

## NÍVEL DE ATIVIDADE, INFLAÇÃO E POLÍTICA MONETÁRIA

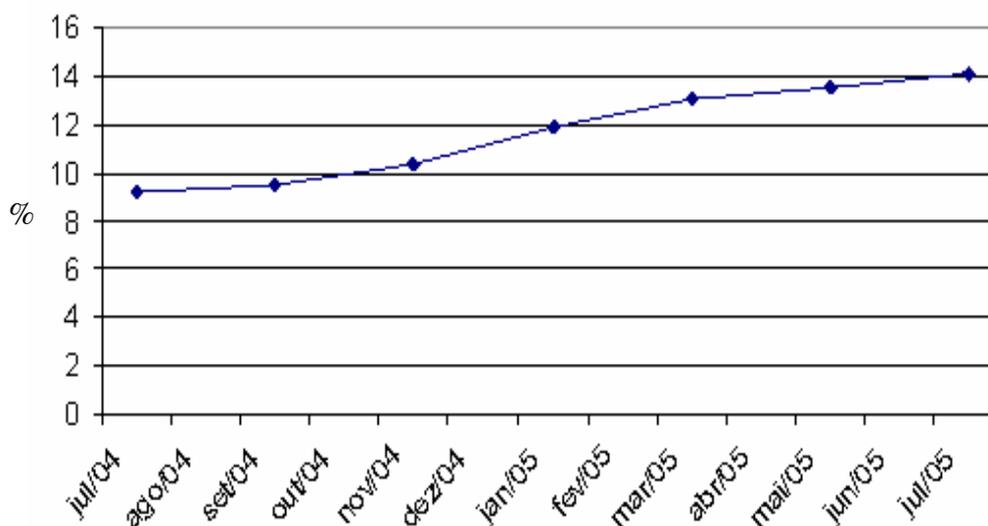
### Política Monetária, Inflação e Crescimento Econômico

Marcelo Curado\*

A insistência do Comitê de Política Monetária (COPOM) do Banco Central do Brasil em manter elevadas as taxas de juros nominais e reais tem gerado os resultados esperados: controle do processo inflacionário e redução da capacidade de crescimento da economia brasileira.

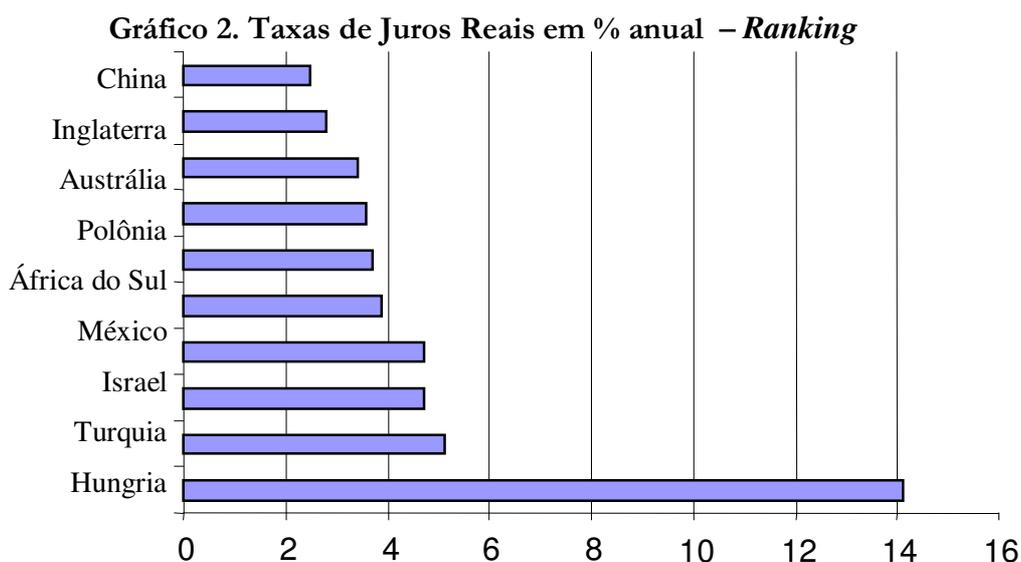
A manutenção da taxa Selic em 19,75% na última reunião do COPOM concomitantemente à apuração de deflação de 0,02% no Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) calculado pelo IBGE promoveu uma nova elevação na taxa de juros reais. Desde julho de 2004 a tendência de crescimento da taxa de juros reais tem se apresentado. Dados da consultoria GRC Visão e do Banco Central do Brasil apontam para um crescimento contínuo da taxa de juros reais neste último ano. O resultado, amplamente conhecido, é de manutenção da liderança mundial do Brasil no *ranking* dos juros reais.

**Gráfico 1. Taxa de juros reais no Brasil em % anual**



Fonte: GRC Visão e Banco Central do Brasil

\* Doutor em Economia pela Universidade de Campinas (UNICAMP). Professor do Departamento de Economia da Universidade Federal do Paraná (UFPR). Endereço eletrônico: mcurado@ufpr.br



Fonte: GRC Visão e Banco Central do Brasil.

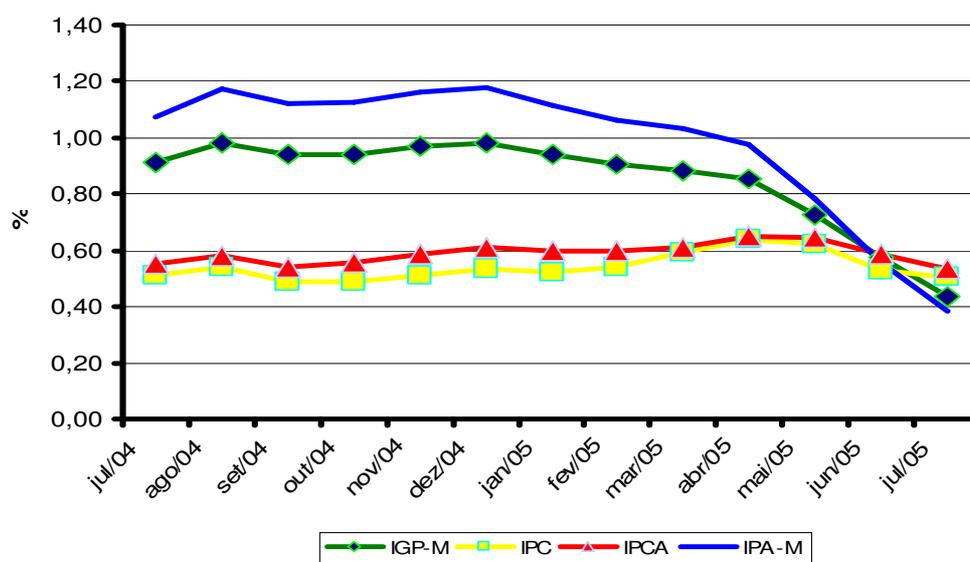
A manutenção de taxas de juros reais extremamente elevadas tende a gerar - através da redução da demanda agregada - uma redução nas pressões inflacionárias. Em última instância, trata-se do velho mecanismo de combate à inflação de demanda aprendido nos manuais introdutórios de macroeconomia: taxa de juros elevadas reduzem os gastos com consumo e investimento, ou seja, reduzem a demanda agregada do sistema o que, para uma mesma curva de oferta agregada, tende a reduzir a inflação.

O comportamento recente dos principais índices de preços (ver gráfico 3) demonstra claramente o sucesso da austeridade monetária no combate às pressões inflacionárias. Apresentam-se, a título de ilustração, algumas informações selecionadas sobre o comportamento recente dos principais índices de inflação:

- O Índice de Preços ao Consumidor calculado pela Fundação Instituto de Pesquisas Econômicas da USP (IPC-FIPE) apresentou estabilidade (próximo de zero) para o período de 15 de junho a 15 de julho.
- O Índice Geral de Preços de Mercado da Fundação Getúlio Vargas (IGPM-FGV) registrou deflação de 0,44% em junho. Em julho a segunda prévia do índice repete a tendência de deflação, agora da ordem de 0,25% .

- O Índice de Preços ao Consumidor Amplo calculado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IPCA-IBGE) índice utilizado pelo governo na definição das metas de inflação registrou deflação de 0,02% em junho.
- O Índice de Preços do Atacado (IPA) registrou em maio deflação de 0,77% e em junho de 1%.

**Gráfico 3. Inflação de julho/04 a julho/05 (% - Média Móvel de 12 meses)**



Fonte: elaboração própria a partir da base de dados do IPEADATA

A redução das pressões inflacionárias também aparece na previsão do mercado, sintetizada no *Relatório Focus* do Banco Central do Brasil. A expectativa do mercado para o IPCA deste ano baixou para 5,67%, um pouco superior à meta estabelecida pelo CMN (5,1%), porém dentro do intervalo de variação aceito (+ou - 2,5%, ou seja, o teto para o IPCA este ano é de 7,6%). Ainda segundo o *Relatório Focus*, o mercado espera para os próximos doze meses uma inflação de 4,97%, demonstrando de forma clara a expectativa do mercado financeiro de manutenção da estabilidade dos preços.

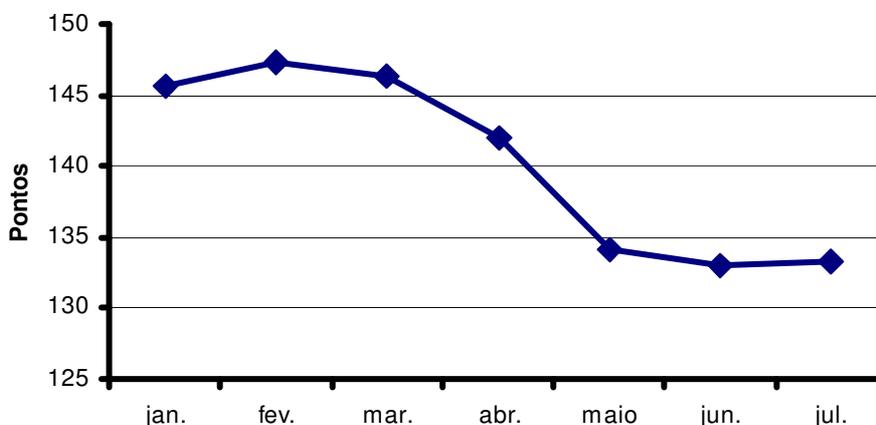
Vale lembrar que a manutenção nos últimos meses do Real valorizado tem contribuído de forma importante para estes resultados favoráveis, em especial para o comportamento dos índices que capturam as variações de preços do atacado. É verdade que o comportamento da taxa de câmbio depende de um amplo conjunto de variáveis e que o processo de desvalorização do dólar é um processo que não se limita ao caso brasileiro. Porém, a manutenção de um elevado diferencial de juros, num regime de câmbio flutuante, tende a atrair capitais de curto prazo, o que contribui para o processo de valorização da moeda local.

O cenário macroeconômico composto por juros reais elevados e moeda valorizada é perigoso, sobretudo no que se refere ao crescimento do produto e do emprego da economia. No que se refere particularmente à taxa de câmbio, vale lembrar que em 2004 o principal indutor do crescimento foram as vendas externas, cuja competitividade, em particular para os produtos industrializados, começa a ficar prejudicada.

Não é por acaso que os principais institutos de pesquisa apontam para uma queda na expectativa do crescimento. O Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA), órgão de pesquisa do governo, reduziu a projeção de crescimento para 2005 de 3,5% para 2,9%. Mesma tendência é apontada pelo *Relatório Focus*. Na média, o mercado espera um crescimento do PIB de 3% para este ano.

A expectativa de um crescimento menos vigoroso para este ano é capturada por outros indicadores. O índice de confiança dos consumidores, calculado pela Fecomércio – SP é um exemplo. O indicador varia de 0 a 200, apontando otimismo acima dos 100 pontos e pessimismo abaixo. Embora o indicador aponte para uma configuração “otimista”, a análise da evolução do índice demonstra que ao longo do ano de 2005 as expectativas dos consumidores em relação ao futuro deterioraram.

**Gráfico 4. Índice de Confiança dos consumidores (em pontos)**

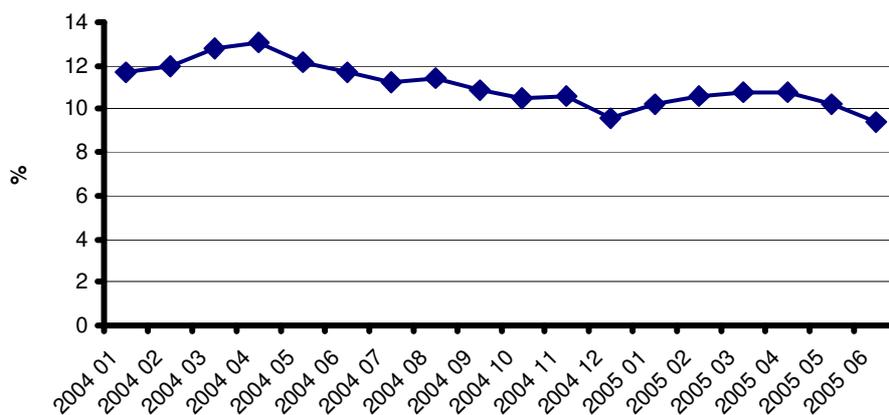


Fonte: Fecomercio SP.

A mesma tendência é capturada pelo Índice de Confiança do Empresariado Industrial (ICEI) calculado pela CNI. O índice registrou uma queda de 64,9 pontos no primeiro trimestre do ano para 55,8 pontos no segundo trimestre. De acordo com a sua metodologia, resultados acima de 50 pontos indicam otimismo, abaixo pessimismo. No entanto, a queda verificada não pode ser desprezada.

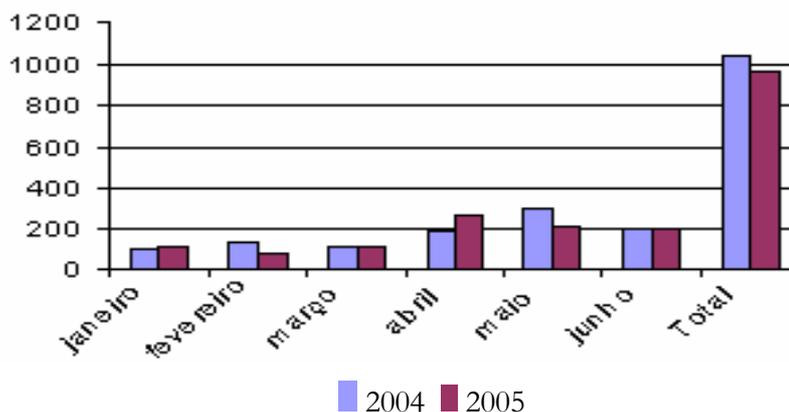
O comportamento do mercado de trabalho apresenta alguns resultados interessantes. Por um lado, comemoram-se as seguidas reduções da taxa de desemprego ocorridas em maio e junho deste ano (gráfico 5). Por outro lado, merece destaque a redução na criação de empregos com carteira assinada verificada ao longo deste semestre em comparação com o ano de 2004 (gráfico 6). Pode-se inferir destas informações que embora o mercado de trabalho esteja criando empregos, a qualidade dos postos criados é reduzida.

**Gráfico 5. Taxa de desemprego (em %)**



Fonte: IPEADATA.

**Gráfico 6. Vagas criadas com carteira assinada no país (em milhares)**



Fonte: Ministério do Trabalho.

Em síntese, a condução de uma política monetária conservadora tem possibilitado o controle do processo inflacionário, porém apresenta como custo de sua manutenção a redução nas expectativas de crescimento do produto e do emprego para este ano. Tudo o

mais constante, o ano de 2005 deveria apresentar como resultados o controle do processo inflacionário e um resultado de crescimento do produto em torno de 3%, menor do que o verificado em 2004, porém ainda positivo do ponto de vista da recente experiência brasileira. Esperava-se também a necessária redução da taxa de juros. De acordo com o *Relatório Focus* do Banco Central, o mercado espera, na média, uma taxa Selic de 18% ao final do ano.

A questão que se coloca é se a atual crise política vivida pelo país pode alterar profundamente este cenário. Embora, até o momento os efeitos da crise sobre a economia sejam reduzidos, nada garante que a situação deva permanecer desta forma. A possibilidade que a crise política contamine as decisões econômicas é grande e começa a dar seus primeiros sinais, em particular, nos mercados financeiros que, por sua maior liquidez, tendem a capturar de forma mais rápida as mudanças no *estado de confiança* dos agentes econômicos.

Esta opinião é compartilhada por analistas do mercado financeiro. De acordo com Ricardo Amorim, diretor de pesquisas do banco alemão WestLB: “Desde sexta-feira começou a haver uma contaminação dos mercados pelo cenário político. E, desta vez, o que mudou foi que a crise está começando a chegar, de forma mais forte, diretamente ao presidente Lula”. A percepção de que o mercado financeiro pode estar começando a reagir e incorporar de forma mais precisa os efeitos da crise é compartilhada pelo economista chefe do banco HSBC para a América Latina, Paulo Vieira Cunha. Segundo ele: “O que pode estar acontecendo é que o lado financeiro pode estar começando a reagir. E eu espero que não, porque, se começar, ai acho que vai rápido”<sup>8</sup>.

Além do início de uma maior volatilidade no mercado de câmbio sentida nas últimas semanas, algumas decisões de alocação de *portfólio* dos agentes começam a indicar a possibilidade de que a crise política afete a economia, em particular, suas condições de financiamento. Raphael Kassin do ABN Amro Bank NV - cuja carteira de investimentos incluía cerca de US\$ 275 milhões em bônus referenciais do Brasil - afirma que o Banco vendeu todos os títulos da dívida brasileira<sup>9</sup>. Este é apenas um exemplo de ações que estão sendo tomadas por outros investidores.

Em síntese, embora seja cedo para analisar de modo mais preciso os efeitos da crise política sobre a economia, parece estar claro que a contaminação já começa a ocorrer. A dúvida que persiste está no tamanho do impacto desta crise. Dois cenários podem ser

---

<sup>8</sup> Folha de São Paulo, 26 de julho de 2005. Reportagem: “Analistas já vêem contaminação política”.

<sup>9</sup> Folha de São Paulo, 20 de julho de 2005. Reportagem: “Crise do mensalão já assusta investidor”

traçados: 1. A crise política permanece como está, ou seja, sem afetar o presidente da República e, portanto, mantendo a posição do presidente inabalada, do ponto de vista do cumprimento do mandato e 2. A crise se agrava e passa a atingir diretamente o presidente, afetando sua credibilidade e colocando em dúvida a continuidade do mandato.

No primeiro cenário, até agora mais plausível, as oscilações no mercado financeiro serão dissipadas com o tempo e a ameaça de forte desvalorização do Real será eliminada. Neste caso, a esperada redução da taxa de juros poderá ser feita gradualmente, respeitando o conservadorismo dos membros do COPOM. Por fim, mas não menos importante, o crescimento de 3% deverá ser alcançado sem maiores dificuldades.

No segundo cenário, a volatilidade da taxa de câmbio será substituída por uma agressiva desvalorização da moeda e por perdas significativas no IBOVESPA. O movimento da taxa de câmbio impedirá a redução da taxa de juros real – tendo em vista os efeitos inflacionários da desvalorização - o que fatalmente comprometerá a expansão do produto.

De toda forma, o cenário econômico para este segundo semestre não é dos mais animadores, em particular no que se refere às possibilidades de expansão do produto e de redução do desemprego com melhoria na qualidade dos postos de trabalho. Na melhor das hipóteses trabalha-se com uma expectativa de crescimento de 3% do PIB para este ano, valor menor do que o crescimento esperado do PIB mundial e, substancialmente inferior ao esperado para os países emergentes<sup>10</sup>.

---

<sup>10</sup> Estimativas preliminares do FMI e do Banco Mundial prevêem um crescimento para a região entre 6 e 7% para este ano.

