

Macroeconomia

Desafios estratégicos da política monetária

Rogério Mori*

A CONDUÇÃO da política monetária brasileira encontra-se em uma encruzilhada de difícil solução neste momento. De fato, o ciclo de aperto monetário iniciado em 2008 está longe de se encerrar em face do cenário macroeconômico atual. No entanto, vários desafios se impõem neste momento ao Banco Central.

Está mais que claro que o cenário de inflação indica uma continuidade do processo de aumento da meta da taxa básica de juros – Selic – por parte da autoridade monetária. A elevação dos preços, que inicialmente parecia estar mais restrita aos de alimentos e de algumas *commodities*, começou a se difundir de maneira mais ampla para outros segmentos da economia brasileira, e não será surpresa para muitos se a inflação, medida pelo IPCA, ficar acima do limite superior da meta estabelecida para o ano. É importante ressaltar também que a mediana das projeções de inflação das instituições financeiras, que abastecem o sistema de informações do Banco Central, passou a exibir nas últimas semanas um processo de elevação sistemática, não apenas para 2008, mas também para o ano que vem, indicando um potencial efeito negativo da inflação corrente sobre as expectativas de inflação dos agentes. Sob essa perspectiva, o processo de elevação da taxa de juros parece, à primeira vista, mais que adequado.

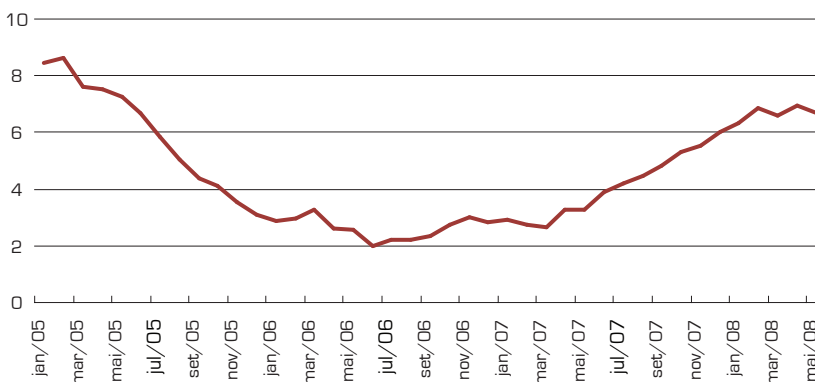
Porém, existem indicações claras de uma desaceleração em curso no ritmo da atividade econômica brasileira. Inversamente ao que poderia indicar uma análise superficial dos dados, a aceleração recente da alta dos preços ocorre em um contexto em que o ritmo da economia começa a exibir sinais de desaquecimento. Dessa

forma, as informações relativas ao Produto Interno Bruto do começo do ano e da produção industrial brasileira indicam uma relativa acomodação no ritmo da atividade econômica (vide gráfico). Esses (e outros indicadores) afastam os temores de sobreaquecimento da economia brasileira neste momento, ainda que alguns setores isoladamente possam estar exi-

Outro ponto importante diz respeito aos efeitos sobre a taxa de câmbio. O aumento do diferencial entre os juros domésticos e os praticados internacionalmente tende a ampliar a atratividade brasileira de recursos externos, o que estimula a apreciação do real ante as demais moedas e amplia as dificuldades de vários setores no que tange à competitividade.

Sob essa perspectiva, o quadro econômico apresentado é de difícil solução para o Banco Central, que, a exemplo de outros bancos centrais ao redor do mundo, enfrenta dificuldade relativa ao quadro de inflação neste momento. Talvez a maior diferença no caso brasileiro resida no fato de que, ao contrário dos EUA, por exemplo, a economia brasileira, apesar de registrar alguma desaceleração, apresenta sinais de vigor.

Produção industrial brasileira (var. %; 12 meses)



Fonte: IBGE

bindo um ritmo de crescimento superior à média dos demais segmentos da economia. Na verdade, uma vez que o principal motor da expansão recente foi dado pelo crédito, é natural que esse processo tenda a exibir sinais de desaceleração, tendo em vista o fato de que o seu crescimento foi muito superior ao da expansão da renda das famílias. Assim, é razoável supor que o ciclo de endividamento das famílias esteja mostrando sinais de esgotamento, o que começa a se refletir sobre o conjunto da economia. Sob essa lógica, a indicação para a política monetária seria de alguma moderação diante do quadro da atividade econômica em curso.

Dados esses elementos, é claro que a política monetária brasileira atua no sentido de tentar evitar uma deterioração do quadro inflacionário, mas poderia ter contribuições adicionais de forma a evitar um peso excessivo dos juros sobre a economia. Sem dúvida, a política fiscal poderia ter um papel mais favorável em um contexto em que a contenção dos gastos do governo abriria espaço em termos de demanda agregada no sentido de evitar uma pressão excessiva da política monetária. ■

* Professor e Coordenador do Centro de Macroeconomia Aplicada (Cemap) da FGV-EESP