

A Indústria Brasileira, Expectativas e o Canal de Transmissão de Política Monetária

Julho/2009

Sumário Executivo

- **Objetivos do trabalho:**
 1. Explicar o funcionamento dos canais de transmissão de política monetária;
 2. Fazer uma análise dos dados de atividade econômica e de inflação para mostrar a necessidade da intensificação do ciclo de queda dos juros.
 3. Mostrar que a análise dos canais de transmissão da política monetária corrobora esta necessidade da queda da Taxa Selic.
- **Definição de canal de transmissão monetária:** uma decisão de taxa de juros não gera impactos imediatos sobre o PIB e a taxa de inflação. A ação da autoridade monetária é transmitida de forma gradual e defasada pelos chamados canais de transmissão de política monetária.

A taxa de juros definida pelo Banco Central, interfere em toda a economia até alcançar seu objetivo final: atuar sobre o controle da demanda e, conseqüentemente, da inflação. A decisão de taxa de juros, por parte do Banco Central, não gera impactos imediatos sobre o PIB e a taxa de inflação. A ação da autoridade monetária é transmitida de forma gradual e defasada pelos chamados canais de transmissão de política monetária.

Esta discussão tem ganhado força no Banco Central e parece também estar em linha com o exposto na última ata do Copom referente à reunião dos dias 09 e 10 de junho de 2009¹. Na publicação o Comitê insinua que em sua próxima reunião, nos dias 21 e 22 de julho de 2009, fará apenas um ajuste residual na taxa de juros. O sinal dado pela autoridade monetária na referida ata indica que o ciclo de ajuste da taxa de juros até agora imposto já seria suficiente para colocar a atividade econômica nacional de volta em uma rota de crescimento. O documento inclusive informa que os cortes já efetuados na Selic ainda não foram capazes de produzir todos os seus efeitos por conta, justamente, a defasagem dos canais de transmissão de política monetária. Nas próprias palavras aa Ata: *“Assim sendo, a estratégia adotada pelo Copom visa assegurar que a*

¹ Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/?COPOM143>

inflação retorne à meta central de 4,5%, estabelecida pelo CMN, em 2009, e mantê-la em patamar consistente com a trajetória de metas em 2010. Tal estratégia, que terá seus resultados evidenciados ao longo do tempo, leva em conta as defasagens do mecanismo de transmissão e é a mais indicada para lidar com a incerteza inerente ao processo de formulação e de implementação da política monetária”.

O objetivo deste trabalho é fazer uma análise das condições atuais e prospectivas da economia brasileira para mostrar que, baseados na própria análise do BC sobre os mecanismos de transmissão de política monetária, há embasamento para a continuação do ciclo de baixa da taxa de juros.

Os Canais de Transmissão da Política Monetária

Em seu Relatório de Inflação de junho de 2009², o Banco Central do Brasil abordou o tema dos canais de transmissão de política monetária para mostrar em quanto tempo um ajuste na taxa de juros tem seu efeito máximo na demanda agregada (no PIB) e, posteriormente, na inflação. Segundo o estudo do BC, uma redução da taxa básica de juros (Selic) permite um barateamento dos financiamentos referentes ao consumo e investimento, resultando em elevação da demanda agregada. De acordo com estimativas do próprio BC, o efeito máximo de uma decisão de taxa de juros até o ajuste da demanda agregada seria materializado entre 2 e 3 trimestres.

Em um segundo passo, o crescimento da demanda pode provocar um crescimento nos preços. Contratos com fornecedores e contratos salariais fazem com que o ajuste feito na Selic tenha seu efeito máximo na inflação após 3 ou 4 trimestres.

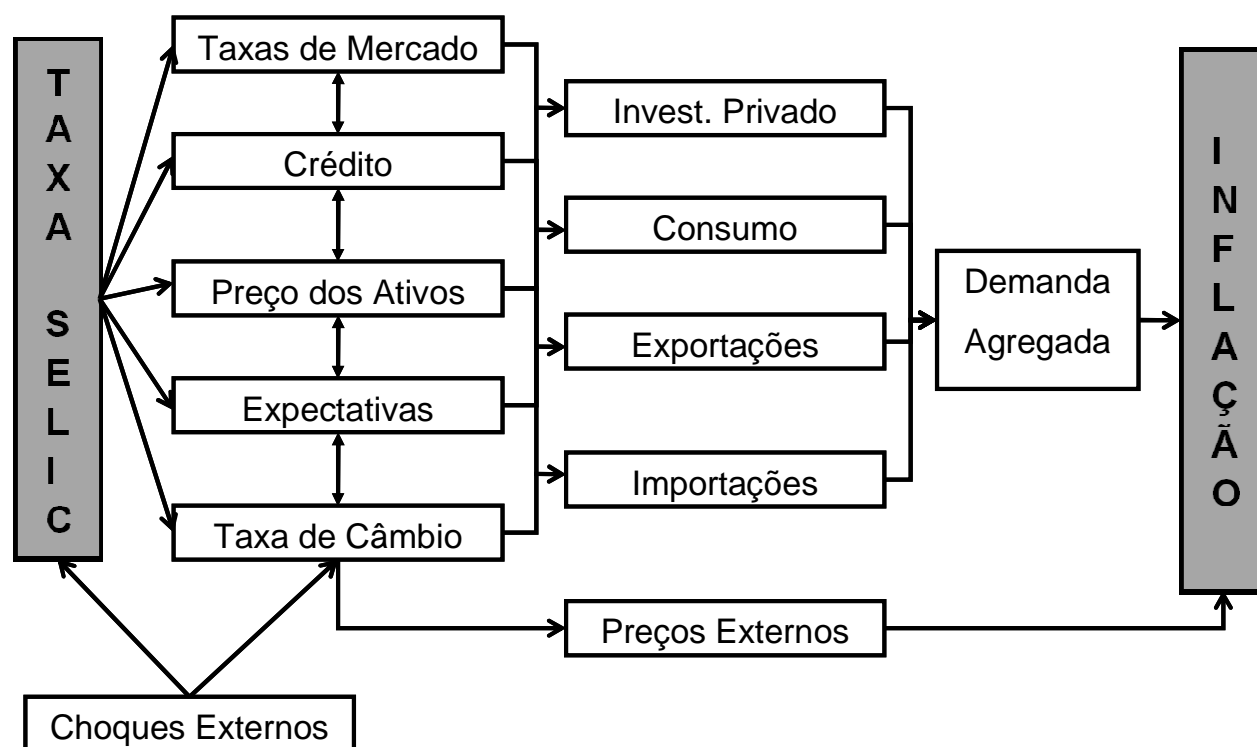
A ilustração a seguir dá uma boa ideia de como funcionam estes canais de transmissão de política monetária. Tais mecanismos são os mais variados, por isso, daremos aqui apenas exemplos ilustrativos.

- 1) Supondo queda na Selic → linhas de crédito ficam mais baratas → há incentivo do consumo → aumenta a demanda agregada → o PIB cresce sem aumento de pressões inflacionárias.
- 2) Supondo queda na Selic → por entender que a queda da taxa de juros trará um futuro econômico melhor, firmas e consumidores incorporam expectativa de maiores ganhos futuros → há aumento do consumo e investimento e aumento da demanda agregada → o

² Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/port/2009/06/ri200906b8p.pdf>

PIB cresce sem aumento de pressões inflacionárias → expectativas são feitas já levando em conta o efeito máximo da decisão da autoridade da autoridade monetária.

Fluxograma
Canais de Transmissão de Política Monetária



Fonte: Relatório de Inflação do Banco Central - Junho/1999

O Relatório de Inflação do BC brasileiro ainda argumenta que, quando comparado aos demais canais, o canal das expectativas é relativamente mais rápido na transmissão dos choques de política monetária. Além disso, a publicação deixa claro que “as estimativas apresentadas referem-se ao ponto de máximo da influência do canal da demanda sobre a atividade e os preços, e não ao seu início, que, do ponto de vista da significância estatística, ocorre em torno de 1 a 2 e de 2 a 3 trimestres sobre demanda e preços, respectivamente”.

Isso significa que o atual ciclo de afrouxamento monetário, iniciado em janeiro de 2009, gerará efeito máximo sobre a atividade econômica em torno do final de 2009 e início de 2010. A Tabela 1 mostra como estes mecanismos de transmissão funcionariam de acordo com as defasagens dadas pelo BC brasileiro. Aqui já vale uma observação: a tabela 1 mostra que o

aumento da Selic (+0,75 p.p) feito na reunião de setembro de 2008 tem, hipoteticamente, seu efeito máximo sobre a atividade econômica do Brasil em agosto de 2009. Isso significa que o Brasil efetuou tardiamente o corte de juros e que, a primeira queda da Selic (-1,00 p.p em janeiro de 2009) após o início da crise financeira serviu, praticamente, apenas para anular o efeito deletério da decisão de setembro de 2008.

A tabela deixa claro que, a decisão do Copom de baixar a taxa de juros em 1 ponto percentual em junho de 2009, terá seu efeito máximo sobre a demanda agregada somente por volta do mês de maio de 2010. Se isso é verdade, e levando em conta os próprios cálculos das defasagens do BC, e sua definição da importância do canal das expectativas, os agentes econômicos já estão levando em consideração a situação em que estará a economia brasileira no segundo semestre de 2009 e no primeiro semestre de 2010, além é claro, de analisar as atuais condições da atividade produtiva.

Novamente, a ata do Copom referente à reunião dos dias 09 e 10 de junho de 2009 é de grande ajuda no entendimento deste ponto. No parágrafo 26 da publicação a autoridade monetária diz que: “o Comitê avalia que decisões sobre a evolução da taxa básica de juros têm que levar em conta a magnitude do movimento total realizado desde janeiro, cujos impactos sobre diversos indicadores econômicos ficarão evidentes ao longo do tempo. Sendo assim, alguns diretores consideraram que seria apropriado, nestas circunstâncias, reduzir imediatamente o ritmo de flexibilização monetária, implementando de forma mais suave a parte remanescente do processo de ajuste. Contudo, a maioria do Copom, avaliando as projeções de inflação, que já incorporam a magnitude do movimento realizado desde janeiro, optou, neste momento, por manter o ritmo de ajuste.”

Tabela 1

Simulação das Defasagens dos Canais de Transmissão de Política Monetária

Data da Reunião	Meta Selic	Variação da Selic	2008				2009								2010															
			S	O	N	D	J	F	M	A	M	J	J	A	S	O	N	D	J	F	M	A	M	J	J	A	S	O	N	D
			E	U	O	E	A	E	A	B	A	U	U	G	E	U	O	E	A	E	A	B	A	U	U	G	E	U	O	E
23/07/08	13,00	+0,75																												
10/09/08	13,75	+0,75																												
29/10/08	13,75	+0,00																												
10/12/08	13,75	+0,00																												
21/01/09	12,75	-1,00																												
11/03/09	11,25	-1,50																												
29/04/09	10,25	-1,00																												
10/06/09	9,25	-1,00																												

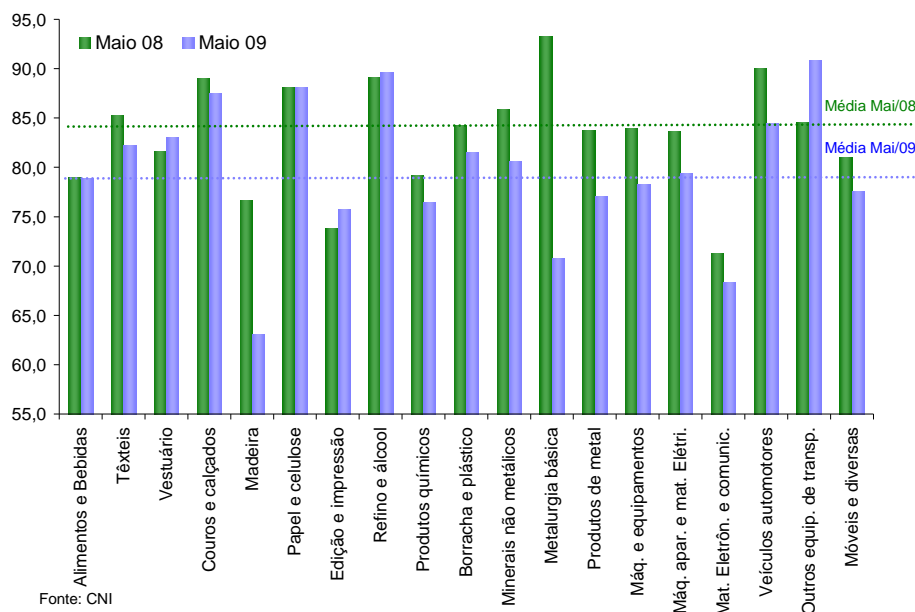
Certamente, a publicação está correta quando diz que os efeitos do ajuste de juros feito em janeiro está se materializando agora. Contudo, devemos lembrar que tal ajuste veio simplesmente para neutralizar o efeito da alta a Selic feita em setembro de 2008. Como veremos a seguir, os ajustes na Selic feitos até agora já estão incorporados nas expectativas dos agentes e não são suficientes para promover uma retomada do crescimento econômico no Brasil.

A Atividade Econômica: Situação Atual e Expectativas para 2009 e 2010

A atividade econômica brasileira continua muito combatida com a crise. Do lado da economia real, a queda brusca do PIB no último trimestre de 2008 (-3,6%) e no primeiro trimestre de 2009 (-0,8%), além do recuo da produção industrial (-11,30% em mai/09 contra mai/08), ainda mostra a fraqueza da atividade econômica no país, mesmo com o crescimento mensal da PIM de 1,27% em maio/09. Isto pode ser notado quando observamos a produção da indústria de transformação acumulada de janeiro a maio de 2009, que sofreu uma queda de -13,94% em relação à igual período de 2008.

Gráfico 1

Nível de Utilização da Capacidade Instalada (%) Diversos setores - Maio/09

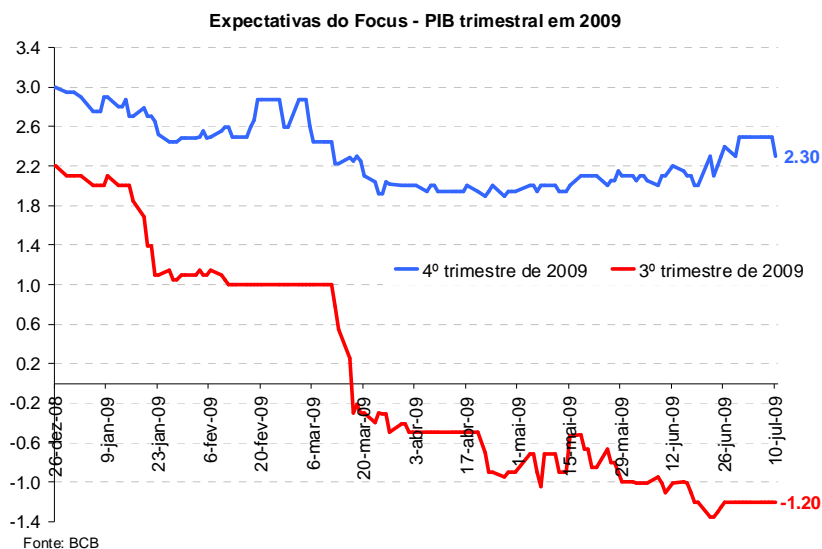


Os números referentes ao Nível de Utilização da Capacidade Instalada (NUCI) também mostram como a maioria dos setores da indústria está trabalhando a passos lentos (Gráfico 1). Quando se comparam os NUCIs de maio de 2009 com a média observada em maio de 2008, dos 19 setores pesquisados, somente quatro (couro e calçados, papel e celulose, refino e álcool, outros equipamentos de transporte) estão com médias mensais acima do verificado naquele mês.

Além do tímido desempenho da indústria, podemos citar as previsões do PIB e da produção industrial para o ano de 2009. Segundo o Relatório de Mercado Focus do Banco Central de 10 de julho de 2009, a expectativa do mercado para o crescimento do PIB está em -0,34%. E a perspectiva para a produção industrial em 2009 segue a mesma tendência, com -6,00%.

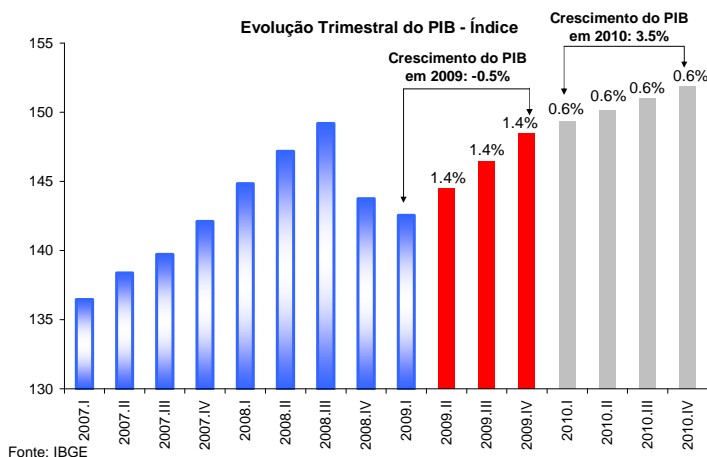
O Gráfico 2 mostra a evolução, desde o início do ano, das expectativas do PIB para o 3º e 4º trimestres de 2009. Para o 3º trimestre, as previsões são negativas, fato este que pode ser parcialmente explicado pelos canais de transmissão de política monetária, ou seja, o BC demorou em iniciar o ciclo de cortes da taxa de juros. Para o 4º trimestre, a previsão é positiva (cerca de 2,5%). Contudo, este possível crescimento trimestral não será suficiente para resultar em um crescimento positivo do PIB para todo o ano de 2009.

Gráfico 2
Expectativas do Focus - PIB trimestral em 2009
(variação em relação ao trimestre anterior)



De fato, a Fiesp já divulgou estudos mostrando uma possível evolução do crescimento do PIB brasileiro para 2009 e 2010. O Gráfico 3 mostra que, para que o PIB tenha crescimento nulo (0%) neste ano, ele deve apresentar um crescimento médio trimestral 1,4% entre o 2º e 4º trimestres de 2009. Já em 2010, para que o PIB anual fique próximo do projetado no Relatório Focus do BC (3,5%), o crescimento médio trimestral no ano deverá ser de 0,6%. Esse crescimento é muito tímido uma vez que grande parte do mesmo será garantida pelo carregamento estatístico (carry over) do ano de 2009.

Gráfico 3
Simulação da evolução do PIB para 2009 e 2010



Voltando ao conceito de canais de transmissão de política monetária, o ciclo de cortes de taxas de juros implementado pelo BC ainda não é suficiente para colocar o país na rota de um crescimento econômico condizente com sua capacidade produtiva. Isso é perfeitamente observado pelas projeções de crescimento econômico em 2010. Em outras palavras, caso o BC finde seu ciclo de cortes de taxas de juros, segundo a pesquisa Focus de 10/07/09, o PIB brasileiro crescerá em torno de 3,5% em 2010, que uma vez descontados os efeitos do carregamento estatístico devido ao baixo crescimento de 2009, equivale a um crescimento de 2% ao ano. Será realmente isso o que queremos para atividade econômica neste e no próximo ano?

Taxa de Câmbio, Inflação e Expectativas

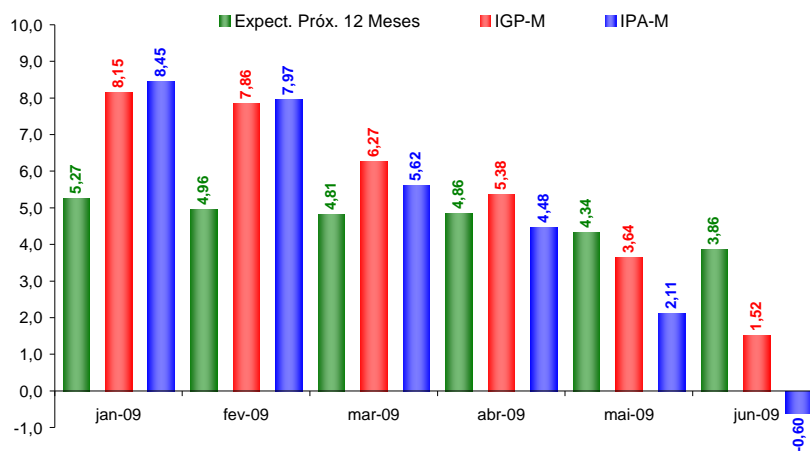
O baixo crescimento do PIB tem impactos diretos na inflação brasileira. Além disso, pressões sobre os preços podem ser oriundas de variações mais pronunciadas na taxa de câmbio.

Acerca da taxa de câmbio, mais uma razão para a intensificação da queda da Selic está na recente apreciação cambial que vem ocorrendo no país. A taxa de câmbio indica que, após o período mais agudo da crise do sistema financeiro internacional, o país passou a ser o destino de muitos capitais que buscam a rentabilidade dada pelo grande diferencial de taxa de juros entre o Brasil e o resto do mundo. Desde o início de 2009, a taxa de câmbio Real/Dólar valorizou-se 15,7%, saindo de um patamar de R\$ 2,34 para R\$ 1,97. Já em relação ao Euro, a valorização foi de 15,2%, saindo de um patamar de R\$ 3,24 para R\$ 2,75. Desta maneira, a queda da taxa de câmbio, de um lado, indica a excessiva taxa de juros e, de outro, provoca um processo deflacionário mais intenso, abrindo espaço para uma queda mais acentuada da taxa de juros.

As taxas de inflação medidas pelos índices gerais de preços também estão em franco recuo (Gráfico 4). A inflação em 12 meses (até junho de 2009) medida pelo IGP-M está em 1,52%. O Índice de Preços ao Atacado (IPA), responsável por 60% da inflação do IGP, também está com forte tendência de queda (-0,60% nos 12 meses encerrados em junho de 2009) (Gráfico 4)

Gráfico 4

IPA-M e IGP-M (Variação 12 meses e Expectativas 12 meses adiante)



Fonte: Focus - Bacen; FGV

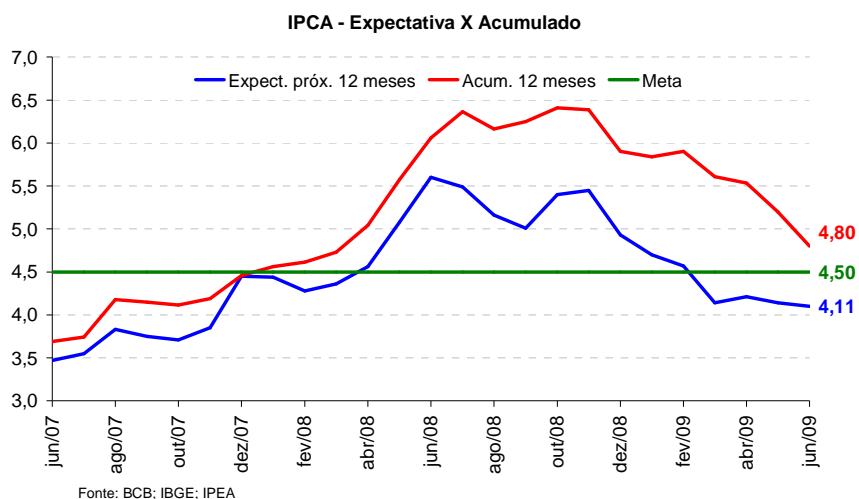
Nota: A expectativa refere-se ao último relatório Focus do período

**os dados de junho referem-se ao relatório de 10/07/09

O baixo crescimento econômico tem impacto direto nas expectativas de inflação. Segundo o Relatório de Mercado Focus do Banco Central de 10 de julho de 2009, a expectativa 12 meses do IGP-M (até junho de 2010) está em 3,86%, mostrando forte tendência de queda do indicador (Gráfico 4).

Os números apresentados, tanto para a taxa de câmbio quanto para o IGP-M, refletem diretamente nos números do IPCA. Dada a situação mostrada acima, o potencial perigo de repasse de preços do atacado para o varejo (IPCA) parece estar longe de existir.

Gráfico 5
IPCA : Variação 12 meses (%) e Expectativas 12 meses adiante



O Gráfico 5 mostra que a inflação medida pelo IPCA, índice oficial definidor das metas de inflação, está com tendência de queda (atualmente em 4,8%) e convergindo rapidamente para a meta de 4,5%. Já as expectativas do IPCA para os próximos 12 meses (até junho de 2009) estão em 4,11%.

Novamente, voltando à discussão dos mecanismos de transmissão de política monetária, as quedas da Selic promovidas pelo BC até agora terão seus efeitos máximos por volta de maio de 2010, mês em que a expectativa de inflação acumulada em 12 meses está em 4,11%, bem abaixo da meta. Isso significa que há espaço suficiente para a continuidade na diminuição dos juros no Brasil até que seja compatível com o observado internacionalmente.

CONCLUSÃO

Sabemos que a taxa básica de juros a 9,25% ao ano, apesar de finalmente chegar a um dígito, ainda continua incompatível com enfrentamento da crise que assola o país. Nada explica juros básicos superiores a 7% ao ano, o que já equivaleria a três pontos percentuais acima da inflação. A política de redução da Selic tem sido muito lenta e continua aquém da realidade. E esta lentidão não pode aumentar, como escrito na ata do Copom.

A expectativa de inflação está abaixo da meta, tanto para 2009 quanto 2010. Ademais, entre janeiro e abril deste ano, a produção industrial foi 15% menor em relação ao mesmo período de 2008. Isso significa que o Brasil ainda não venceu a crise internacional. Portanto, para estimular a economia o COPOM deve seguir com o processo de diminuir o custo do dinheiro para os setores produtivos e o mercado consumidor.

Assim, é necessário manter o otimismo na capacidade de recuperação da economia brasileira, mas com muito empenho das empresas e trabalhadores para vencer a adversidade. Nesse sentido, a redução mais acentuada dos juros é fator decisivo.