaceleração, de um lado, causado pelo que pode ocorrer com o cenário macroeconômico nos EUA e, de outro, pelo impacto das dificuldades do setor imobiliário norte-americano sobre as instituições financeiras, e das condições de crédito nessas regiões. Nesse contexto, cabe adicionar que o atual vigor das economias emergentes se tem constituído em importante contraponto à desaceleração da economia dos EUA.

A economia brasileira, especificamente, não parece ter sido impactada de forma significativa pela turbulência recente, isto é, não se percebeu um aumento da aversão ao risco para investimentos no Brasil, fundamentalmente devido ao crescimento econômico. A Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) continuou sua trajetória de alta, fechando a 63.006 pontos no dia 30 de novembro de 2007, com valorização de 15,84% em relação a junho do mesmo ano. O volume negociado continuou apresentando máximas históricas. Foram negociados R\$ 10,702 bilhões no dia 9 de setembro. O valor das empresas integrantes do Ibovespa atingiu R\$ 1.792,8 bilhões em outubro — um aumento de 45,85% no ano. É relevante destacar o lançamento de ações da Bovespa na própria Bovespa. Com um volume total de R\$ 6,6 bilhões, a oferta pública inicial (IPO, na sigla em inglês), no dia 26 de outubro, tornou-se a maior já feita na América Latina. O recorde anterior pertencia à companhia Argentina de petróleo YPF. Foi ainda a quinta maior do mundo no ano (Carta Conj., 2007).

A expectativa de o Brasil receber o *investment grade* (grau de investimento) em 2008 corrobora esse cenário, que inclui o lançamento primário de ações da Bolsa de Mercadorias & Futuros (BM&F) e a realização de 102 IPOs desde 2004 até outubro de 2007 (Carta Conj., 2007). Essa expectativa é consequência do consenso de grande parte dos analistas financeiros, que esperam um aumento expressivo dos investimentos em ações decorrente da possível participação dos grandes fundos de pensão externos, os quais somente podem operar nos países com o grau de investimento. Vale notar que uma pequena parcela dos analistas financeiros não concorda com essa possibilidade. Em outro cenário, os fundos de pensão externos já estariam direcionando recursos para o País, via investimento direto estrangeiro, adquirindo empresas e depois realizando o lucro via IPOs. Nessa ótica, a Bovespa não estaria canalizando a poupança externa para investimentos no setor produtivo, e o mercado acionário poderia ter movimentos mais suaves e estáveis, após receber o grau de investimento. Portanto, provavelmente, não produziria nenhum impacto significativo sobre o lado real da economia.

Sob esse cenário, o Risco-País chegou a 157 pontos em outubro de 2007 e voltou para 205 pontos em meados de dezembro do mesmo ano. A taxa de câmbio apresentou uma trajetória semelhante: o dólar comercial foi cotado a R\$ 1,74 para venda no final de outubro e

fechou em R\$ 1,79 no dia 14 de dezembro (Carta Conj., 2007).

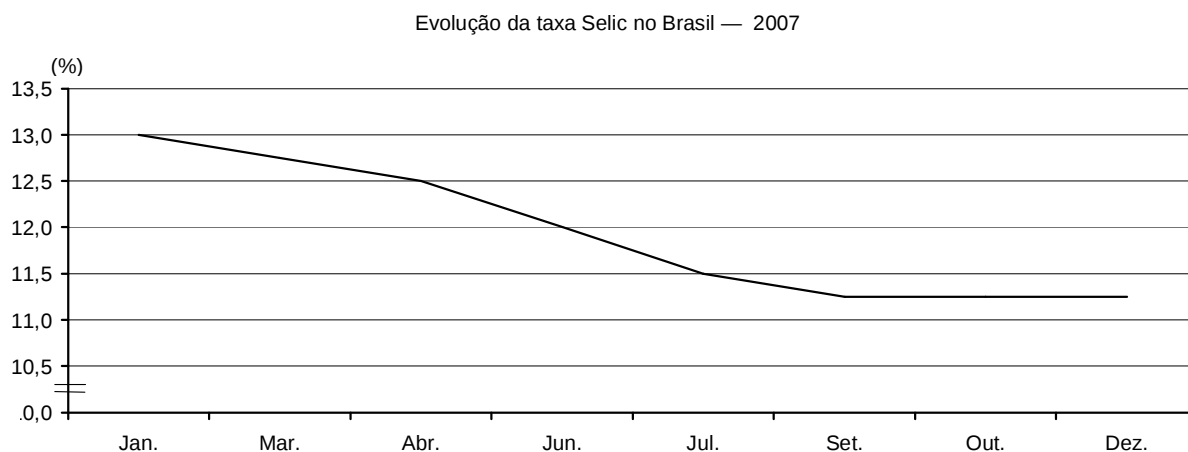
Mesmo considerando a boa absorção da crise externa pela economia brasileira, o Copom, nas suas últimas atas, tem avaliado que se elevou a probabilidade de pressões inflacionárias, devido ao aquecimento da demanda agregada, o que pode ensejar aumento no repasse de pressões sobre os preços. Adicionalmente, cabe notar que, embora o setor externo tenha o efeito de moderar a inflação no setor transacionável, o aquecimento da demanda doméstica pode desencadear pressões inflacionárias no setor não transacionável.

A autoridade monetária ressalta, também, que há defasagens importantes entre a implementação da política monetária e seus efeitos sobre o nível de atividade e sobre a inflação. Desde o início do ciclo de flexibilização da política monetária, parcela substancial da redução da taxa Selic ocorreu de janeiro a setembro de 2007. Assim, parte importante dos efeitos dos cortes de juros ainda não se refletiu no nível de atividade, e tampouco os efeitos da atividade sobre a inflação tiveram tempo de se materializarem. Dessa forma, a avaliação de decisões alternativas de política monetária deve concentrar-se, necessariamente, na análise do cenário prospectivo para a inflação e nos riscos a ele associados, em vez de privilegiar os valores correntes observados para essa variável.

Isto porque, aos efeitos defasados dos cortes de juros sobre uma demanda agregada que já cresce a taxas robustas, se somarão outros fatores que continuarão contribuindo, de maneira importante, para a sua expansão. Essas considerações se tornam ainda mais relevantes, quando se levam em conta os nítidos sinais de demanda aquecida e o fato de que as decisões de política monetária tiveram efeitos bastantes limitados sobre 2007, sendo previsto o impacto, predominantemente, a partir de 2008.

Nesse contexto, diante das incertezas associadas ao mecanismo de transmissão da política monetária e ao ritmo de crescimento prospectivo da oferta e da demanda agregadas, aliado ao fato de que, em novembro de 2007, após dois meses de queda, a inflação acumulada em 12 meses voltou a mostrar leve aceleração, segundo o IPCA, registrando alta de 4,2%, o Copom resolveu continuar a pausa no processo de flexibilização da política monetária iniciado em outubro, mantendo a taxa Selic, também em dezembro, em 11,25% ao ano (Carta Conj., 2007).

Gráfico 1



FONTE: Bacen.

4 Considerações finais

Devido aos constrangimentos associados à redução do hiato do produto e à defasagem com que opera a política monetária através de seus mecanismos de transmissão, é provável que as decisões futuras quanto à trajetória dos juros sejam pautadas por mais parcimônia, não se descartando, a exemplo dos últimos três meses de 2007, a manutenção da interrupção das reduções por alguns meses, em 2008, visando avaliar o impacto do ciclo de relaxamento dos dois últimos anos. Em função disso, a prudência passa a ter papel ainda mais importante dentro desse processo, pois, em momentos como o atual, a deterioração do balanço dos riscos inflacionários reduz a margem de segurança da política monetária.

Referências

BANCO CENTRAL DO BRASIL — BACEN. Comitê de Política Monetária. **Ata da Reunião 131 do COPOM**. Brasília, D. F.: Bacen 24 dez. 2007. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?COPOM>>. Acesso em: 10 dez. 2007.

BANCO CENTRAL DO BRASIL — BACEN. **Relatório de inflação**. Brasília: BACEN, dez. 2007. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br>>. Acesso em: 03 jan. 2008.

BOLETIM DE CONJUNTURA. Brasília: IPEA, n. 78, set. 2007. Disponível em: <<http://www.ipea.gov.br>>. Acesso em: 11 nov. 2007.

CARTA DE CONJUNTURA. Brasília: IPEA, dez. 2007. Disponível em: <<http://www.ipea.gov.br>>. Acesso em: jan. 2008.

MODENESI, André de M. **Regimes monetários: teoria e a experiência do real**. São Paulo: Manole, 2005. 438p.