

Macroeconomia

Inflação e política monetária

Rogério Mori*

A EVOLUÇÃO recente da inflação brasileira e o cenário de médio prazo foram muito debatidos nos últimos meses, com variadas interpretações e posições sobre a temática.

Desde meados de 2007, o comportamento da inflação brasileira registrou uma mudança de nível em relação aos primeiros meses de 2006. Esse fenômeno pôde ser verificado a partir da evolução dos núcleos de inflação do IPCA, calculado pelo IBGE. As variações do núcleo desse índice se situaram na faixa entre 0,20% e 0,30% no primeiro semestre do ano passado e mudou de nível no segundo semestre do ano, com variações que chegaram a se situar próximo a 0,40% (vide gráfico). Essa mudança também pôde ser percebida nas variações verificadas no índice cheio, que saltou de nível de forma mais consistente a partir de dezembro do ano passado.

O cerne da problemática, no entanto, orienta-se sobre a dinâmica do processo inflacionário em curso, em uma perspectiva que tem impactos diretos sobre o desenho da política monetária. Assim, duas dimensões distintas ficaram patentes ao longo dos últimos meses. De um lado, ficou consolidada a posição de que a alta dos preços no início de 2008 estaria mais associada ao choque adverso originário da elevação dos preços internacionais de petróleo e alimentos. Por conta disso, dado o fato de que o choque tende a ser transitório, a inflação voltaria a convergir para a meta após algum tempo. Sob essa perspectiva, a reação do Banco Central em termos de elevação da taxa de juros deveria ser significativamente moderada (ou eventualmente nula), deven-

do ser orientada de forma a atuar sobre eventuais efeitos de segunda ordem desse choque sobre os demais preços da economia brasileira ou sobre mudanças nas expectativas inflacionárias que sugerissem uma mudança permanente de patamar da inflação.

No entanto, consolidou-se a posição no sentido de evocar os riscos associados a esse choque adverso em um contexto de atividade econômica relativamente aquecida. Sob essa ótica, as preocupações com o ritmo do crescimento econômico brasileiro e os eventuais riscos de pressão de preços por conta de um descompasso entre a velocidade de crescimento da demanda *vis-à-vis* ao da expansão da oferta agregada por si só já justificavam um eventual aperto da política monetária em 2008. O choque adverso de alimentos e petróleo ocorrido nesse ambiente tornaria inevitável o aperto da política monetária, como uma maneira de evitar a formação de um processo inflacionário que consolidasse um patamar mais elevado de inflação e que demandasse maiores esforços mais adiante para trazer de volta a inflação para o centro da meta.

Sem dúvida, o Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central (BC) atuou na questão no âmbito da estratégia da política monetária ao longo de 2008. Seguindo essa lógica, o Copom mostrou-se conservador ao reagir rapidamente com elevações sistemáticas da meta da taxa básica de juros – Selic – ao longo

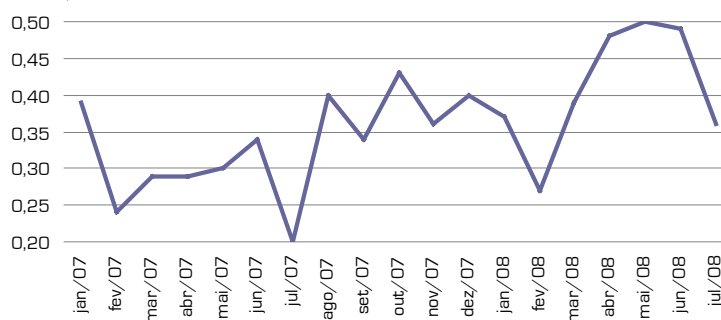
dos últimos meses. As preocupações com o comportamento da inflação e com o ritmo da atividade econômica representaram o pano de fundo das decisões do Comitê em 2008.

Sem dúvida, o comportamento da inflação até recentemente sancionaria a posição da ortodoxia e do aperto da política monetária promovido pelo Copom e representou um elemento chave na sustentação do desenho estratégico da política monetária elaborado pelo BC.

Porém, alguns sinais oriundos do comportamento dos preços na margem começaram a indicar que a inflação estaria começando a baixar. Se, de fato, esse cenário se consolidar, ganha força a concepção de que a alta da inflação seria transitória e o aperto monetário teria sido desnecessário. Em outras palavras, a inflação estaria caindo nesse momento não por conta do aperto monetário, uma vez que a defasagem medida entre o início do ciclo de alta de juros e seu efeito sobre os preços se mostraria incompatível com o ciclo atual.

Esse quadro, caso se confirme, claramente alteraria o desenho estratégico da política monetária para os próximos meses, até mesmo porque a atividade econômica começa a dar sinais de acomodação e de diminuição consistente no ritmo da expansão na margem. ■

Evolução do IPCA *



Fonte: IBGE. * Núcleo médias aparadas com suavização

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