

NOTA TÉCNICA

REVERSÃO PREVENTIVA NA POLÍTICA MONETÁRIA

**Salvador Werneck Vianna
André de Melo Modenesi
Miguel Bruno**

Rio de Janeiro, abril de 2008

NOTA TÉCNICA

REVERSÃO PREVENTIVA NA POLÍTICA MONETÁRIA

Salvador Werneck Vianna*
André de Melo Modenesi**
Miguel Bruno***

Rio de Janeiro, abril de 2008

* Coordenador do Grupo de Regimes Monetário e Cambial da Diretoria de Estudos Macroeconômicos (Dimac) do Ipea.

** Pesquisador do Grupo de Regimes Monetário e Cambial da Dimac e professor do Ibmecc.

*** Coordenador do Grupo de Análise e Previsões da Dimac.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	7
OS ARGUMENTOS DO BCB	7
EVIDÊNCIAS CONTRÁRIAS AO AJUSTE PREVENTIVO	9
CONCLUSÕES	14

1 INTRODUÇÃO

A aceleração do crescimento econômico no Brasil, evidenciada pelo resultado do PIB de 2007 – expansão de 5,4%, segundo os dados preliminares das Contas Nacionais do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) – e pelas projeções para 2008 – 4,8%, segundo o Banco Central (BCB), podendo chegar a 5,2%, conforme a última Carta de Conjuntura do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (Ipea) –, desencadeou um debate acerca da sustentabilidade desse processo.

O BCB identifica o surgimento de tensões inflacionárias, decorrentes de: *a*) um possível descompasso entre o ritmo de expansão da demanda doméstica e da oferta; *b*) choques de custos derivados da inflação global dos itens de energia (com destaque para o barril de petróleo, há algum tempo acima de US\$ 100) e demais *commodities* (notadamente metálicas e alimentos); e *c*) reestruturação no mercado de trabalho – devido a uma redução da população economicamente ativa (PEA) – que, somada ao dinamismo da economia, poderia desencadear pressões por aumentos reais de salário acima dos ganhos de produtividade.

Ressaltando que a existência de defasagens na condução da política monetária exige um comportamento prospectivo quanto à evolução da inflação, o BCB considera necessária a realização de um movimento *preventivo* de alta da taxa básica de juros, a Selic. Agindo assim, a autoridade monetária estaria não apenas garantindo a sustentabilidade do crescimento econômico, mas, principalmente, minimizando o custo do combate à inflação. Em suma, um banco central *prevenido* (isto é, que se antecipa às pressões inflacionárias), reduz os custos da política antiinflacionária: os juros subiram relativamente menos e por período de tempo menor.

A presente Nota Técnica tem por objetivo contribuir para esse debate, apresentando evidências que contrariam tanto o suposto excesso de demanda, quanto a alegada incapacidade de a oferta responder ao crescimento da procura. Na verdade, como se pretende demonstrar, uma contração monetária representaria um forte impacto negativo nas expectativas empresariais, reduzindo a sustentabilidade do atual ciclo de crescimento. Ainda que uma elevação da Selic não interrompa os investimentos já em curso, ela certamente inibiria novos investimentos. E aí sim, num cenário de retração dos investimentos, a expansão da demanda poderia comprometer a estabilidade dos preços.

A seção 2, a seguir, sistematiza resumidamente os argumentos do BCB em defesa de um novo ciclo de elevação da Selic; na seção 3 apresentam-se evidências empíricas que contrariam tais argumentos; e a seção final reúne as conclusões derivadas desse conjunto de evidências, apontando para o fato de que, na atual conjuntura, a adoção de uma política monetária contracionista seria, no mínimo, precipitada.

2 OS ARGUMENTOS DO BCB

Em meio às incertezas e às tensões decorrentes dos desdobramentos da crise financeira que abala as principais economias desenvolvidas, o BCB, em seu último Relatório de Inflação, publicado em março, reconhece “a importância que a demanda interna vem tendo como principal elemento propulsor da atividade econômica nos últimos anos”, no sentido de que esta, “ao ampliar a resistência da economia [brasileira] a desenvolvimentos externos, cria ambiente favorável à expansão dos investimentos, mesmo em cenário de desaceleração moderada no crescimento de economias maduras”.

No entanto, na mesma publicação, o BCB adverte para “o persistente descompasso entre o ritmo de expansão da demanda doméstica e da oferta”, que representaria “risco relevante para o panorama inflacionário”. Esta advertência, diga-se, já havia sido feita em janeiro, quando o Comitê de Política Monetária (Copom), na ata de sua 132ª reunião, se referia ao fato de que “o aquecimento da demanda e do mercado de fatores, bem como a possibilidade do surgimento de restrições de oferta setoriais, podem ensejar aumento no repasse de pressões sobre preços no atacado para os preços ao consumidor”.

O aquecimento da demanda, na ótica do BCB, estaria associado a quatro fatores: a expansão do emprego; o crescimento do crédito; os efeitos remanescentes da flexibilização monetária; e os impulsos fiscais. Mantido o movimento desses fatores, em particular dos dois primeiros, avalia o BCB que “a expansão da demanda tende a ganhar cada vez mais importância no balanço de riscos para a dinâmica inflacionária”. O relatório enfatiza, em relação ao mercado de trabalho, o aumento de 3,2% do rendimento médio real verificado em 2007, que, acompanhado do incremento de 3,0% no emprego, produziu expansão de 6,6% na massa salarial real naquele ano. O forte crescimento do crédito do sistema financeiro às pessoas físicas em 2007 (33,5%), e a expectativa de manutenção desse ritmo, ainda que a taxas mais moderadas, também são vistos como fatores a adicionar mais combustível para um aquecimento excessivo da demanda.

Essa preocupação pode ser encontrada na ata da última reunião do Copom (a 133ª, realizada em março), em que se avaliava que o crescimento do crédito e a expansão da massa salarial real (somados aos impulsos fiscais e aos efeitos remanescentes dos cortes de juros) impactariam uma demanda já aquecida. Além disso, haveria que se considerar as defasagens de uma inflexão na política monetária, cujos efeitos só começariam a se fazer sentir a partir do segundo semestre de 2008.

Em relação à oferta agregada, embora avaliando positivamente sua expansão em 2007 (destacando o crescimento homogêneo entre os setores), o relatório via com preocupação os elevados índices de utilização da capacidade instalada e a elevação dos custos de produção associados ao setor de construção civil. No que respeita a este último ponto, o BCB levantava a “preocupação quanto ao surgimento de possíveis restrições nesse setor, que, dada sua estrutura de produção, dificilmente seriam aliviadas por meio de importações de insumos”.

Outro fator de pressão de custos levantado pelo Relatório de Inflação é a desaceleração do crescimento da PEA, decorrente da elevação do ritmo da atividade econômica e da expansão do emprego. Observa o BCB que a taxa média de desemprego recuou de 9,8% em 2006, para 8,7% em 2007, fenômeno também observado na evolução trimestral da variável, e que vem sendo observado nos primeiros meses de 2008, descontados os efeitos sazonais. Assim, dado “o forte dinamismo da demanda por mão-de-obra, mantidas as tendências para a PEA, as taxas de desemprego devem manter trajetória declinante ao longo dos próximos trimestres, o que poderia ensejar a emergência de pressões por elevações salariais mais expressivas”.

Esse quadro, associado à “continuidade da elevação das expectativas [do BCB] de inflação”, explicitada na ata da reunião de março do Copom, traria riscos relevantes “para a concretização de um cenário inflacionário benigno”. Mais ainda, no caso do surgimento de um cenário de divergência entre a inflação projetada e a trajetória das metas, advertia o Copom que estaria “pronto para adotar uma postura de política monetária diferente”, baseada num “ajuste” da taxa básica de juros.

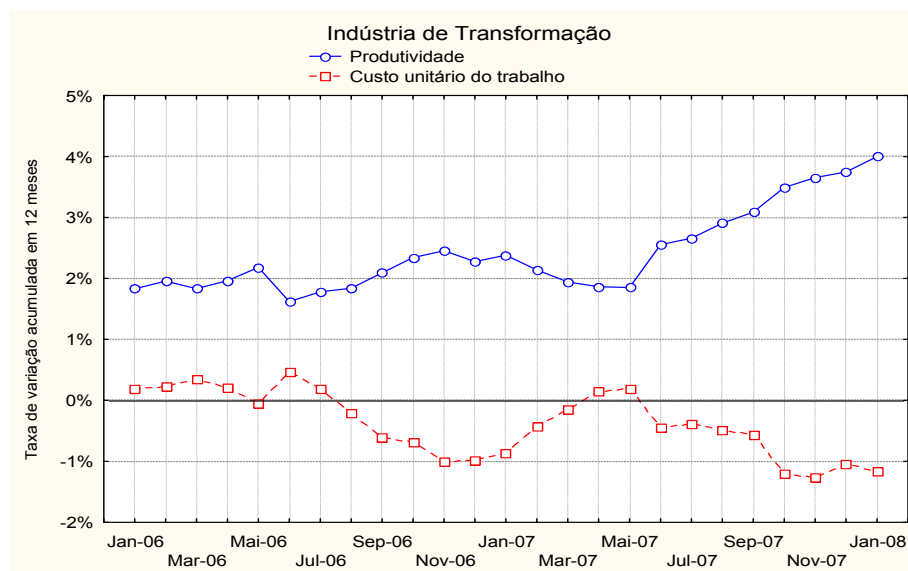
Em suma, o BCB indicou claramente que irá realizar uma alta preventiva da Selic, sob a justificativa de que, agindo assim, estaria minimizando os custos da estabilidade de preços. O BCB, por meio de seu diretor de política econômica, Mário Mesquita, praticamente anunciou a decisão da próxima reunião do Copom, ponderando que “O banco central que espera a inflação divergir muito da meta para atuar tende a atuar de forma muito mais intensa e por muito mais tempo”.¹

3 EVIDÊNCIAS CONTRÁRIAS AO AJUSTE PREVENTIVO

O custo unitário do trabalho (CUT) é medido pela razão entre o rendimento médio real por trabalhador ocupado e a produtividade. O gráfico 1 mostra que a partir de junho de 2007, a indústria de transformação vem obtendo ganhos substanciais de produtividade, com crescimento acumulado em 12 meses da ordem de 4,5%, para o mês de janeiro. Concomitantemente, observa-se queda do custo unitário do trabalho de 1,2%.

GRÁFICO 1

Ganhos de produtividade e custo unitário do trabalho na indústria de transformação (2006-2008)



Fonte: Grupo de Análise e Previsões (GAP)/Diretoria de Estudos Macroeconômicos (Dimac)/Ipea.

Cabe notar que o diferencial entre produtividade e custo do trabalho tem relevantes implicações micro e macroeconômicas: *a*) expressa a recuperação da competitividade da indústria; *b*) sinaliza a sustentabilidade da atual expansão econômica, pois a queda do CUT inibe as pressões inflacionárias, compensando eventuais aumentos nos outros custos de produção; *c*) como os salários são o principal determinante do consumo das famílias (no Brasil a massa salarial representa cerca de 80% da demanda de consumo), sua estabilidade (ou queda) é fator de contenção da demanda interna. Atualmente, observa-se queda da participação dos salários na indústria, precisamente porque o crescimento do salário médio real nesse setor tem permanecido aquém do crescimento da produtividade.

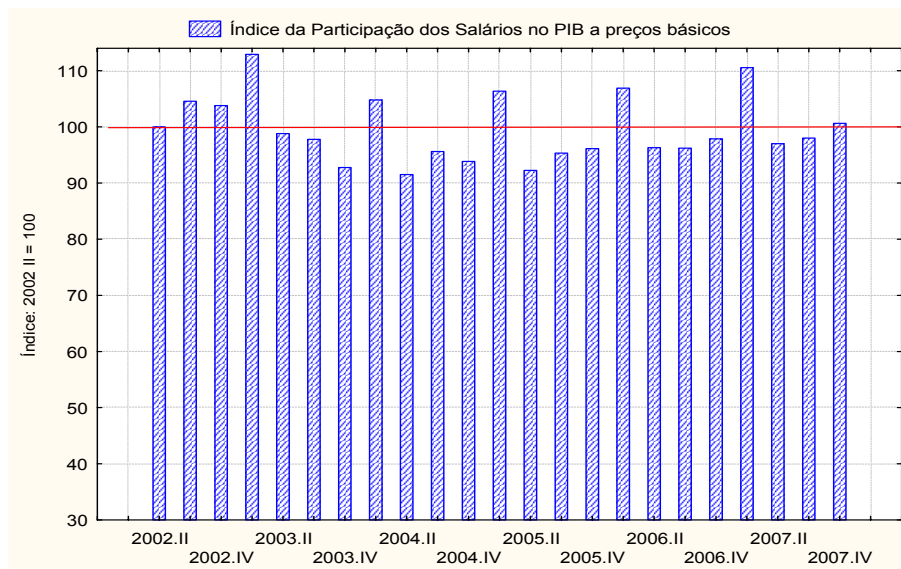
Reforçando essas conclusões, no gráfico 2 observa-se estabilidade da massa salarial como proporção do PIB, entre o segundo trimestre de 2002 e o quarto trimestre de 2007, nas seis regiões metropolitanas (RMs) pesquisadas pela nova Pesquisa Mensal de Emprego (PME) do

1. *Folha de S. Paulo*, 28/03/2008.

IBGE. Dada a queda da parcela salarial no setor industrial, para que se observasse expansão, e não estabilidade, da parcela salarial no nível da economia nacional, seria preciso que a massa salarial apresentasse forte crescimento nas regiões não pesquisadas pela PME. Não há razões para crer que seja esse o caso.

GRÁFICO 2

Parcela salarial no PIB: preços básicos (2002-2007)



Fonte: Nova PME/IBGE.

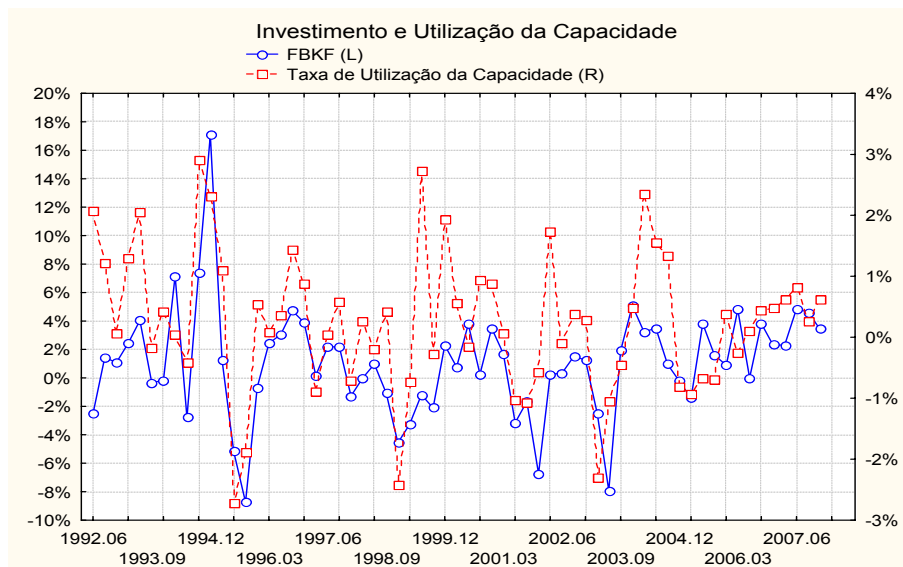
O quadro acima traçado reforça a convicção de que a demanda interna não está excessivamente aquecida. O que se verifica é um crescimento saudável, compatível com uma trajetória sustentável de crescimento econômico.

O gráfico 3 mostra a forte correlação positiva entre as variações na taxa de utilização da capacidade produtiva instalada e as variações do fluxo de investimento – a formação bruta de capital fixo (FBCF). Os aumentos na taxa de utilização são geralmente acompanhados por expansão da FBCF, já que a primeira variável é um importante determinante de curto prazo das expectativas de investimento produtivo.

No gráfico 4, vê-se claramente que os aumentos na taxa de utilização da capacidade produtiva instalada são geralmente acompanhados por ganhos de produtividade. Isso significa que é problemático o uso dos índices de utilização da capacidade produtiva como critério de sustentabilidade do crescimento. Eles devem ser vistos com cautela, pois se a produtividade cresce proporcionalmente mais que a utilização de capacidade, é possível atender ao crescimento da demanda sem gerar pressões por aumento de preços. Além disso, cabe notar que a tendência da taxa de utilização da capacidade já se encontra em uma trajetória de queda desde o início de 2007.

GRÁFICO 3

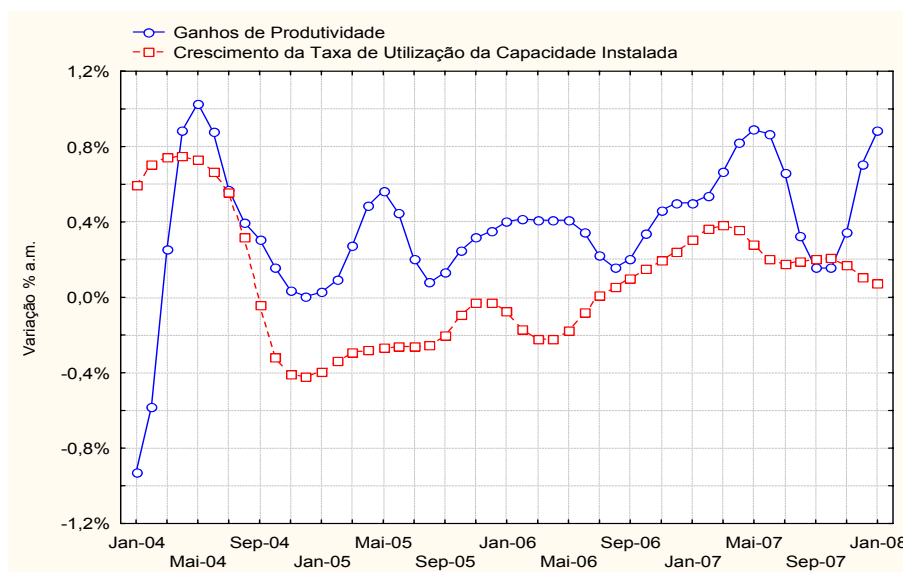
Taxa de variação do investimento e da utilização da capacidade produtiva (1992-2007)



Fonte: Ipeadata.

GRÁFICO 4

Ganhos de produtividade e aumentos da taxa de utilização da capacidade



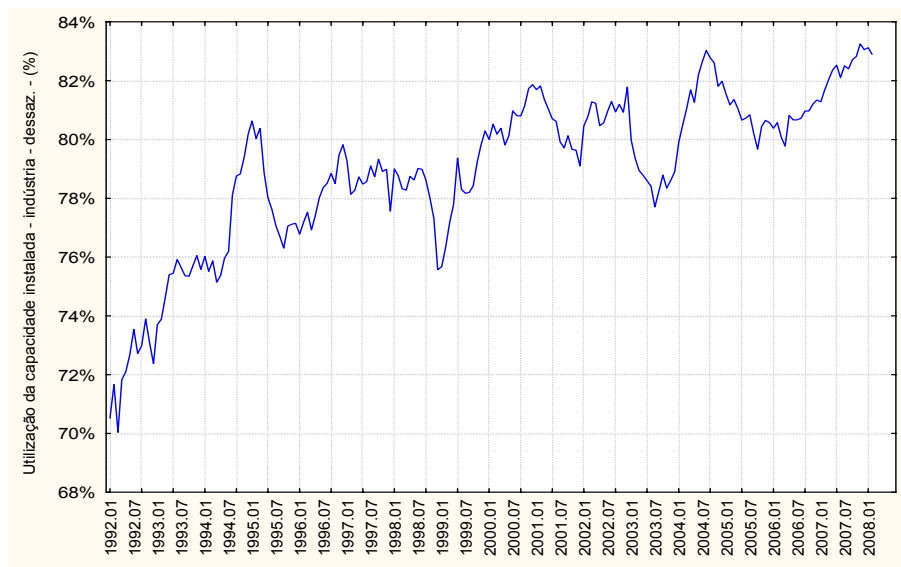
Fontes: Confederação Nacional da Indústria (CNI) e IBGE.

Nota: Foi utilizado o filtro 4253H para se obter o comportamento tendencial.

No gráfico 5, observa-se ligeira redução do nível de utilização da capacidade instalada – em termos tendenciais –, que passou de 83,1% para 82,9%, entre os meses de janeiro e fevereiro de 2008.

GRÁFICO 5

Taxa de utilização da capacidade produtiva instalada (1992-2008)



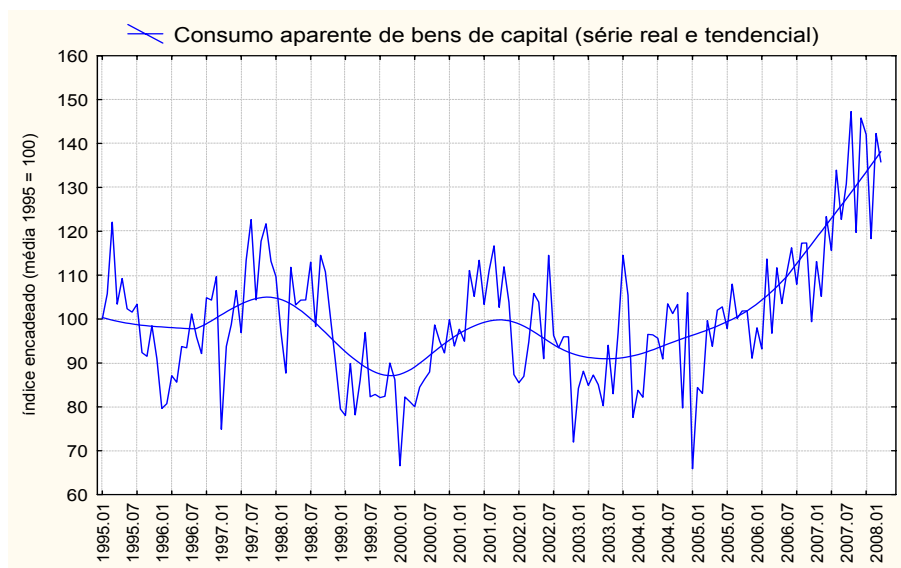
Fonte: CNI.

É importante atentar para o fato de que o quadro atual possui uma diferença estrutural em relação ao de 2004, quando o BCB deu início a um ciclo de nove meses de alta da Selic, totalizando 325 pontos-base. Naquela conjuntura, haviam-se atingido níveis elevados de utilização da capacidade instalada. A diferença crucial é que não se registrava, tal como agora, um crescimento expressivo da taxa de investimento.

Conforme se observa no gráfico 6, o consumo aparente (produção doméstica descontada a exportação e acrescida da importação) de bens de capital, em 2004, encontrava-se 10% acima da

GRÁFICO 6

Consumo aparente de bens de capital (1995-2008)



Fonte: Ipeadata.

média de 1995, com tendência praticamente estacionária. Na atual conjuntura, observa-se que os elevados índices de utilização da capacidade estão associados a taxas expressivas de aceleração do investimento, como se depreende das séries real (quase 40% acima da média de 1995) e tendencial (fortemente ascendente) do consumo aparente de bens de capital. Essa variável mantém firme trajetória de alta, iniciada em meados de 2007.

Deve-se ainda fazer uma observação em relação aos núcleos de inflação do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA). Como mostra a tabela 1, o acumulado dos 12 meses encerrados em março, para todos os núcleos, ainda está abaixo do centro da meta (4,5%).

TABELA 1
IPCA: índice geral e indicadores de núcleo

Mês/Ano	Índice geral	Por exclusão	Médias aparadas	Núcleo Ipea	Média dos núcleos	Núcleo preços livres
Jan. 2006	5,70	5,88	6,71	5,07	5,88	4,89
Fev. 2006	5,51	5,65	6,59	4,57	5,60	4,41
Mar. 2006	5,32	5,76	6,41	4,18	5,45	4,03
Abr. 2006	4,63	5,25	6,10	3,64	4,99	3,21
Mai. 2006	4,23	4,61	5,91	3,09	4,53	2,58
Jun. 2006	4,03	4,07	5,71	2,78	4,18	2,27
Jul. 2006	3,97	3,84	5,55	2,66	4,01	2,17
Ago.20 06	3,84	3,71	5,41	2,70	3,93	2,27
Set. 2006	3,70	3,64	5,20	2,72	3,85	2,35
Out. 2006	3,27	3,56	4,93	2,61	3,70	2,24
Nov. 2006	3,02	3,51	4,68	2,55	3,58	2,20
Dez. 2006	3,14	3,54	4,62	2,51	3,56	2,13
Jan. 2007	2,99	3,08	4,40	2,45	3,31	2,03
Fev. 2007	3,02	2,89	4,14	2,40	3,14	1,96
Mar. 2007	2,96	2,58	3,97	2,44	2,99	2,00
Abr. 2007	3,00	2,66	3,84	2,53	3,01	2,25
Mai. 2007	3,18	3,04	3,66	2,69	3,13	2,45
Jun. 2007	3,69	3,43	3,69	2,91	3,34	2,62
Jul. 2007	3,74	3,36	3,59	2,95	3,30	2,70
Ago. 2007	4,18	3,60	3,76	3,25	3,54	3,03
Set. 2007	4,15	3,62	3,78	3,35	3,58	3,16
Out. 2007	4,12	3,71	3,89	3,52	3,70	3,34
Nov. 2007	4,19	3,86	3,97	3,56	3,79	3,39
Dez. 2007	4,46	4,10	3,99	3,85	3,98	3,75
Jan. 2008	4,56	4,10	3,97	4,11	4,06	4,03
Fev. 2008	4,61	4,27	4,01	4,18	4,15	4,16
Mar. 2008	4,73	4,41	4,11	4,25	4,24	4,25

Fonte: IBGE.

Elaboração: GAP/Ipea.

Em que pese a elevação do índice cheio em março, é preciso enfatizar que a perspectiva é de declínio ao longo do ano nos preços dos alimentos – que vêm pressionando mais fortemente a inflação –, à medida que a safra agrícola comece e continue a ser comercializada. As expectativas de inflação do mercado financeiro (publicada no boletim *Focus*) corroboram a visão de que não há maior desequilíbrio entre oferta e demanda pressionando a inflação.

4 CONCLUSÕES

Não há dúvida de que a existência de defasagens na condução da política monetária torna imperioso um comportamento prospectivo do BCB com relação ao comportamento da inflação. No entanto, o argumento em prol da atual necessidade de se realizar uma alta preventiva da Selic não encontra sustentação nos indicadores conjunturais e estruturais apresentados. Tanto o lado real quanto as expectativas de inflação da economia brasileira desabonam a tese da necessidade de uma reversão na política monetária.

No lado real, o balanço entre oferta e demanda agregada assinala a presença de um equilíbrio dinâmico. Primeiro, o lado da oferta. Os claros sinais de expansão da capacidade produtiva, aliados a um ritmo saudável de expansão da atividade industrial, apontam para a disponibilidade de o setor atender ao crescimento da demanda por meio de expansão da oferta e, não, por elevações dos preços – como teme o BCB.

Somem-se a isso as reiteradas declarações do setor produtivo de que, em função dos investimentos – em curso ou já realizados –, os empresários estão aptos a (e, principalmente, desejosos de) ampliar a produção. Um claro exemplo foi dado pelo presidente da Associação Nacional dos Fabricantes de Veículos Automotores (Anfavea), ao declarar que o setor automotivo tem planos de investimentos da ordem de R\$ 5 bilhões em 2008, ampliando-se a capacidade instalada em 280 mil veículos/ano. A cadeia como um todo pretende realizar investimentos de R\$ 20 bilhões até 2010.

Uma contração monetária seria um tremendo banho de água fria no espírito empresarial, o que pode reduzir drasticamente a sustentabilidade do atual ciclo de crescimento. Ainda que uma elevação da Selic não interrompa os investimentos já em curso, ela certamente inibiria novos investimentos. Aí, sim, a expansão da demanda poderia comprometer a estabilidade dos preços.

Em um momento de possível retomada do crescimento sustentável, como o atual, o efeito dinâmico de uma contração monetária sobre a capacidade produtiva não pode ser desprezado. A demanda está crescendo e, portanto, os investimentos devem ser estimulados, e não o contrário. Temerário seria afunilar o fluxo futuro de produção por meio de uma contração monetária. Há forte correlação positiva entre as variações da taxa de utilização da capacidade produtiva e da FBCF. Ou seja, ao se conter os aumentos do nível de utilização da capacidade produtiva, desestimulam-se os investimentos – que permitiriam corrigir as eventuais restrições de oferta que preocupam o BCB.

Apesar dos elevados níveis de utilização de capacidade, iniciados desde meados de 2007, o CUT vem caindo – acumulando queda de mais de 1%, nos 12 meses encerrados em janeiro. No mesmo período, a produtividade da indústria cresceu 4,5%. Essa melhora expressiva na produtividade viabiliza mais crescimento com menos inflação.

O forte aumento da produção e das importações de bens de capital, somado aos ganhos de produtividade da indústria, indica um incremento do PIB potencial. Esse quadro, por si só, já seria suficiente para questionar a necessidade de uma alta dos juros.

No lado da demanda, também não se enxergam razões para uma atuação preventiva do BCB. A participação dos salários no PIB permanece estável. Isto é, não está em curso um processo de ampliação da fatia do PIB nas mãos dos trabalhadores – o que poderia sinalizar uma pressão maior de demanda.

Com relação às expectativas de inflação, elas continuam ancoradas em torno de 4,5%, ponto central da meta. No boletim *Focus* de 28 de março, as instituições financeiras prevêem um IPCA abaixo do centro da meta, neste ano e no próximo (respectivamente, 4,47% e 4,31%). A expectativa das instituições *top 5* é de 4,51%, para o acumulado em 2008, e de 4,45%, para 2009. Além de ancoradas no centro da meta, as expectativas têm se mantido relativamente estáveis: por exemplo, há quatro semanas as expectativas para 2008 e 2009 eram de, respectivamente, 4,41% e 4,30%. Uma contração monetária nesta situação somente se justificaria caso a banda de flutuação fosse assimétrica para baixo. Mas ela não é.

O Conselho Monetário Nacional (CMN) delega ao BCB o cumprimento não de uma meta pontual, mas de uma definida como intervalo de variação para o IPCA, de +/- 2 pontos percentuais (p.p.). Perseguindo uma inflação abaixo do centro da meta, o BCB estaria violando um preceito básico do regime de metas de inflação: a autoridade monetária tem independência de instrumentos, mas não de objetivos. Isto é, o BCB tem liberdade para definir o patamar da Selic que é compatível com uma meta, que não cabe somente a ele definir, senão a um colegiado – o CMN – formado por seu presidente e pelos ministros da Fazenda e do Planejamento.

Trata-se de perigosa distorção do mandato do BCB. Isso compromete ainda mais a já precária coordenação da política econômica, cindida entre o conservadorismo agressivo do BCB e os tímidos anseios desenvolvimentistas da Fazenda.

Além disso, cabe destacar que os cortes de juros (de 3 p.p.) já feitos pelo Federal Reserve (Fed) ampliam o potencial de valorização do real frente ao dólar, resultante do aumento do *spread soberano*. Se a Selic subir ainda mais, esse diferencial se ampliará, anulando o efeito do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) sobre as entradas de capitais de curto prazo. Aí, sim, o dólar vai derreter, sepultando de vez a ilusão da eliminação da vulnerabilidade externa da economia brasileira.

Esse quadro esboçado, somado às incertezas quanto ao desfecho da crise das hipotecas de alto risco nos Estados Unidos, impõe a necessidade de cautela na condução da política monetária. Neste momento, o mais prudente seria manter a Selic. Sua elevação implica a imposição de um desnecessário viés deflacionário à economia brasileira, além de elevar, também desnecessariamente, o custo de uso do capital produtivo. Não parece apropriado mirar o limite inferior da meta de inflação.