

O momento exige cautela na definição da taxa básica de juro (Selic) da economia

Edison Marques Moreira

Economista da FEE

Diante da crise financeira global, que provocou um desempenho negativo do Produto Interno Bruto (PIB) brasileiro no quarto trimestre de 2008 (-3,6%) e no primeiro trimestre de 2009 (-0,8%), o Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central (Bacen) decidiu reduzir, a partir de janeiro deste ano, a taxa básica de juro da economia nacional (taxa Selic), na busca de incentivo para a retomada do crescimento do nível de atividade. O primeiro corte na Selic ocorreu na reunião de 22 de janeiro de 2009, quando ela passou de 13,75% ao ano para 12,75% ao ano. Nas reuniões seguintes do Copom, ela continuou a cair, chegando a 9,25% ao ano na reunião de junho, quando, pela primeira vez, ficou em um dígito e atingiu o menor nível desde março de 1999, quando passou a ser usada como instrumento de política monetária para controlar a meta de inflação.

O fato de a autoridade monetária ter-se decidido por uma queda da taxa Selic de 4,5 pontos percentuais no primeiro semestre do ano não tem nada de errado, já que a economia mundial e a brasileira vivem uma fase de recessão. Isso leva os bancos centrais a reduzirem os juros nominais sem colocar em risco o controle da inflação, uma vez que a recessão global poderá, na prática, assegurar a queda da inflação não somente na maioria dos países desenvolvidos e emergentes, mas também no Brasil.

Mas até quanto pode cair o juro básico da economia? Para o Bacen, uma queda mais ousada do juro somente seria confortável se a inflação andasse abaixo do centro da meta, que é 4,5% para este ano. Entretanto, ao longo dos primeiros cinco meses do ano, ela sempre esteve acima de 5%, considerando o acumulado em 12 meses, sendo que, só em junho, o Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), segundo esse critério, registrou uma inflação abaixo desse patamar — 4,80%.

O fato é que, apesar dos juros elevados, a inflação brasileira cai muito lentamente, ou cai de forma bem mais lenta do que na maioria dos demais países, onde os preços costumam ser mais flexíveis para baixo. Então, o Banco Central do Brasil tende a ser relativamente mais exigente com o cumprimento da meta inflacionária do que a maioria dos outros bancos centrais.

Neste texto, abordam-se alguns fatores que dificultam à autoridade monetária estabelecer a meta de inflação e, por consequência, definir a taxa Selic. Esses determinantes são: o baixo grau de previsibilidade da inflação brasileira, devido ao elevado peso dos preços administrados na composição do IPCA, o fato de as expectativas de inflação não poderem ser diretamente observadas, precisando ser utilizadas *proxies*, e a existência de defasagem na transmissão da política monetária para os preços. Na realidade, esses fatores, no segundo semestre do ano, deverão fazer com que o Copom seja muito mais cauteloso na redução da taxa Selic. Essa situação é observada no final do trabalho, quando se abordam as perspectivas para a inflação em 2009 e o pensamento do Bacen em termos de implementação da política monetária.

1 O baixo grau de previsibilidade da inflação brasileira

De acordo com a lógica do regime monetário de metas de inflação, o Banco Central deve assegurar o cumprimento de uma meta referente à taxa de variação do IPCA, fixada pelo Conselho Monetário Nacional (CMN). Esse objetivo é alcançado, fundamentalmente, pela definição de uma meta para a taxa de juros Selic — que, por sua vez, é obtida por meio do chamado gerenciamento diário de liquidez — compatível com a meta de inflação.

Tendo em vista a existência de defasagens na condução da política monetária, o Bacen atua de maneira prospectiva; isto é, a taxa Selic é calibrada de acordo com a expectativa da inflação: a identificação de uma trajetória da inflação superior (inferior) à meta requer uma elevação (redução) da taxa de juros. Dessa forma, ela é o principal instrumento utilizado pela autoridade monetária para garantir que o IPCA se mantenha no intervalo de flutuação estabelecido pelo CMN.

O baixo grau de previsibilidade da inflação pode comprometer o sucesso desse regime monetário. A taxa de inflação é uma variável difícil de ser prevista de maneira precisa, devido à falta de indicador antecedente que possa antecipar satisfatoriamente a variação do índice de preços e à inexistência de uma relação estável entre os instrumentos de política monetária e a inflação.

Notadamente no caso brasileiro, o conhecimento precário acerca da estrutura da economia e do mecanismo de transmissão da política monetária, aliado à presença de defasagens na condução da política monetária, dificulta a previsão da inflação, tornando a meta extremamente difícil de ser alcançada.

Mas por que o baixo grau de previsibilidade da inflação pode comprometer o bom funcionamento do regime monetário de metas de inflação?

Na medida em que a inflação é imprevisível, reduz-se a capacidade do Banco Central de controlá-la. Da mesma forma, passa a ser difícil julgar a aderência do Bacen à sua meta final, tornando menos efetivo o monitoramento da atuação da autoridade monetária por parte dos agentes econômicos.

A partir do momento em que o Bacen persegue uma meta para uma variável, que não pode ser prevista com suficiente precisão e que a autoridade monetária controla apenas parcialmente, eventuais descumprimentos da meta podem ser facilmente justificáveis. Dessa forma, é possível que a política monetária perca credibilidade e não seja capaz de coordenar as expectativas inflacionárias. Como as expectativas dos agentes econômicos influenciam o resultado da política monetária, a falta de credibilidade pode comprometer o sucesso desse regime monetário.

Na realidade, é extremamente problemática a definição de uma meta de inflação. Apesar da ênfase dada à estabilidade de preços subjacente à adoção desse regime monetário, não existe consenso acerca de qual nível de inflação deve ser estabelecido como objetivo final da política monetária. Existem custos e benefícios associados a uma taxa de inflação positiva, mas não há uma maneira unívoca de ponderá-los, para, então, estabelecer-se um intervalo para a meta de inflação.

Deve-se considerar, também, que, muitas vezes, a incompatibilidade das metas estabelecidas pelo CMN se torna mais grave, ao se levar em conta a elevada participação de preços administrados (monitorados) na composição do IPCA, pois eles acabam por determinar a existência de um piso para a inflação, abaixo do qual ela dificilmente se irá reduzir.

A definição do Bacen para esse tipo de preço é bastante clara: os preços administrados são aqueles que,

de alguma forma, são determinados ou influenciados por um órgão público; variam independentemente das condições vigentes de oferta e demanda.

Conhecer a lógica do funcionamento do mecanismo de transmissão da política monetária ajuda a entender o porque da reduzida eficácia da taxa de juros no controle de processos inflacionários em economias com elevada participação de preços administrados como a brasileira.

Uma elevação da taxa de juros, ao desestimular o investimento privado e o consumo (notadamente de bens duráveis), determina uma contração da demanda agregada, que, por sua vez, reduz o nível geral de preços. Na medida em que os preços administrados não são determinados pela interação da oferta agregada e da demanda, eles se tornam insensíveis à taxa de juros. Por isso, estão completamente fora do controle do Bacen. Ou seja, parcela significativa do IPCA não é afetada pela taxa de juros, o que reduz a eficácia da política monetária no combate inflacionário.

Em suma, o elevado peso dos preços administrados na composição do IPCA reduz substancialmente a eficácia da taxa de juros, único instrumento de política monetária para combater a inflação atualmente adotado no País. (Entretanto, no momento, deve ser considerado que a valorização cambial, embora não seja um instrumento de política monetária, também tem contribuído para controlar a inflação, pois determinados preços da economia apresentam uma significativa sensibilidade à taxa de câmbio, que, no caso de queda, permite que os agentes econômicos importem insumos a um custo menor e, conseqüentemente, possam até reduzir o preço de bens e serviços ofertados no mercado interno).

A existência de preços administrados, reduzindo a eficácia da política monetária, torna-se mais grave quando se observam dois fatos adicionais: o crescimento acelerado dos preços administrados e a reindexação da economia.

No primeiro caso, o fato de cerca de 30% estar fora do controle do Bacen, em si, já compromete seriamente a eficácia da política monetária no combate inflacionário. Esse problema se tornaria ainda mais grave, caso, no Brasil, os preços administrados apresentassem uma taxa de crescimento significativamente superior à taxa de expansão dos demais componentes do IPCA, ou dos chamados preços livres, como ocorreu do início da implantação do regime de metas de inflação, até 2006. Nos dois anos seguintes, os preços administrados tiveram uma taxa de crescimento inferior à taxa de expansão dos demais componentes do IPCA.

A primeira situação (taxa de crescimento dos preços administrados superior à taxa de expansão dos preços livres) seria extremamente grave, pois significaria que a elevação sistemática de um reduzido conjunto de preços determinaria que os preços livres fossem mantidos suficientemente reprimidos para que a média ponderada da variação dos dois grupos de preços — ou o IPCA — permanecesse em patamares compatíveis com as metas de inflação (ou seja, para que a meta de inflação pudesse ser cumprida, seria necessário que os preços livres, determinados pelas condições de oferta e demanda, fossem excessivamente represados, a fim de compensar a forte pressão exercida pelos preços administrados sobre o IPCA). Ou seja, a taxa Selic deveria ser fixada em patamares bem elevados para manter a demanda agregada fortemente retraída, de forma que fosse possível o cumprimento da meta de inflação. Ou ainda, para uma dada meta de inflação, a existência de preços administrados implicaria que a Selic fosse mantida em nível superior àquele que seria necessário caso todos os preços fossem livres.

No segundo caso, o da reindexação da economia, embora ocorra com bens e serviços, principalmente, monitorados pelo Governo, como, por exemplo, tarifa de energia elétrica, ela é indesejável em si mesma, na medida em que, ao aumentar a importância do componente inercial do processo inflacionário, tende a tornar a inflação menos sensível às condições da demanda agregada. Esse fato reduz a eficácia da política monetária no controle inflacionário. Ou seja, dada a baixa sensibilidade da inflação à taxa de juros, para que a estabilidade de preços seja mantida, o Bacen acaba sendo obrigado a fixar a taxa Selic em um patamar excessivamente elevado, comprometendo o desempenho econômico — isto é, desacelerando o crescimento e ampliando o desemprego.

Em síntese, a recuperação da eficácia da política monetária requer uma redução significativa — ou, até mesmo, a eliminação — da participação dos preços administrados na economia brasileira. Em última análise, é preciso promover uma nova desindexação da economia. Enquanto for mantida a elevada participação de preços administrados na economia, o CMN terá de levar em conta a existência de um piso para a taxa de inflação, fixando, portanto, metas mais elevadas para a taxa de variação do IPCA. Caso contrário, o Bacen fatalmente continuará tendo enorme dificuldade para cumprir as referidas metas.

Se não for reduzida a elevada participação dos preços administrados na economia brasileira, a manutenção do regime de metas inflacionárias continuará a exigir

a fixação de taxas de juros mais elevadas do que seria necessário se todos os preços fossem livres. Em outras palavras, o controle da inflação continuará exigindo uma contenção excessiva da demanda agregada para que os preços livres sejam suficientemente reprimidos, para compensar a forte pressão exercida pelos preços administrados sobre o IPCA.

2 As expectativas de inflação

Na literatura econômica, as expectativas são um dos canais pelos quais se propaga a política monetária. Quando o Bacen tem credibilidade, a alta de juros faz com que os agentes econômicos revejam suas expectativas de inflação, o que contribui para que a inflação caia, com um aperto monetário menor.

Portanto, as expectativas de inflação desempenham papel fundamental na determinação da taxa de inflação. No entanto, como não podem ser diretamente observadas, algumas *proxies* são utilizadas, como: expectativas extraídas de séries do mercado financeiro e expectativas coletadas em *surveys*. No Brasil, a pesquisa de expectativas de mercado teve início em 1999, como parte do processo de implantação do regime de metas. Atualmente, o Sistema Expectativas de Mercado coleta informações — sobre diversas variáveis, dentre as quais, a inflação — junto a aproximadamente uma centena de instituições financeiras e não financeiras.

O **Relatório de Inflação** do Bacen, de março deste ano, em um dos seus itens, mostra que as expectativas de inflação também têm um alto grau de persistência — ou seja, quando sobem, demoram bastante a cair. Esse fato ajuda a entender o porque de as expectativas de inflação para 2009 se manterem elevadas, a despeito da forte retração da economia. Já se sabia que a própria inflação é bastante persistente. Ou seja, se a inflação aumenta num ano, ela, provavelmente, também será alta no ano seguinte, em virtude de mecanismos de indexação e da memória inflacionária no País. Para comprovar isso, atente-se para o fato de que as expectativas de inflação demoraram a reagir à retração econômica provocada pela crise financeira atual. No dia da quebra do banco Lehman Brothers, nos Estados Unidos da América, em 15 de setembro de 2008, marco do contágio do Brasil pela crise, os analistas projetavam uma inflação de 4,94% para 2009, acima do centro da meta, fixada para o ano em 4,5%, e uma expansão do Produto Interno Bruto de 3,6%. Nas semanas seguintes, as expectativas pioraram, até

atingirem um pico de 5,3% no início de novembro, embora, no mesmo período, os analistas tenham reduzido a 3% suas projeções para o PIB. Foi só em meados de março, quando a projeção para o crescimento da economia já estava em 0,5%, que as expectativas de inflação caíram abaixo do centro da meta. Hoje, o mercado espera retração de 0,5% do PIB em 2009 e uma inflação de 4,23%.

Uma das explicações para a rigidez nas expectativas são os “custos de reputação” em que os analistas econômicos incorrem se mudam muito de ideia sobre a evolução da inflação. Está demonstrado que os analistas demoram para mudar suas projeções de inflação para períodos mais longos, mas são mais rápidos para rever opiniões para a inflação de curto prazo. Ou seja, a inflação esperada para o próximo mês é menos rígida do que a expectativa para o ano. Uma explicação é que, normalmente, as projeções de inflação de curto prazo são feitas com base na coleta de dados mais imediatos, como o desempenho da safra, os reajustes de mensalidades escolares e os aumentos da gasolina.

A inflação corrente também tem influência na formação das expectativas de longo prazo (12 meses adiante), mas seu peso é relativamente pequeno. Segundo o Relatório, se, por exemplo, a inflação sobe 1%, as expectativas de inflação aumentam apenas 0,15%, ou seja, apenas uma fração dos ajustes da taxa de inflação corrente é incorporada nas expectativas.

Por outro lado, a meta de inflação tem um peso mais importante na formação das expectativas do que a inflação corrente, conclui o Relatório. Se a meta for reduzida em 1%, a expectativa cai em 0,2%. Isso é um sinal da credibilidade da política monetária. Quanto mais crível, mais os analistas econômicos usam a meta de inflação como o seu cenário mais provável para a inflação.

Por fim, o Relatório mostra também que a taxa de juros e o câmbio têm um papel influente para controlar as expectativas de inflação. Uma alta de juros de 1% provoca uma redução de 0,07% na expectativa de inflação, enquanto uma elevação de 10% na cotação do dólar provoca o mesmo incremento na inflação projetada.

3 A defasagem da transmissão da política monetária para os preços

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 banco central 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, o que poderia ter sido evitado, 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.

Enfim, considerando sua natureza incerta e variável, as defasagens dos efeitos da política monetária sobre a atividade e os preços constituem preocupação constante para os formuladores de política monetária. Dentre os diversos canais mais frequentemente apontados como relevantes para a transmissão da política monetária, o canal da demanda, o canal externo e o canal das expectativas recebem atenção especial do Banco Central, pois historicamente se mostraram os mais efetivos, a despeito da importância crescente do canal do crédito nos últimos anos.

De certa forma, o canal da demanda reflete o arranjo institucional do setor produtivo, no sentido de que o *lag* de transmissão é determinado pela longevidade dos contratos firmados entre os agentes (empresas, pessoas e governos) e pelas fricções que retardam a transferência dos efeitos das mudanças ao longo da cadeia produtiva. O canal de câmbio apoia-se essencialmente em duas condições de não arbitragem: uma no mercado de ativos e outra no mercado de bens internacionalmente transacionáveis.

Devido a custos de transação relativamente menores, o primeiro mecanismo, em princípio, operaria de forma rápida. Entretanto, devido às dificuldades em avaliar com precisão os riscos associados a ativos tanto domésticos quanto estrangeiros, não constitui tarefa simples identificar oportunidades de arbitragem. Isso torna altamente imprevisíveis movimentos da taxa de câmbio potencialmente influenciados pelo funcionamento dos mercados de ativos. Por sua vez, o canal das expectativas — as quais, em modelos com expectativas racionais, são diretamente implicadas pela estrutura da economia — talvez, dos três, seja o de entendimento mais fácil. Não obstante isso, o grau de incerteza que esse canal acrescenta à análise é significativo — embora as evidências para o caso brasileiro sugiram que as expectativas respondem de forma importante a decisões de política monetária.

Como resultado da maturidade das instituições brasileiras e da percepção, de certa forma generalizada, de consolidação do processo de estabilidade macroeconômica, as expectativas quanto à evolução da economia brasileira se mostram ancoradas no terreno positivo. Esse

fenômeno pode ser exemplificado pela resistência mostrada pela economia brasileira aos impactos da recente crise nos mercados financeiros internacionais. Com efeito, a deterioração que as expectativas sobre a atividade, sobre a taxa de câmbio e sobre os prêmios de títulos soberanos brasileiros experimentaram deu-se em níveis bem menores, se comparados aos verificados em outras ocasiões, mesmo quando os choques foram de magnitude inferior. Em tais circunstâncias, com expectativas mais bem ancoradas, portanto menos voláteis, cresce a importância relativa do canal da demanda.

4 As perspectivas para a inflação

A inflação medida pelo Índice de Preços ao Consumidor Amplo deslocou-se de 0,47% em maio para 0,36% em junho. Com isso, a inflação acumulada nos primeiros seis meses de 2009 alcançou 2,57%, contra 2,20% nos cinco primeiros meses do ano.

Sob o critério da variação acumulada em 12 meses, a inflação recuou de 5,20% em maio para 4,80% em junho deste ano. A queda da inflação, sob esse critério, nos primeiros meses do ano, refletiu o comportamento (queda) dos preços livres, visto que houve aumento da variação dos itens administrados. Especificamente sobre os preços livres, no acumulado em 12 meses, tanto os preços de bens comercializáveis quanto os de não comercializáveis mostraram desaceleração. Contudo, no caso dos preços de serviços, cuja dinâmica tende a exibir maior persistência do que a dos preços de bens, a inflação acumulada em 12 meses avançou.

Inicialmente, essa dinâmica foi influenciada pelo recuo dos preços das *commodities* observado no segundo semestre de 2008 e, posteriormente, pela desaceleração da economia doméstica verificada a partir do último trimestre do ano passado, como consequência do agravamento da crise nos mercados financeiros internacionais. Até o momento, é plausível afirmar-se que os efeitos decorrentes desses dois fatores mais que compensaram pressões sobre os preços, oriundas da depreciação cambial ocorrida a partir de agosto do ano passado. Não obstante isso, mais recentemente, os preços das *commodities* têm mostrado sinais de recuperação, ao mesmo tempo em que a taxa de câmbio entrou em trajetória de valorização, após superar o patamar de R\$ 2,50/US\$ em dezembro.

Tabela 1

Evolução do Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA)
acumulado em 12 meses no
Brasil — jun./08-jun./09 (%)

MESES	ÍNDICE DO MÊS	ÍNDICE ACUMULADO NO ANO	ÍNDICE ACUMULADO NOS ÚLTIMOS 12 MESES
Jun./08	0,74	3,64	6,06
Jul./08	0,53	4,19	6,37
Ago./08	0,28	4,48	6,17
Set./08	0,26	4,76	6,25
Out./08	0,45	5,23	6,41
Nov./08	0,36	5,61	6,39
Dez./08	0,28	5,90	5,90
Jan./09	0,48	0,48	5,84
Fev./09	0,55	1,03	5,90
Mar./09	0,20	1,23	5,61
Abr./09	0,48	1,72	5,53
Mai/09	0,47	2,20	5,20
Jun./09	0,36	2,57	4,80

FONTE: IBGE.

Em síntese, o conjunto das informações disponíveis sugere que o ciclo inflacionário observado no ano passado vem sendo superado, gradativamente, em processo que deve continuar a ser liderado pelo comportamento dos preços livres, uma vez que a inflação dos preços administrados mostra maior persistência.

Para 2009, é possível dizer que os preços administrados provavelmente deixarão de desempenhar papel de arrefecedor das pressões inflacionárias verificadas nos dois últimos anos, pois as perspectivas são de que as variações dos preços administrados sejam em valores superiores à meta de inflação. Como os preços administrados respondem principalmente a movimentos passados do nível de preços e são pouco sensíveis ao ciclo econômico, os níveis ainda elevados da inflação acumulada em 12 meses tendem a resultar em valores ainda significativos para a variação desse grupo de preços. De qualquer modo, seria razoável esperar-se que, em algum momento, a variação dos preços administrados convergisse para a variação média dos preços livres e, assim, deixasse de contribuir para mitigar pressões sobre a inflação plena.

A possibilidade de que alterações na dinâmica da inflação, que, em uma avaliação preliminar, parecem transitórias, venham a ter efeitos sobre as expectativas dos agentes quanto à trajetória inflacionária no médio e no

longo prazo constitui risco perene para a implementação da política monetária e, portanto, merece monitoramento contínuo. Em princípio, efeitos concentrados de curto prazo de repasse cambial podem ensejar a disseminação de efeitos de segunda ordem, visto que variações significativas de preços relativos que se consubstanciam em índices elevados de inflação tendem a gerar reações por recomposição de renda real pelos agentes, o que, por sua vez, realimenta o processo inflacionário. A experiência internacional, bem como o próprio histórico da inflação de nosso país, recomenda que a postura da autoridade monetária permaneça cautelosa, de forma a enfrentar potenciais efeitos de segunda ordem.

A verdade é que a probabilidade de que pressões inflacionárias inicialmente localizadas venham a apresentar riscos para a trajetória da inflação segue diminuindo. Na realidade, o risco de materialização de um cenário inflacionário benigno ampliou-se. A contração da atividade econômica tem limitado o impacto inflacionário do ajuste no balanço de pagamentos, o que tem feito com que a economia — que vinha, até o terceiro trimestre de 2008, evidenciando substancial descompasso entre o crescimento da oferta de bens e de serviços e o da demanda — passasse a exercer pressões inflacionárias não só naquele momento como também prospectivamente. Nesse sentido, a contração da demanda atuou para a eliminação desse descompasso. A propósito, essa evolução do cenário prospectivo se manifesta nas projeções de inflação consideradas pelo Comitê. Entretanto, a duração e a magnitude da desaceleração econômica ainda permanecem cercadas por incerteza. Nessas circunstâncias, a política monetária deve manter postura cautelosa, visando assegurar a convergência da inflação para a trajetória de metas.

Aliás, deve-se considerar que, após quase dois anos desde sua eclosão, os efeitos da “crise do *subprime*” — que iniciou no mercado imobiliário norte-americano, estendeu-se para os mercados financeiro e creditício dos EUA e de outras economias maduras — poderiam estar começando a arrefecer, em especial no que se refere aos impactos sobre o dinamismo das economias emergentes, inclusive a brasileira. Nesse contexto, as diversas medidas implementadas pelo Federal Reserve (Fed) e por outros bancos centrais — incluindo a fixação de metas para as taxas de juros básicas próximas a zero e a adoção de estratégias de política monetária calcadas em expansão quantitativa, em alguns casos complementadas por medidas fiscais agressivas — apon-tam um esgotamento da tendência contracionista observada em trimestres anteriores, embora esse processo seja sujeito a reversão. Note-se, em particular, que os

problemas do sistema financeiro internacional persistem, e, por conseguinte, persiste o risco de nova intensificação da desaceleração. Em resumo, as perspectivas para a economia global estabilizaram-se ultimamente, e o cenário mais provável segue sendo que a recuperação econômica global só será consolidada em 2010.

Diante do exposto, constata-se que as expectativas de inflação para 2009 se reduziram ligeiramente entre março e junho deste ano, meses em que foram emitidos o penúltimo e o último Relatórios de Inflação pelo Bacen. Nesses dois meses, as expectativas de inflação foram 4,52% e 4,39% respectivamente. Por sua vez, as expectativas para 2010, segundo esses mesmos relatórios, deslocaram-se de 4,50% para 4,30% no mesmo intervalo de tempo.

5 A implementação da política monetária

Conforme registrou-se acima, o ritmo de expansão da demanda no mercado interno arrefeceu consideravelmente desde o terceiro trimestre de 2008; em parte, em reação ao substancial e generalizado desaquecimento da atividade em outras economias, avançadas e emergentes. Por sua vez, o aumento da aversão ao risco e o aperto das condições de liquidez prevalentes nos mercados internacionais continuam impondo ajuste no balanço de pagamentos, mas mostram abrandamento na margem. De fato, têm-se acumulado sinais, ainda que sujeitos a reversão, de redução da aversão global ao risco, com impactos tanto sobre os preços de ativos brasileiros quanto sobre os de *commodities*, influenciando também as condições financeiras domésticas. Mesmo assim, cabe notar-se que a trajetória dos índices de preços ainda evidencia redução das pressões inflacionárias externas, especialmente nas economias maduras, mas também em algumas emergentes. Dessa forma, a despeito da recente elevação dos preços de *commodities*, o efeito líquido da desaceleração global sobre a trajetória da inflação doméstica segue sendo, até o momento, predominantemente benigno.

Na realidade, a probabilidade de que pressões inflacionárias inicialmente localizadas venham a apresentar riscos para a trajetória da inflação diminuiu. Os sinais de substancial acomodação da demanda doméstica e de moderação de pressões sobre o mercado de fatores, ainda que permaneçam sujeitos a incertezas, devem ensejar redução dos riscos de repasse de pressões

altistas sobre preços no atacado (que, de resto, vêm mostrando deflação nos últimos meses) para os preços ao consumidor. A materialização desse repasse, bem como a generalização de pressões inicialmente localizadas sobre preços ao consumidor, segue dependendo de forma crítica das expectativas dos agentes econômicos para a inflação. A propósito, as expectativas de inflação para 2009 e 2010 vêm-se mantendo em patamares inferiores ao da meta. Adicionalmente, cabe notar-se que, segundo indicadores disponíveis, o comportamento da demanda doméstica deverá exercer menos pressão sobre os preços dos itens não transacionáveis, como os serviços, nos próximos trimestres.

Além disso, é importante ressaltar-se que há defasagens importantes entre a implementação da política monetária e seus efeitos tanto sobre o nível de atividade como sobre a inflação. 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 valores correntes observados para essa variável. Tais considerações ganham ainda mais relevância em momentos cercados por mais incerteza.

Quanto às perspectivas da evolução da atividade econômica, estas têm mostrado melhora ultimamente, ainda que os dados sobre a indústria sigam, em parte, refletindo o processo de redução de estoques e acomodação da demanda externa. Diante dos efeitos da crise internacional sobre as condições financeiras internas, a contribuição do crédito para a sustentação da demanda doméstica arrefeceu de forma intensa, mas há sinais de recuperação, em especial no que se refere aos empréstimos para pessoas físicas. A severidade da crise internacional exerceu influência negativa sobre a confiança dos consumidores e dos empresários, mas também nesse caso há sinais de recuperação. Nessas circunstâncias, a retomada da atividade depende de forma importante da evolução da massa salarial real e dos efeitos dos incrementos das transferências governamentais que devem ocorrer neste ano, mas deverá ser beneficiada também pela gradual distensão das condições financeiras.

Note-se, em resumo, que as influências contracionistas da crise financeira internacional sobre o dinamismo da economia doméstica e, conseqüentemente, sobre o contexto no qual atua a política monetária, se podem mostrar persistentes, mas, como sugere o comportamento recente dos mercados de capitais, bem como certos indicadores econômicos, não serão permanentes. Essas ponderações tornam-se ainda mais relevantes quando se leva em conta que as decisões correntes de política monetária terão impactos concentrados nos meses finais de 2009 e, particularmente, em 2010.

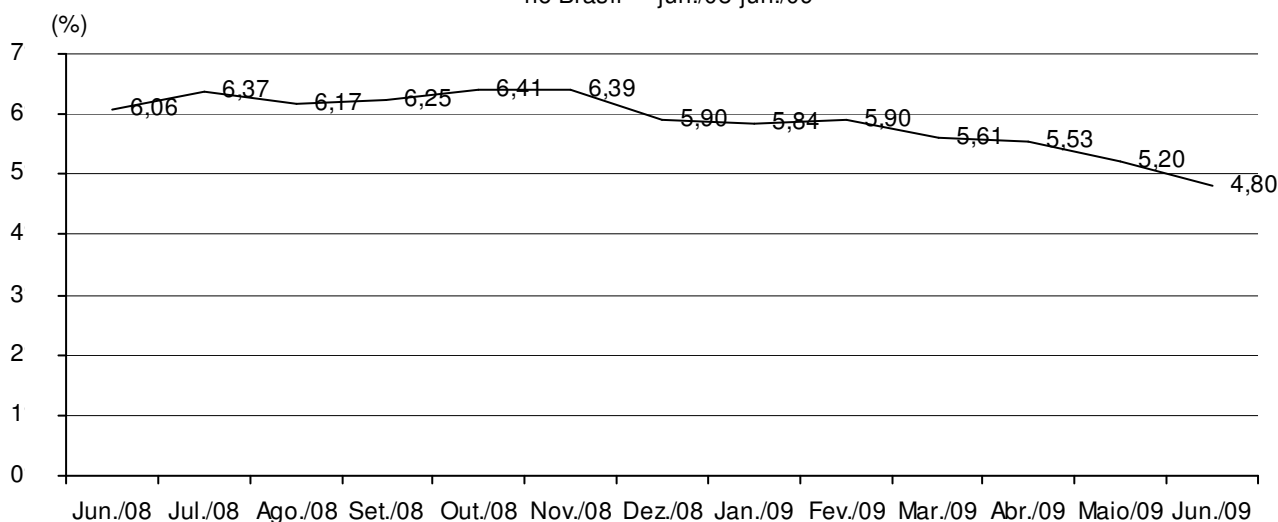
Diante dos sinais de arrefecimento do ritmo de atividade econômica — no que se refere, por exemplo, aos indicadores de produção industrial, ao mercado de trabalho e às taxas de utilização da capacidade na indústria, bem como à confiança de empresários e consumidores, e ao comportamento das expectativas de inflação para horizontes relevantes —, continuaram consolidando-se as perspectivas de concretização de um cenário inflacionário benigno, no qual o IPCA voltaria a evoluir de forma consistente com a trajetória das metas. A propósito, essa evolução do cenário prospectivo mani-

feita-se nas projeções de inflação consideradas pelo Copom e nas expectativas de inflação preparadas por analistas independentes. Assim, a despeito de haver margem residual para um processo de flexibilização, a política monetária deve manter postura cautelosa, visando assegurar a convergência da inflação para a trajetória de metas.

Na realidade, o desaquecimento da demanda, motivado pelo aperto das condições financeiras e pela deterioração da confiança dos agentes, ainda que nos dois casos se observe melhora na margem, bem como pela contração da economia global, criou importante margem de ociosidade dos fatores de produção, que não deve ser eliminada rapidamente em um cenário de recuperação gradual da atividade econômica. Esse desenvolvimento deve contribuir para conter as pressões inflacionárias. Por outro lado, é bom lembrar que a expressiva flexibilização da política monetária implementada pelo Copom, desde janeiro terá efeitos cumulativos, que serão evidenciados após certa defasagem temporal, sobre a economia. Portanto, no segundo semestre de 2009, a autoridade monetária deve ser cautelosa, ao definir as próximas taxas de juros básicas da economia.

Gráfico 1

Evolução do Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) acumulado em 12 meses no Brasil — jun./08-jun./09



FONTE: IBGE.

6 Considerações finais

A crise financeira internacional jogou a economia brasileira para a chamada recessão técnica (dois trimestres ou mais com crescimento negativo do PIB) e criou condições para que a inflação corrente, em 2009, fique abaixo da sua meta de 4,5% ao ano. É possível que essa situação também oportunize ao Conselho Monetário Nacional a possibilidade de fixar a meta de inflação para 2011 em valores menores que o de 4,5% ao ano (para 2010, o CMN já fixou a meta de inflação em 4,5% ao ano), sem que isso represente custos adicionais em termos de política monetária.

Hoje, existem dois debates paralelos sobre a redução dos juros básicos que, talvez por deficiência na comunicação do Banco Central, ainda não foram bem entendidos como coisas distintas. Um é sobre quanto os juros podem cair para, em meio à recessão, reanimar a economia e, ao mesmo tempo, cumprir as metas de inflação. Outra questão é se, uma vez reduzidos, os juros ficarão permanentemente menores, atingindo um novo patamar.

Tecnicamente, a discussão é sobre a chamada taxa de juros de equilíbrio, ou seja, o menor juro real com que o País pode conviver sem provocar a aceleração da inflação. Considerando isso, é factível que, ao longo do segundo semestre do ano, o Copom promova mais dois cortes na taxa Selic de até 0,5 ponto percentual cada um.

Aliás, o que está em jogo é o objetivo central da política monetária no primeiro ano de mandato do novo Presidente da República. A crise financeira global, em vez de dificultar a redução da inflação, criou uma oportunidade ímpar para se alcançar esse objetivo sem custos relevantes. Hoje, devido à desaceleração econômica, é recomendável que a meta de inflação vá sendo reduzida gradualmente, como, por exemplo, 4,25% ao ano em 2011, 4,0% no ano seguinte, e 3,75% em 2013. Também seria interessante que o intervalo de tolerância do regime de metas, o qual admite inflação dois pontos percentuais acima ou abaixo do objetivo central, fosse reduzido.

Referências

BANCO CENTRAL DO BRASIL — BACEN. Comitê de Política Monetária. **Ata da Reunião 143 do COPOM**. Brasília, D. F.: Bacen 10 jun. 2009. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?copom>>. Acesso em: 20 jun. 2009.

BANCO CENTRAL DO BRASIL — BACEN. **Relatório de inflação**. Brasília: BACEN, jun. 2009. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br>>. Acesso em: 10 jun. 2009.

CARTA DE CONJUNTURA. Brasília: IPEA, jun. 2009. Disponível em: <<http://www.ipea.gov.br>>. Acesso em: 05 de jun. 2009.

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

