



Uma contribuição ao debate recente sobre a condução da política monetária no Brasil

O ciclo de aperto monetário no Brasil parece ter se encerrado, segundo nossa leitura da ata da última reunião do Copom. O BC não deverá elevar os juros na reunião de setembro, ainda que não seja nula a probabilidade de algum pequeno aumento marginal no próximo Copom. De acordo com o que esperávamos, o Banco Central reduziu o ritmo de elevação dos juros em sua reunião de julho, reagindo a um cenário claramente mais incerto no Brasil e no mundo. Essa redução no ritmo de aperto, de 75 p.b. para 50 p.b., motivou um forte debate em relação à comunicação do Banco Central, por conta da contundência que se observou no último Relatório de Inflação, em relação ao diagnóstico de uma economia claramente aquecida, que sinalizava para um aumento de 75 p.b. Em nossa opinião, a comunicação de qualquer banco central nunca deve prevalecer sobre os dados em momentos de elevada incerteza, como o que estamos vivendo.

Em nossa visão, os dados são soberanos. Temporária ou não, houve uma desaceleração da atividade e da inflação não antecipada pela maioria dos economistas, nós incluídos, nos últimos quatro meses. A comunicação em política monetária é um instrumento de convergência das expectativas e de coordenação dos mercados, mas ela não pode ser substituída da observação atenta da economia real. Em outras palavras, a combinação da desaceleração global e doméstica com uma rápida queda da inflação no Brasil e no mundo nos últimos meses é poderosa o suficiente para justificar uma mudança no ritmo de elevação dos juros, sem que o BC tenha que, para isso, comunicar previamente. Em tempos de incerteza, não há nada de errado nesse procedimento e, adicionalmente, muitos bancos centrais assim o fazem no mundo. Uma prática disseminada em outros países é a elevação de juros em etapas, com pausas entre as elevações para que se possa aferir com maior certeza a verdadeira velocidade da economia e da inflação. No Brasil, essa estratégia nunca foi adotada, mas poderia ser, sem prejuízo para a credibilidade construída nos últimos anos. Parece sensato e legítimo ao BC ter dúvidas e, ao invés de apostar cegamente em uma direção, reagir aos dados de mais curto prazo, quando a incerteza é elevada. A política monetária fica certamente mais errática porém, ainda assim, evita-se o risco de se “incriminar o inocente”, ou seja, cometer o erro de se exagerar na dose e ver a economia abaixo do potencial e a inflação abaixo da meta,

pressupondo-se que, para uma mesma meta de inflação, quanto mais crescimento sustentado, melhor.

Outro ponto importante a destacar é que o BC, apesar da desaceleração no ritmo, elevou os juros básicos da economia, nos aproximando ainda mais dos juros neutros, ao invés de nos afastar, especialmente porque não houve deterioração das expectativas de inflação ou da inflação implícita nos mercados. Também não se notou no mercado de juros qualquer movimento relevante de questionamento da decisão. Em um mercado tão líquido como o brasileiro, se a decisão do BC fosse percebida como política, leniente ou equivocada, certamente veríamos uma imediata inclinação da curva de juros, com aumento nos prêmios de inflação para as curvas mais longas. Nada disso aconteceu de forma contundente nas últimas semanas. A independência *de facto* do Banco Central nos últimos anos e o cumprimento sistemático da meta construiu uma reputação que permite ao Copom agir com flexibilidade nesses momentos de elevada incerteza.

Dito isso, em momentos de baixa incerteza externa e doméstica em que as variáveis apresentam uma clara dinâmica, a comunicação é imprescindível para exercer o papel de coordenação das expectativas. A última ata do Copom é mais uma dessas peças de comunicação em um momento de ainda elevada incerteza. Em nossa leitura, o Banco Central parece ter um diagnóstico claro de que a atividade econômica e a inflação já apresentam um comportamento compatível com o crescimento potencial e com as metas. O BC, neste caso, parece exibir uma certeza maior do que a dos analistas. Neste momento é importante separarmos na análise o que o Banco Central provavelmente irá fazer diante dos dados até a reunião de setembro daquilo que os analistas consideram que seria recomendado fazer diante da incerteza.

O fluxo de informações à disposição do Banco Central na reunião de setembro seguirá sendo, com alta probabilidade, ainda negativo. Os elevados estoques de aço e de automóveis, por exemplo, seguem sugerindo que a produção de julho terá sido fraca. As vendas do varejo deverão ser igualmente fracas. Diante destes dados, o BC, que já vê um conjunto de informações que “sugere que a economia pode haver entrado em ritmo mais



condizente com taxas de crescimento avaliadas como sustentáveis em longo prazo, ao contrário do verificado no primeiro trimestre” estará propenso a não mais elevar os juros. A inflação, da mesma forma, não deverá dar sinais de aceleração relevante ao longo deste mês. Finalmente, a favor do BC pesará o argumento da defasagem: a atividade desacelerou antes mesmo de a política monetária entrar em ação, logo, será preciso esperar um pouco para ver seus efeitos, o que joga a favor da pausa em setembro. Diante dos dados, portanto, o BC tem grandes chances de parar de elevar os juros em setembro.

Para nós, uma das partes mais contundentes da ata, que revelam essa pré-disposição do BC em parar de subir os juros se dá quando, ao discutir os recentes desdobramentos favoráveis para a inflação e a atividade, o Copom sugere que “apesar das alterações favoráveis à dinâmica da inflação tanto no quadro interno quanto no externo, prevaleceu entre os membros do Comitê o entendimento de que competiria à política monetária potencializar os efeitos dessas mudanças”. Ou seja, é como se a autoridade monetária dissesse que tudo indica claramente para um cenário benigno em que o BC sequer precisaria ter elevado os juros na reunião passada e, **apesar disso**, o Copom decidiu elevar os juros, sacramentando esse processo benigno. Essa certeza é menor na visão de muitos analistas do mercado. Adicionalmente, foi retirado da ata um parágrafo importante relativo à leitura quanto à pressão dos fatores de produção, demonstrando, com isso, certa convicção na desaceleração. Não que o BC não possa estar certo e o processo de desaceleração da atividade e da inflação já estar consolidado, mas os analistas não estão totalmente seguros deste processo ainda.

Os determinantes da demanda, como renda, emprego, oferta de crédito e confiança estão praticamente intactos, sugerindo que a economia brasileira possa acelerar novamente a qualquer momento, voltando a crescer acima do potencial e aumentando as pressões inflacionárias. Outro fator que teve o diagnóstico alterado na visão do BC foi o cenário externo, onde a ambiguidade dos efeitos sobre o Brasil deu lugar a um cenário desinflacionário. Certamente o mundo crescerá menos depois do episódio das dívidas soberanas europeias no segundo trimestre, da perda de dinamismo dos EUA e da China. Mas, na margem, nas últimas semanas, após o teste de estresse nos bancos europeus, o cenário global melhorou, fazendo retornar algum apetite ao risco. Ou seja, a ambiguidade do cenário pode voltar a prevalecer em um horizonte relativamente curto. Logo, diante desses dados, o BC, mesmo parando de elevar os juros em setembro, precisará reforçar a idéia de que a política monetária será prontamente ajustada caso haja alterações no cenário. Isso é o que acreditamos que ele deveria fazer.

A atitude do Banco Central na reunião passada, combinada com a ata divulgada, está promovendo

um afrouxamento monetário na curva de juros de mercado. Isso revela, de um lado, que o mercado realmente acredita que o BC esteja certo nesta decisão, pois, em diversos episódios passados, quando se suspeitou que a ação do Copom seria insuficiente, a curva de juros passou a exibir elevação por conta de um prêmio de inflação. Neste episódio, os mercados reduzem o prêmio de inflação e, conseqüentemente, o juro real, revelando concordarem com a ação do BC. De qualquer maneira, a análise derivada desse movimento é que os juros reais de equilíbrio são realmente mais baixos do que os 6,5% que observamos recentemente. Mas esse movimento aparentemente é incompatível com os determinantes estruturais da demanda e deve refletir, portanto, apenas essa legítima leitura de desaceleração do curto prazo. Por outro lado, sem um eventual reforço na comunicação quanto ao ajuste pronto da política monetária caso a economia volte a acelerar, o risco está adiante, nos próximos trimestres, de termos uma forte aceleração e as curvas de juros passarem a precificar um certo prêmio de inflação. Neste caso, o BC terá que retomar o ciclo de elevação dos juros, talvez de forma mais intensa do que o desejado.

As incertezas que envolvem os juros de equilíbrio no Brasil são inúmeras. A começar pelo cálculo de uma variável-chave que é o PIB potencial. Além disso, o juro real encontra-se em queda estrutural no Brasil, o que dificulta analisar seu nível de equilíbrio, simplesmente olhando para os ciclos monetários do passado. As transformações (algumas delas silenciosas) pelas quais vem passando a economia na última década, intensificadas mais recentemente do lado da oferta, também não nos permitem afirmar categoricamente que o juro real no Brasil não tenha caído para patamares mais razoáveis, em torno de 6,0% ou abaixo disso. Neste caso, o BC estaria, hoje, com juros de mercado ao redor do neutro, e não abaixo como boa parte dos analistas acredita. Essas transformações de juros reais foram rápidas em diversos países e, quando menos se esperava, as taxas de juros haviam convergido para patamares mais razoáveis.

Os parâmetros com os quais trabalhamos, entretanto, sugerem que o nível de 6,5% pareceria ser o mínimo aceitável em termos de juros neutros. Os parâmetros com os quais o BC trabalha também parecem dizer que a nossa tese tem fundamento, ao considerarem o cenário de mercado para 2011, com Selic a 11,75% no final deste ano, a inflação se situa ao redor da meta. Ou seja, se os juros estacionarem em 10,75% em setembro, o próprio modelo do BC deverá apontar para alguma necessidade adicional de aperto. Logo, é por isso que parece difícil para muitos analistas acreditar que parar os juros em 10,75% seja suficiente para que a inflação fique intertemporalmente na meta. Isso pode ser verdade temporariamente, diante das incertezas e da ainda inexplicada desaceleração da atividade e da inflação no Brasil, mas não parece ser o caso para

2011, a menos que estejamos realmente convictos da maturação dessas mudanças estruturais em curso no Brasil, levando o juro de equilíbrio para patamares inferiores aos que os nossos modelos, baseados no passado, podem explicar. É verdade que tudo isto é questionável e não há precisão milimétrica nestas apostas. Além disso, é imensa a nossa intuição de que mudanças estruturais estão de fato em curso faz tempo na economia brasileira onde a produtividade e a concorrência podem estar influenciando a economia de forma inédita.

Honestamente, não vemos problema em o BC ter que retomar a subida de juros caso a atividade se reaqueça demasiadamente. O Banco Central do Brasil construiu reputação e credibilidade suficientes para navegar neste cenário incerto com maior flexibilidade do que no passado e, eventualmente, por se tratar de momentos excepcionais na economia mundial, implementar, à luz da análise futura, uma política monetária eventualmente mais errática para os padrões brasileiros, com pausas e recomeços. Temos poucas dúvidas quanto a esse compromisso do BC, ainda que a ata não tenha dado tanta margem para essa possibilidade como a incerteza embutida no cenário de boa parte dos analistas demandaria neste momento.

Outro ponto polêmico a respeito da ata diz respeito ao horizonte de convergência da inflação para as metas. Pela primeira vez o BC mencionou com tanta antecedência o horizonte de um ano e meio a dois à frente, ao se referir ao primeiro semestre de 2012. Reconhecemos que olhar para a inflação visando apenas o ano calendário é algo muito complicado, inclusive operacionalmente. A inflação tem que estar ao redor da meta intertemporalmente, ou seja, ao longo do tempo ela tem que oscilar ao redor de 4,5%, às vezes acima, às vezes abaixo. Muitos países trabalham com esse conceito de metas de inflação intertemporais. O que não pode ocorrer é a ampliação do horizonte-alvo da inflação servir como desculpa para o descumprimento sistemático da meta. Esse não parece ser o caso do BC brasileiro nos últimos anos. Parece-nos natural que com a consolidação do regime, com a ampliação da reputação e da credibilidade adquirida, ao longo do tempo, o Copom passe a orientar suas decisões para um horizonte entre um e dois anos e não mais pelo ano calendário. Mas, mesmo neste caso, é preciso

haver um critério para avaliação do cumprimento das metas e, portanto, não há muito como escapar de uma certa data de corte para avaliação. Além disso, esse horizonte ampliado não pode impedir a adoção de medidas tempestivas para trazer a inflação para a meta o quanto antes, bem como quebrar a bússola da verificação do compromisso com a meta, ainda que o horizonte de ação da política monetária seja mais dilatado. É preciso encontrar uma combinação entre ação orientada para um horizonte mais dilatado com verificação e cobrança de cumprimento com o rigor que a adoção do ano calendário propicia.

Finalmente, em nosso último Destaque, utilizamos uma figura de linguagem para descrever o atual momento, que remetia a um carro que é guiado em uma estrada com chuva e neblina, ou seja, onde é desejável guiar com mais cautela, como fez o BC ao reduzir o ritmo de subida dos juros. Entretanto, não parece prudente, a essa altura, supor que o mau tempo será permanente; há fortes indícios de que o mau tempo passará, a julgar pelos determinantes da demanda. Imaginar que o processo de elevação dos juros no Brasil pode ser dado por encerrado talvez seja prematuro. É até bastante possível imaginar que o carro não precise acelerar quando passar o mau tempo, por conta das mudanças estruturais dos últimos anos que terão se revertido em juros reais de equilíbrio menores. Mas, a incerteza neste tema é maior do que a convicção que os parâmetros tradicionais indicam. Estes apontam para mais, e não menos juros de equilíbrio no horizonte dos próximos doze meses. Da mesma forma que o BC foi convencido pelos dados de que era hora de tirar o pé do acelerador, a despeito da sua comunicação anterior apontar para um ritmo de 75 p.b., acreditamos que sua atitude não será diferente caso os sinais de aceleração se manifestem novamente. Apesar de sua comunicação revelar uma pré-disposição para encerrar o ciclo de aperto, a ação do Copom ao longo dos próximos meses deverá refletir essas dúvidas: de um lado fatores estruturais que jogam os juros reais para baixo associados a um mundo menos inflacionário e, de outro, determinantes poderosos de demanda doméstica que podem fazer o mau tempo dar lugar a um crescimento acelerado novamente. A resposta mais honesta neste momento, de nossa parte, é que não sabemos qual será a resultante dessas forças. A única coisa que nos parece é que a dúvida dos analistas é, hoje, maior do que aquela revelada pelo BC.



Equipe Técnica

Octavio de Barros - Diretor de Pesquisas e Estudos Econômicos
Marcelo Cirne de Toledo / Fernando Honorato Barbosa

Economia Internacional: Fabiana D'Atri / Daniel Valladares Weeks / Daniela Cunha de Lima / Igor Velecico / Thomas Henrique Schreurs Pires
Matheus Ribeiro Machado / Renata Rodovalho Gonçalves

Economia Doméstica: Robson Rodrigues Pereira / Andréa Bastos Damico / Ana Paula Almeida / Ellen Regina Steter / Rita de Cassia Milani / Myriã Bast

Análise Setorial: Regina Helena Couto Silva / Priscila Pacheco Trigo

Pesquisa Proprietária: Fernando Freitas / Ana Maria Bonomi Barufi / Leandro Câmara Negrão

Estagiários: Felipe Priolli da Cunha / Elisabeth Peniche Lau / Julia Passabom Araujo / Hector Aurelio Assumpção Palácios / Murilo Vidziunas Rodrigues da Silva / Laura Pinto Gonçalves / Felipe Cardoso D'Avila

O DEPEC – BRADESCO não se responsabiliza por quaisquer atos/decisões tomadas com base nas informações disponibilizadas por suas publicações e projeções. Todos os dados ou opiniões dos informativos aqui presentes são rigorosamente apurados e elaborados por profissionais plenamente qualificados, mas não devem ser tomados, em nenhuma hipótese, como base, balizamento, guia ou norma para qualquer documento, avaliações, julgamentos ou tomadas de decisões, sejam de natureza formal ou informal. Desse modo, ressaltamos que todas as consequências ou responsabilidades pelo uso de quaisquer dados ou análises desta publicação são assumidas exclusivamente pelo usuário, eximindo o BRADESCO de todas as ações decorrentes do uso deste material. Lembramos ainda que o acesso a essas informações implica a total aceitação deste termo de responsabilidade e uso.