

Taxa de juros: de volta à queda

ROGÉRIO MORI*

O debate sobre a taxa de juros brasileira ganhou novos contornos nos últimos meses, o foco das discussões voltou a se centrar sobre o início do ciclo de afrouxamento da política monetária no segundo semestre de 2005.

Há seis meses, poucos analistas poderiam imaginar que essa discussão ganharia corpo tão rapidamente, uma vez que os indicadores de inflação se mantiveram pressionados durante boa parte do início do ano, ensejando perspectivas de um quadro inflacionário bem pior.

De fato, a variação do Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), divulgado pelo IBGE, acumulou alta de 2,7% nos quatro primeiros meses do ano, indicando uma inflação pressionada para o restante de 2005. Não sem razão, as expectativas de inflação apontaram um quadro em deterioração ao longo dos primeiros meses do ano. As projeções subiram de maneira quase contínua, indicando uma variação superior a 6% para o IPCA no ano, em alguns momentos, bem acima dos 5,1% perseguidos pelo Banco Central (BC) para o ano.

O próprio BC, que iniciou o ciclo de aperto de juros em setembro do ano passado, quando da realização do último aumento da taxa Selic na reunião do Comitê de Política Monetária (Copom) de maio de 2005, esperava manter a taxa de juros elevada por um período suficientemente longo, tal como expresso nas atas das reuniões.

As primeiras discussões sobre a possibilidade de um início iminente de cortes na taxa Selic se iniciaram na segunda quinzena de junho, ganhando força em julho e agosto, com alguns analistas apostando que a primeira redução poderia vir bem antes do que o esperado inicialmente.

A mudança de percepção por parte dos economistas quanto à trajetória da política monetária em 2005 foi fundamentada na súbita e inesperada alteração no quadro inflacionário,

desde junho. Contrariamente às expectativas e projeções, vários índices de preços começaram a registrar patamares inflacionários bem mais baixos que o esperado para o período.

O comportamento do Índice Geral de Preços (IGP), calculado pela Fundação Getúlio Vargas, foi emblemático, com sucessivas deflações nos últimos meses. Grande parte desse movimento foi condicionado pelo comportamento nos preços do atacado, que registraram quedas significativas nos últimos meses. O Índice de Preços no Atacado - DI registrou variações negativas de 0,77% em maio, de 1% em junho, e 0,65% em julho. A maior parte dessas quedas se deveu ao comportamento dos preços agrícolas, que registraram significativas baixas nos últimos meses.

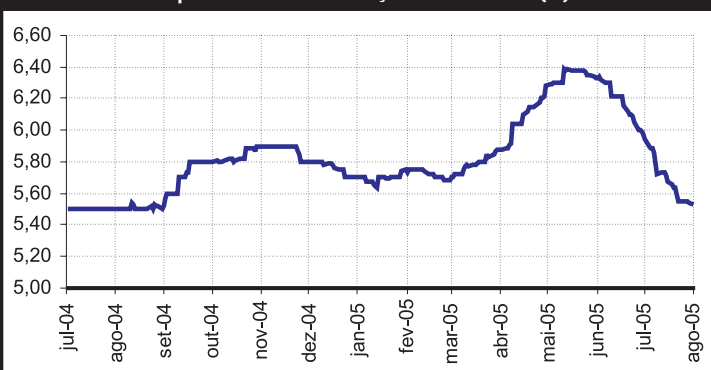
A partir desse quadro, era possível antever um comportamento mais moderado também nos preços ao consumidor, com parte do efeito ocorrido no atacado aparecendo na ponta do varejo. De fato, esse fenômeno ocorreu, e o IPCA, cujas expectativas eram de inflação mais pressionada para o período, registrou variação de -0,02% em junho e de 0,25% em julho, bem abaixo das expectativas de mercado, verificadas há alguns meses.

Ante esse quadro mais favorável de inflação, as expectativas começaram a recuar, aproximando-se cada vez mais dos 5,1% perseguidos pelo BC para 2005. Contribuiu para esse quadro a atividade econômica brasileira em ritmo morno desde o início do ano e o comportamento da cotação da moeda norte-americana, que, apesar das turbulências políticas, se mantém em patamar que não enseja preocu-

pações quanto a possíveis pressões inflacionárias por essa via.

O ponto que mais chama a atenção nesse processo diz respeito ao fato de que a mudança súbita no panorama inflacionário dos últimos meses não foi prevista pelos agentes econômicos, nem mesmo pelo BC. Tal fato reforça as limitações impostas pelas projeções dos analistas e pelo modelo do BC, sugerindo que o aperto promovido da política monetária, levando a taxa Selic ao patamar de 19,75% ao ano, possa ter sido exagerado. Em outras palavras, o aperto recente pode ter posicionado a taxa de juros em um patamar acima do adequado a uma convergência da inflação das metas definidas com custos de crescimento e emprego menores.

Expectativas de inflação - mediana (%)



Fonte: IPCA

Uma alternativa para essa alta potencialmente exagerada por parte do BC teria sido interromper o ciclo de elevações em janeiro ou fevereiro, aguardando maiores desdobramentos do quadro inflacionário. Essa postura menos conservadora teria custos menores do ponto de vista do crescimento econômico em 2005.

Espera-se que, na iminência do início do ciclo de redução da taxa de juros, o BC seja mais sensível ao crescimento econômico, dado o conforto proporcionado pelo cenário de inflação. ■

*Professor e Coordenador do GV-Macro, da FGV/EESP