



Macroeconomia

Estratégia da política monetária

Rogério Mori*

DESDE O fim do ano passado, o Banco Central (Bacen) tem promovido um conjunto de ações com o intuito de desacelerar o ritmo da expansão da demanda agregada brasileira e, com isso, conter as pressões inflacionárias. Nesse contexto, o Bacen mostrou-se relativamente preocupado com a alta da inflação nos últimos tempos, e existem razões para tanto: a variação acumulada nos últimos doze meses terminados em fevereiro do IPCA atingiu a marca dos 6,0%, tornando-se cada vez mais distante do centro da meta estabelecida e gradativamente se aproximando do limite superior de tolerância, de 6,5%. Sem dúvida, as altas dos preços dos alimentos e transportes contribuíram para esse cenário no começo do ano, mas deve ser considerado que desde meados de 2010 a inflação tem mostrado uma trajetória de elevação no País.

Sob essa ótica, ainda que as medidas de aperto monetário e de crédito tenham sido implementadas apenas no fim do ano passado e no começo de 2011, algumas evidências de desaceleração no ritmo da atividade econômica começaram a ser percebidas. A produção industrial brasileira medida pelo IBGE, por exemplo, recuou em novembro e dezembro e ficou praticamente estável em janeiro de 2011. No mesmo sentido, o emprego industrial também tem se mantido relativamente estável nos últimos tempos.

Claramente, esses sinais não são uma resposta imediata e direta ao aperto realizado pelo BC, dado que existe uma defasagem temporal de alguns meses entre a implementação de ações de política



monetária e seus efeitos sobre a atividade econômica e o ritmo da inflação. É mais provável que esses sinais representem o início de uma acomodação da atividade econômica recente.

Sob essa lógica, o ponto central nessa discussão se centra sobre as perspectivas de médio prazo do ritmo da atividade econômica brasileira. Nesse contexto, se os sinais de acomodação permanecerem, é bem provável que o Bacen seja mais breve no processo de elevação da taxa básica de juros e mantenha o grau de aperto monetário relativo condicionado à trajetória da inflação. De maneira alternativa, caso a atividade continue dando indicações de robustez mais adiante e a inflação não caia, é razoável imaginar que o Bacen prosseguirá na elevação dos juros por um período maior.

Dessa forma, dada a importância dessa questão, vale à pena ressaltar que interpretar de forma clara o que está ocorrendo com a atividade econômica não é uma tarefa trivial no caso brasileiro, dado que boa parte dos indicadores é divulgada com uma defasagem considerável, e vários

deles não possuem boa capacidade indicativa no que se refere ao que de fato está ocorrendo no âmbito da atividade econômica. Essa dinâmica tende a ficar ainda mais complexa em momentos de virada do ciclo econômico, quando as indicações apresentadas pelos diferentes indicadores tendem a não apontar no mesmo sentido.

É importante ressaltar que as informações econômicas a serem divulgadas nos próximos meses terão um peso na decisão do Bacen com relação à trajetória da taxa de juros. De forma similar, o Banco Central também ficará atento à velocidade da expansão do crédito.

Nesse contexto, é importante destacar que o crédito no Brasil tem crescido a taxas expressivas desde a crise em fins de 2008. Esse processo tem estimulado fortemente as vendas de bens duráveis, como, por exemplo, veículos e imóveis. Não sem razão, esses setores têm mantido um grau de aquecimento relativo acima da média nos últimos tempos. Sob essa perspectiva, também não devem ser inteiramente descartadas novas medidas nessa área.

Por fim, vale mencionar que o lado fiscal ainda tem dado pouca contribuição ao peso do ajuste da demanda agregada brasileira. O pacote de contenção de gastos anunciado representa pouco em relação ao esforço necessário para conter a velocidade de expansão da demanda agregada de forma compatível, sem pressionar ainda mais a inflação. Em outras palavras, o peso do ajuste continua recaindo quase que inteiramente na política monetária. ■

*Professor da Escola de Economia de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas (FGV/EESP)

