

Política econômica

Política monetária em 2010: a persistente busca da convergência da inflação para o centro da meta*

Edison Marques Moreira**

Economista da FEE

Em 2010, o comportamento da inflação no Brasil foi influenciado tanto por fatores sazonais internos, relacionados à oferta de alimentos, quanto pelo cenário externo de valorização das principais *commodities*. A esses elementos, somaram-se os derivados da manutenção do desequilíbrio entre as taxas de expansão da demanda e oferta, dentre outros.

Ao longo do ano, o Banco Central do Brasil (Bacen), nas suas publicações, sempre deixou claro que os cenários prospectivos para a inflação seriam privilegiados em detrimento de valores correntes e passados. Além disso, a autoridade monetária sempre demonstrou desconforto com a persistência dos níveis de inflação acima do centro da meta e seus possíveis efeitos sobre a formação de expectativas.

Diante dessa situação, o Comitê de Política Monetária (Copom), do Banco Central, além de elevar o patamar da taxa Selic ao longo do ano, adotou medidas macroprudenciais, como, por exemplo, a elevação do recolhimento dos depósitos compulsórios.

Este texto procura examinar o comportamento da inflação ao longo de 2010, bem como analisar as medidas tomadas pelo Copom diante dos altos e baixos da mesma. Também lança um olhar sobre os fatores importantes considerados na política monetária, ao longo do ano, como a expansão do crédito direcionado, a taxa de juro neutra (ver seção 3.2) e o poder da política monetária.

1 Altos e baixos da inflação brasileira em 2010

O cenário inflacionário brasileiro ao longo do ano de 2010 foi marcado por movimentos de aceleração e desaceleração dos índices de preços em magnitude sempre maior do que a esperada inicialmente. Esse ambiente de volatilidade dos indicadores acabou, de certa forma, dificultando as análises prospectivas da inflação e fazendo com que as expectativas inflacionárias para o ano acabassem se modificando com certa rapidez. Dentro desse contexto, após encerrar o ano de 2009 com uma inflação acumulada de 4,31%, influenciada pela desaceleração da economia brasileira, que fez com que o Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) recuasse 1,3 ponto percentual (p.p.), entre 2008 e 2009, as expectativas inflacionárias para 2010 convergiam para o centro da meta (4,5%), baseadas, principalmente, numa recuperação do crescimento econômico ao longo do ano.

Entretanto a inflação, medida pela variação do IPCA, voltou a subir em 2010. No acumulado do ano até novembro, o Índice registrou variação de 5,25%, taxa 1,32 p.p. acima daquela verificada em igual período do ano passado. A inflação acumulada em 12 meses passou de 4,22% em novembro de 2009 para 4,49% em agosto e para 5,63% em novembro de 2010, valores esses superiores ao centro da meta para a inflação (4,5%).

Aliás, os primeiros resultados do ano já traziam uma forte aceleração nos índices de preços, puxados, sobretudo, pela alta dos alimentos. Portanto, as expectativas já começavam a se degenerar, de forma que, no fim do primeiro trimestre, a inflação esperada para 2010 já era superior a 5%.

Os dados de inflação para abril revelavam que esse movimento de alta nos preços dos alimentos não tinha perdido fôlego. Adicionalmente, os aumentos na margem dos demais bens de consumo e a resiliência à queda

* Revisor de Língua Portuguesa: Breno Camargo Serafini.
Artigo recebido em 13 jan. 2011.
Este texto foi elaborado com informações disponíveis até 31 de dezembro de 2010.

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

nos preços dos serviços contaminavam ainda mais as expectativas inflacionárias, levando o mercado a subir as taxas de juros futuros na economia. Dentro desse contexto, em abril, o Bacen iniciou um ciclo de aperto monetário, para desaquecer o consumo e ancorar as expectativas do mercado para níveis mais próximos do centro da meta.

A partir de maio, os preços dos alimentos começaram a dar sinais de uma desaceleração maior do que a esperada. Em junho, com uma deflação de 0,9% no grupo alimentação e bebidas, o IPCA registrou variação nula. Em julho, ainda influenciado por uma nova queda nos preços dos alimentos (-0,76%), o IPCA apontou estabilidade, com taxa de 0,01%, estabilidade esta confirmada em agosto, quando a taxa ficou em 0,04%. Aliada a esse recuo nos preços dos alimentos, a demanda interna começou a dar pequenos sinais de desaquecimento, de modo que, em junho e julho, os bens de consumo duráveis registraram variações negativas de 0,025% e 0,15% respectivamente. Com a configuração de um novo cenário marcado pela queda no IPCA com uma intensidade maior do que a prevista, e pela continuação do processo de alta de juros por parte do Bacen, deu-se início a uma reversão na trajetória das expectativas inflacionárias para o ano, gerando, assim, um recuo no nível esperado para a taxa Selic no fim de 2010.

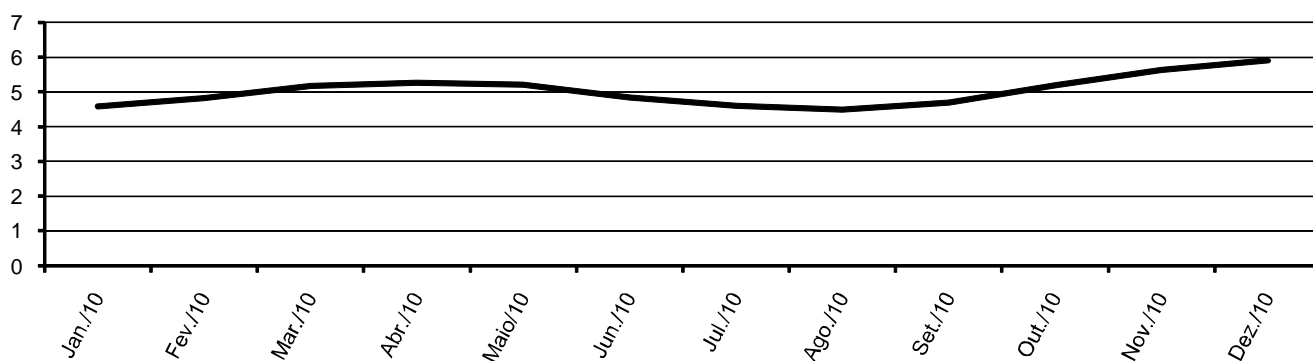
Após registrar altas de 0,45% em setembro e de 0,75% em outubro, a inflação, segundo o IPCA, aumentou novamente, em novembro, para 0,83%. Com isso, a inflação acumulada nos 11 primeiros meses de 2010 foi de 5,25%, ou seja, 1,32 p.p. acima da observada em igual período de 2009. O aumento da inflação em 2010 refletia o comportamento dos preços livres, que aumentaram 6,26% até novembro e contribuíram com

4,4 p.p. no acumulado de 5,25% registrados no ano. Realmente, os preços administrados desaceleraram em relação ao ano anterior e acumularam alta de 2,86% até novembro, ante 4,21% em igual período de 2009, com contribuição de apenas 0,8 p.p. para a inflação acumulada até novembro de 2010. Especificamente sobre os preços livres, cabe destacar que a variação dos preços dos bens comercializáveis alcançou 5,87% no acumulado do ano até novembro, e a dos preços não comercializáveis, 6,61%. A variação dos preços dos serviços, cuja dinâmica tende a exibir maior persistência do que a dos preços dos bens, mostrou certa estabilidade e atingiu 6,99% no acumulado do ano até novembro. Em grande parte, a aceleração dos preços em setembro, outubro e novembro deveu-se à alta de preços no grupo alimentação e bebidas.

Os desvios na trajetória dos preços dos alimentos desempenharam papel relevante no comportamento da inflação plena de 2010. De fato, no primeiro quadrimestre o IPCA registrou alta pronunciada, quando alimentos e bebidas variaram 5,19%, enquanto, no segundo quadrimestre, houve relativa estabilidade, quando alimentos e bebidas recuaram 1,61%. A inflação mensal registrou altas consecutivas nos três primeiros meses do último quadrimestre, sendo que alimentos e bebidas variaram 5,28%. Note-se que a variação em 12 meses dos preços da alimentação no domicílio passou de 6,67% em abril de 2010 para 2,29% em agosto e tornou a subir para 9,39% em novembro; ao mesmo tempo, a do IPCA posicionou-se em 5,26%, 4,49%, e, 5,64% respectivamente. A elevação recente nos preços dos alimentos vem refletindo, em parte, choques de oferta, domésticos e externos, potencializados pelo ambiente de elevada liquidez nos mercados financeiros internacionais.

Gráfico 1

Percentual de evolução do IPCA, em 12 meses, no Brasil — 2010



FONTE: IBGE.

2 A utilização da taxa de juros Selic pelo Bacen na busca do controle da inflação em 2010¹

Os principais riscos para a consolidação de um cenário inflacionário benigno em 2010 derivavam, no âmbito externo, de eventual elevação dos preços de *commodities*; e, no interno, dos efeitos cumulativos e defasados, da distensão das condições financeiras e do impulso fiscal e creditício sobre a evolução da demanda doméstica. Tudo isso, levando-se em conta a dinâmica do consumo e do investimento, em um contexto de redução da margem de ociosidade na utilização dos fatores de produção. O balanço dessas influências sobre a trajetória prospectiva da inflação seria fundamental na avaliação das diferentes possibilidades que se apresentassem para a política monetária.

A evidência internacional, bem como a experiência brasileira, sempre indicou que taxas de inflação elevadas levavam ao aumento dos prêmios de risco, tanto para o financiamento privado quanto para o público, ao encurtamento dos horizontes de planejamento e, conseqüentemente, à redução do potencial de crescimento da economia, além de ter efeitos regressivos sobre a distribuição de renda. Diante disso, a estratégia, no início do ano de 2010, adotada pelo Conselho de Política Monetária (Copom), visava assegurar que a convergência da inflação para a trajetória de metas observada em 2009 continuasse sendo registrada em 2010 e 2011. Tal situação levava em conta as defasagens do mecanismo de transmissão e era a mais indicada para lidar com a incerteza inerente ao processo de formulação e de implementação da política monetária.

Em janeiro de 2010, havia alguns sinais de retomada da demanda doméstica, mas o Copom julgou que esse movimento ainda era tênue para possibilitar a redução da margem de ociosidade dos fatores de produção, o que, por certo, se ocorresse, aumentaria os riscos para a concretização de um cenário inflacionário benigno. Diante disso, o Comitê na sua primeira reunião, resolveu aguardar a evolução do cenário econômico e, portanto, não alterar a taxa de juros Selic, mantendo-a em 8,75% ao ano, sem viés.

No final de março, constatou-se que, ao longo dos três primeiros meses de 2010, houve um arrefecimento da aversão ao risco nos mercados internacionais, apesar de a volatilidade nesses mercados haver se intensificado principalmente em março, devido, em grande parte, a preocupações com dívidas soberanas de países europeus. Ainda assim, verificou-se um contexto de liquidez abundante, de modo que as perspectivas para o financiamento externo da economia brasileira seguiam favoráveis. Em linha com esses desenvolvimentos, os preços de ativos brasileiros e de certas *commodities* continuavam em ascensão. De outra forma, a trajetória dos índices de preços evidenciava a retomada de pressões inflacionárias em economias relevantes. Dessa forma, a influência do cenário internacional sobre o comportamento da inflação doméstica poderia deixar de ser benigna, conquanto persistisse incerteza sobre o comportamento de preços de ativos e de *commodities* em contexto de gradativa normalização das condições financeiras internacionais.

Por outro lado, o Copom entendia que os indicadores divulgados desde a primeira reunião do ano reforçavam a percepção de existência de pressões sobre o mercado de fatores, o que, de certa maneira, elevava a probabilidade de que desenvolvimentos inflacionários, inicialmente localizados, viessem a apresentar riscos para a trajetória da inflação. Nesse contexto, aumentava também o risco de repasse de pressões de alta de custos para os preços no atacado e para os preços ao consumidor. A materialização desses repasses, bem como a generalização de pressões inicialmente localizadas sobre preços ao consumidor, seguia dependendo das expectativas dos agentes econômicos para a inflação e do grau de ociosidade da economia, dentre outros fatores.

Em suma, podia-se dizer que os sinais de aquecimento da economia passaram a se manifestar, por exemplo, na elevação das expectativas de inflação, nos indícios de escassez de mão de obra em alguns segmentos e na elevação dos custos dos insumos. Em particular, nesse período, as projeções de inflação consideradas pelo Comitê mostravam certa deterioração no cenário prospectivo.

À luz desse quadro, prevaleceu o entendimento entre os membros do Comitê de que competiria à política monetária agir de forma incisiva, para evitar que a maior incerteza detectada em horizontes mais curtos se propagasse para horizontes mais longos. Diante dessa situação, o Copom decidiu elevar a taxa Selic para 9,50% ao ano, sem viés, na sua segunda reunião do ano.

Com o passar do tempo, entretanto, o Copom constatou que, apesar de a liquidez nos mercados

¹ A análise contida nesta seção está baseada nas várias atas emitidas pelo Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil, ao longo de 2010.

internacionais haver diminuído, as perspectivas para o financiamento externo da economia brasileira seguiam favoráveis. Em linha com maior aversão ao risco e liquidez mais escassa, os preços de certas *commodities* e de ativos brasileiros recuaram. Em outra frente, a trajetória dos índices de preços evidenciava pressões inflacionárias em economias relevantes. Nessa conjuntura, a influência do cenário internacional sobre o comportamento da inflação doméstica revelava-se mais ambígua, conquanto persistia a incerteza sobre o comportamento de preços de ativos e de *commodities* em contexto de piora das condições financeiras internacionais. Para a autoridade monetária, esse cenário poderia se deteriorar, a depender da dinâmica que tomasse o quadro de desconfiança dos participantes de mercado em relação à solvência de algumas economias europeias.

Aumentavam, também, as pressões sobre o mercado de fatores, o que elevava o risco de repasse de aumento de custos para os preços no atacado e para os preços ao consumidor. As projeções de inflação consideradas pelo Comitê mostravam ligeira deterioração no cenário prospectivo, o que levou o Copom a considerar que essa deterioração deveria ser contida, e, para tanto, precisavam ser revertidos os sinais de persistência do descompasso entre o ritmo de expansão da demanda e da oferta agregada, que, em última instância, tendiam a aumentar o risco para a dinâmica inflacionária. Assim, em junho, decidiu, por unanimidade, elevar a taxa Selic para 10,25% ao ano, sem viés.

No meio do ano, a trajetória dos índices de preços passou a evidenciar o arrefecimento das pressões inflacionárias em algumas economias relevantes, enquanto ressurgiram preocupações com a perspectiva de deflação em outras. Nessa conjuntura, aumentou a probabilidade de que se observasse alguma influência desinflacionária do ambiente externo sobre a inflação doméstica, conquanto persistia a incerteza sobre o comportamento de preços de ativos e de *commodities* em contexto de substancial volatilidade nos mercados financeiros internacionais.

Diante disso, segundo o Comitê, a análise de decisões alternativas de política monetária dever-se-ia concentrar, necessariamente, no cenário prospectivo para a inflação e nos riscos a ele associados, em vez de privilegiar valores correntes e passados para essa variável. Portanto, seguindo a linha de ações de políticas implementadas no primeiro semestre, desde a reunião de 09.06.10, o recuo nas projeções de inflação consideradas pelo Comitê mostraram melhora no cenário prospectivo. O Copom considerou que esse processo deveria ser intensificado e, para tanto, precisariam ser

revertidos os sinais de persistência do descompasso entre o ritmo de expansão da demanda e da oferta agregadas, que, em última instância, tenderiam a aumentar o risco para a dinâmica inflacionária. Nesse sentido, a postura da política monetária deveria ser ajustada, haja vista que essa iniciativa contribuiria para a convergência entre os ritmos de expansão da demanda e da oferta. Frente a essa situação, a taxa de juros Selic, em agosto, foi elevada para 10,75% ao ano, sem viés.

Em consequência da estabilização e da correção de desequilíbrios, o processo de amadurecimento do regime de metas encontrava-se em estágio avançado, e isso se refletia favoravelmente na dinâmica da taxa de juros neutra e na potência da política monetária. Evidências a esse respeito eram oferecidas, dentre outras, pelo cumprimento das metas para a inflação nos últimos seis anos, ao mesmo tempo em que as taxas reais de juros recuavam. Progressos na estrutura dos mercados financeiros, redução do prêmio de risco cambial e do inflacionário, dentre outros, pareciam ter determinado redução significativa da taxa de juros neutra. Também contribuiu para isso a geração de superávits primários consistentes com a manutenção de tendência decrescente para a relação entre dívida pública e PIB. Em outra perspectiva, alguns desses desenvolvimentos, combinados a outros, como o alargamento de prazo dos contratos, também sugeriam que o poder da política monetária no Brasil vinha aumentando ao longo dos últimos anos. Apesar de reconhecer que um elevado grau de incerteza envolvia o dimensionamento de variáveis não observáveis, o Copom considerou que as estimativas mais pessimistas sobre o nível, naquele momento, da taxa de juro real neutra tendiam, com probabilidade significativa, a não encontrar amparo nos fundamentos. O Comitê também ponderou que havia evidências de que a tração da política monetária tinha aumentado no passado recente e, comparativamente ao que se observava há alguns anos, atualmente pressões inflacionárias eram contidas com mais eficiência por meio de ações de política monetária.

Em suma, o Comitê chegou à conclusão de que, desde o meio do ano, se haviam reduzido os riscos para a concretização de um cenário inflacionário benigno, no qual a inflação seguiria consistente com a trajetória de metas, o que, em parte, se deveu à reversão de parcela substancial dos estímulos introduzidos durante a crise financeira internacional de 2008-09 e, de modo especial, ao ajuste da taxa Selic, implementado desde abril. Também contribuiu para isso o fato de que, nesse mesmo período, se elevou a probabilidade de desaceleração, e até mesmo de reversão, do já lento processo de

recuperação das economias do G3 (Estados Unidos, Zona do Euro e Japão). Por conseguinte, a influência do cenário internacional sobre o comportamento da inflação doméstica revelava viés desinflacionário. Diante disso, o Copom decidiu, em setembro, por unanimidade, manter a taxa Selic em 10,75% ao ano, sem viés, pois avaliou que, naquele momento, a manutenção da taxa de juros básica no nível estabelecido em sua reunião de julho proporcionava condições adequadas para assegurar a convergência da inflação para a trajetória de metas.

Com a proximidade do fim do ano, o cenário de curto prazo passou a ser negativamente influenciado pela dinâmica dos preços de alimentos, e que, em parte, repercutia choques de oferta. Apesar da dificuldade de se identificar a natureza desses choques, bem como suas intensidade, duração e possibilidade de reversão, a política monetária deveria atuar no sentido de impedir sua propagação, os chamados efeitos de segunda ordem.

O fato de que a contribuição dos alimentos para a inflação plena tivesse sido elevada, comparativamente ao padrão histórico, sugeria estar em curso a materialização de riscos de curto prazo que haviam sido identificados e levados em conta no balanço dos riscos avaliados na reunião de setembro. Ainda assim, na reunião de outubro prevalecia o entendimento de que a convergência da inflação para o valor central da meta tenderia a se concretizar. Para tanto, o Comitê amparava-se nas considerações pertinentes de que a política monetária atuava com defasagem sobre a atividade econômica e sobre a inflação e de que os efeitos do processo de ajuste da taxa básica de juros iniciado em abril de 2010 ainda não se faziam sentir integralmente. Portanto, o Copom, avaliando esse cenário, decidiu, por unanimidade, manter, na reunião de outubro, a taxa Selic em 10,75% ao ano, sem viés.

No final do ano, o Comitê reafirmou que a inflação vinha sendo forte e negativamente influenciada pela dinâmica dos preços de alimentos, que, em parte, repercutiam choques de oferta domésticos e externos. Esses desenvolvimentos tendiam a ser transmitidos ao cenário prospectivo, dentre outros mecanismos, via inércia, como, de resto, apontavam as projeções de inflação com as quais o Banco Central trabalhava. Também salientava a persistência do descompasso entre as taxas de crescimento da oferta e da demanda. Nesse contexto, o Copom identificou riscos para a concretização de um cenário em que a inflação convergiria tempestivamente para o valor central da meta. Esse cenário também incorporava moderação no ritmo de expansão do crédito. Especificamente neste último caso, houve substancial aumento na probabilidade de

concretização dessa hipótese, haja vista a introdução, em 03 de dezembro, de iniciativas macroprudenciais, com o objetivo de reduzir a liquidez e inibir a expansão do crédito. Essas medidas constituíram-se da elevação do requerimento de capital para empréstimos de longo prazo concedidos às pessoas físicas, que passou de 100% para 150%. No caso do crédito direto ao consumidor (CDC), a nova exigência passava a valer para contratos acima de 24 meses. Para o crédito consignado, o limite era de 36 meses. No financiamento de veículos, incluindo o *leasing*, a alíquota dependeria do prazo e do percentual pago à vista. Por sua vez, os Depósitos a Prazo com Garantia Especial (DPGE) deveriam ser extintos gradualmente. Pela norma, a cada ano, o volume a ser captado seria reduzido em 20%, até 2016, sendo que, a partir daí, acabariam. A garantia normal do Fundo Garantidor De Crédito (FGC) passaria de R\$ 60.000 para R\$ 70.000. O Bacen decidiu, ainda, aumentar a alíquota do depósito compulsório para os depósitos à vista e a prazo. Por fim, o limite máximo de dedução das compras de carteiras de crédito e dos depósitos interfinanceiros foi reajustado, passando de 45% para 36% da exigibilidade de recolhimento do compulsório sobre depósitos a prazo.

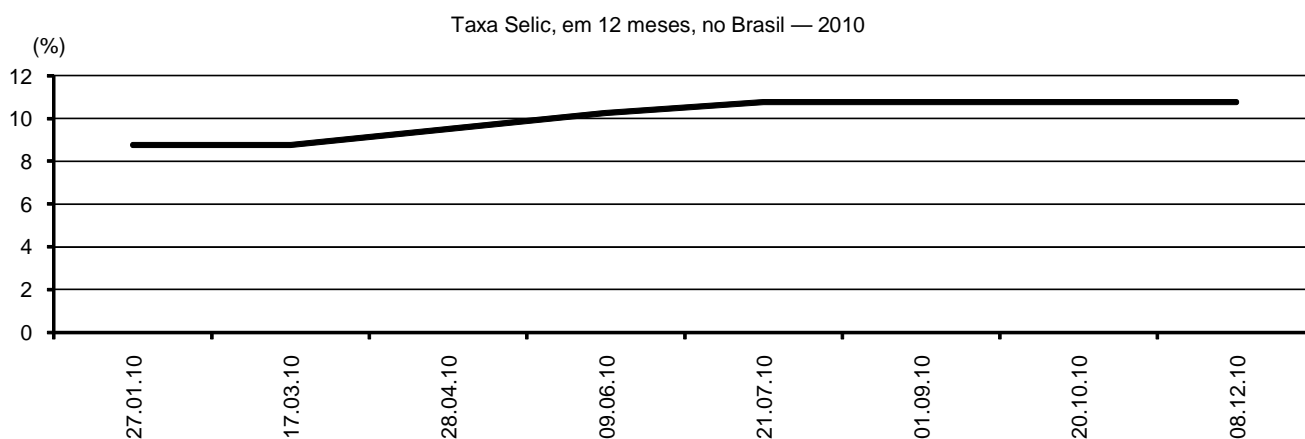
O que deve ser ressaltado, todavia, é que há certa equivalência entre ações macroprudenciais e ações convencionais de política monetária (via taxa de juros) e que a importância desse vínculo tende a crescer com o aprofundamento do mercado de crédito, fenômeno esse observado no Brasil, nos últimos anos. Entretanto, não há respaldo para que esses dois conjuntos de instrumentos sejam vistos como substitutos perfeitos, pois divergem, dentre outros aspectos, no alcance e nos mecanismos de transmissão. As ações macroprudenciais anunciadas inserem-se em um processo abrangente, que inclui, entre seus objetivos, a reversão de estímulos introduzidos para contrabalançar os efeitos sobre a economia brasileira da crise de 2008-09. Junto a outras medidas, constituem sequência de iniciativas que visam adequar as condições financeiras domésticas ao ambiente pós-crise, caracterizado por intenso contraste entre os cenários prospectivos para os principais blocos econômicos. A esse respeito, ao compartilhar a visão de que a atitude dos bancos em relação à tomada de riscos é um dos canais de transmissão da política monetária, o Copom entendeu que, a depender das circunstâncias, ações macroprudenciais podiam preceder ações convencionais de política monetária.

Face a essa conclusão, após avaliar a conjuntura macroeconômica e as perspectivas para a inflação, a autoridade monetária decidiu, por unanimidade, manter, em dezembro, a taxa Selic em 10,75% ao ano, sem viés,

pois prevaleceu o entendimento, entre os membros do Comitê, de que seria necessário tempo adicional para melhor aferir os efeitos dessas iniciativas sobre as condições monetárias. Portanto, a melhor decisão seria

a de acompanhar atentamente a evolução do cenário macroeconômico, até sua próxima reunião, que será em janeiro de 2011, para, então, definir os próximos passos.

Gráfico 2



FONTE: Bacen.

3 A expansão do crédito direcionado e a taxa de juros neutra

3.1 A expansão do crédito direcionado

O crédito total da economia brasileira cresceu 20,3% nos 12 meses terminados em outubro de 2010, passando, assim, a representar 47,2% do PIB, ante 45,5% em julho e 44,6% em igual período do ano anterior. O crédito direcionado aumentou 30% no mesmo período, registrando, em outubro, 16,3% do PIB. As operações do chamado crédito livre, que inclui capital de giro para empresas e crédito pessoal para pessoas físicas, aumentaram 15,7%, também em 12 meses, até outubro de 2010, representando, na ocasião, 31% do PIB.

Um exame mais detalhado do crédito revela, porém, que a vigorosa expansão das operações era puxada por algumas linhas pouco ou nada influenciadas pela política monetária — as chamadas linhas de crédito direcionadas —, como os empréstimos do Banco Nacional de

Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) para empresas e o crédito imobiliário.

Esses empréstimos, que representam a maior parte do crédito direcionado, cresceram 10,9% em 12 meses, até outubro de 2010. Já os financiamentos habitacionais, no mesmo período, aumentaram 51,1%. Lastreados com recursos do Tesouro ou com fundos privilegiados, como o Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS) e o Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT), tanto os financiamentos do BNDES quanto os habitacionais são linhas que cobram juros inferiores à média do mercado e oferecem os prazos mais longos.

No período recente, dois elementos importantes podem ter alterado a relevância do mercado de crédito como mecanismo de transmissão da política monetária: o primeiro é a evolução dos volumes de empréstimos na economia brasileira, nos últimos anos. É de se esperar que a importância do canal de crédito seja maior, à medida que avance o processo de aprofundamento financeiro da economia. Ou seja, uma mesma variação na taxa Selic deveria resultar em uma contração maior do crédito, conforme o mercado se desenvolvesse; o segundo elemento importante são as operações de crédito direcionado, em geral, e as do BNDES, em particular. Como parte da política anticíclica engendrada pelo

Governo em resposta à crise financeira mundial, os empréstimos do BNDES alcançaram proporções significativas no período recente. Segundo o Banco Central, os saldos das operações de crédito do BNDES saltaram de 6,1% do PIB em meados de 2008 para 9,0% em dezembro de 2009 e para 16,3% em outubro de 2010.

As operações do BNDES têm dois impactos importantes sobre o mercado de crédito. Em primeiro lugar, atuam como operações substitutas às realizadas pelos bancos comerciais. O segundo possível impacto da atuação do BNDES diz respeito ao enfraquecimento do canal de crédito na presença das operações de financiamento dessa instituição. Se ocorrer o deslocamento das operações de crédito do segmento livre para as linhas do BNDES, então a contração monetária deve ser mais forte, para que se tenha o mesmo impacto sobre a economia também pelo canal de crédito, pois ela estaria atuando sobre uma menor parcela de empréstimos com recursos livres. Isso se dá porque as operações do BNDES não são feitas a taxas de mercado e, portanto, não são afetadas pela política monetária.

Assim, enquanto o aprofundamento do mercado de crédito no segmento livre observado nos últimos anos aumenta a importância daquele canal como mecanismo de transmissão da política monetária, a expansão das operações do BNDES atua no sentido oposto.

3.2 A taxa de juros neutra

No processo de formulação e de implementação da política monetária em 2010, assumiu papel relevante a taxa de juros real de equilíbrio da economia (neste texto, os termos “taxa de juro real de equilíbrio” e “taxa de juro neutra” são utilizados indistintamente), definida como a taxa de juros consistente com o produto no seu nível potencial e taxa de inflação estável. Quando a taxa de juros real está acima do nível de equilíbrio, a política monetária é contracionista e, portanto, reduz a demanda agregada e a inflação. Por outro lado, quando a taxa de juros real está abaixo do nível de equilíbrio, a política monetária é expansionista, o que produz efeito inverso sobre a demanda e sobre a inflação. Assim como outras taxas de juros de uma economia, a taxa de equilíbrio varia com o tempo. Reduções da taxa neutra podem ser um reflexo, dentre outros, de maior estabilidade econômica; de aumento da credibilidade do Banco Central e do Governo; e de maior desenvolvimento do sistema financeiro.

Em parte, por ser uma variável não observável, há grande incerteza na estimação da taxa real de juros de

equilíbrio. Não surpreende, no entanto, que, para tal, a literatura apresente e empregue diversas metodologias. Utilizando algumas delas (principalmente modelos estruturais de pequeno porte), o Banco Central do Brasil concluiu, com probabilidade significativa, que houve uma redução da taxa de juros de equilíbrio ao longo dos últimos anos. Essa percepção também encontra suporte, dentre outros fatores, no processo de amadurecimento do regime de metas para a inflação e na estabilização da economia brasileira, que, de certo modo, determinaram recuo significativo no prêmio de risco inflacionário. Em outra frente, alguns fatos recentes reduziram, de forma importante, o prêmio de risco de *default* soberano e o cambial, como, por exemplo: (a) o pagamento da dívida com o Fundo Monetário Internacional (FMI) ao final de 2005; (b) a mudança do balanço externo do setor público, de devedor para credor externo líquido, em 2007; e (c) a obtenção do grau de investimento em 2008. Também pode ser associado à redução do risco de *default* soberano — por conseguinte, da economia como um todo — a geração de superávits primários compatíveis com uma trajetória declinante da dívida pública.

Em resumo, estimativas da taxa de juros real de equilíbrio são fundamentais para a formulação e para a implementação da política monetária, o que adiciona mais dificuldade à avaliação do processo de transmissão das ações dessa política para os preços. Isto porque se trata de variável não diretamente observada, pois há elevado grau de incerteza em sua mensuração. Isto é, pode-se chegar a valores distintos em função do modelo empregado, da técnica de estimação adotada e da amostra utilizada.

O Banco Central, embora estime a taxa neutra de juros, não se baseia nela para definir a Selic. Quando chama atenção para o tema, tem dois propósitos: justificar suas decisões recentes, que, em alguma medida, estão sendo questionadas por setores do mercado; e, afirmar que esses setores não estão concordando com suas decisões, já que ainda não perceberam que a taxa neutra diminuiu. Quando inclui a taxa neutra no debate, o intuito do Bacen é fazer o mercado convergir para suas próprias expectativas.

4 Considerações finais

Para 2011, ainda não se tem um quadro bem definido quanto à perspectiva da inflação, pois se deve considerar que, no âmbito interno, os efeitos remanescentes do ajuste na taxa Selic, ao longo de 2010, ainda não foram inteiramente incorporados à dinâmica dos preços.

Adicionalmente, medidas macroprudenciais anunciadas no início de dezembro do ano passado (ver seção 2) — um instrumento rápido e potente para conter pressões localizadas de demanda — ainda terão seus efeitos incorporados à dinâmica dos preços. Em que pese esses recentes desdobramentos, o Copom observou a materialização de riscos de alta da inflação no curto prazo. Embora as incertezas que cercam o cenário global, e, em menor escala, o doméstico, não permitam identificar com clareza o grau de perenidade das pressões recentes, o balanço de risco atual mostra-se bem menos favorável à concretização de um cenário benigno, no qual a inflação seguiria consistente com a trajetória de metas.

Na realidade, o Copom entende que há resistências importantes à queda da inflação no Brasil. Existem mecanismos regulares e quase automáticos de reajuste, de *jure* e/ou de *facto*, que contribuem para prolongar, no tempo, pressões inflacionárias observadas no passado. Como se sabe, mecanismos de indexação de preços, mesmo que informais, reduzem a sensibilidade da inflação às flutuações da demanda. De modo geral, ao conter o processo de desinflação da economia, os mecanismos de indexação contribuem para elevar o “ponto de partida” da taxa de inflação em ciclos de recuperação econômica, e, assim, potencializam os riscos para o cenário inflacionário prospectivo.

Outra fonte de preocupação está no comportamento das expectativas de inflação, as quais têm apresentado dinâmica desfavorável nos últimos meses de 2010. Especificamente, o risco está associado à possibilidade de que esse movimento de alta dos preços influencie ainda mais as expectativas de inflação, tornando, desse modo, essa dinâmica mais persistente.

Referências

BANCO CENTRAL DO BRASIL — BACEN. Comitê Política Monetária. **Atas das reuniões 148, 149, 150, 151, 152, 153, 154 e 155 do COPOM**. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?COPOM>>. Acesso em: 10 dez. 2010.

BANCO CENTRAL DO BRASIL — BACEN. **Relatório de inflação**. Brasília: BACEN, dez. 2010. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br>>. Acesso em: 24 jan. 2010.

CARTA DE CONJUNTURA. Brasília: IPEA, set., 2010. Disponível em: <<http://www.ipea.gov.br>>. Acesso em: nov. 2010.