

Taxa Selic: motivos para sua queda mais forte e a persistência inflacionária

Sumário Executivo

- **Objetivos do trabalho:**
 1. Fazer uma análise dos dados de atividade econômica, emprego e inflação para mostrar a necessidade de uma intensificação da queda da taxa Selic.
 2. Fazer comparações entre os graus de persistência das taxas de inflação dos seguintes países: Brasil, Chile, México, Turquia, China.
- **Definição de persistência da inflação:** persistência está ligada à memória (inércia) inflacionária brasileira. Em outras, é a influência da inflação passada na definição da inflação presente.
- **A inflação é realmente mais persistente no Brasil?** Vamos testar se realmente o BC tem razão quando diz que a decisão de taxa de juros no país deve ser mais criteriosa porque a taxa de inflação é mais persistente.
- **Resultados:** os resultados encontrados mostram que o grau de persistência do índice de preços ao consumidor do Brasil não difere dos valores encontrados em outros países e que portanto não pode ser argumento contrário a um corte mais forte da taxa Selic.

A compreensão correta da dinâmica inflacionária é de suma importância, pois colabora para que os formuladores de política econômica tomem decisões acertadas de forma a aliviar prováveis custos em termos de imposto inflacionário, produto e emprego. Neste contexto, se mostra importante a análise da persistência inflacionária, entendida como a memória (inércia) inflacionária, ou seja, a influência da inflação passada na definição da inflação presente.

Para se ter uma ideia da importância do tema, o Banco Central Europeu tem mantido, nos últimos anos, uma rede de pesquisas (denominada *Eurosystem Inflation Persistence Network*), no sentido de gerar mais conhecimento sobre o tema. Também no Brasil, muito se tem discutido sobre o assunto e as consequências do mesmo para que a inflação brasileira não tenha retrocedido como em outros países que estão sofrendo um processo recessivo. Em seu Relatório

de Inflação de Dezembro de 2008¹, o BC brasileiro dedica uma seção especial para o estudo da persistência inflacionária. Segundo o Banco Central, a explicação para a persistência inflacionária brasileira é a rigidez de preços, não vista em regiões com preços mais flexíveis, como nos EUA e Europa. Na definição do BC, entre os vários fatores que influenciam negativamente o percentual dos juros básicos na economia brasileira está a memória inflacionária ainda bem presente na economia nacional. Esta persistência, por sua vez, dificultaria o recuo da inflação abaixo do nível atual e, conseqüentemente, implicaria em dificuldades para a redução da taxa básica de juros (Selic). Esta indexação estaria localizada, por exemplo, em contratos de aluguel e de prestação de serviços com preços administrados, como tarifas de energia e telefônica².

O objetivo deste artigo é mostrar que os números atuais e prospectivos da economia brasileira dão plenas condições para que o BC brasileiro continue com o ciclo de baixas na taxa Selic até que ele chegue a patamares condizentes com um crescimento sustentável. Além disso, o artigo fará comparações entre os graus de persistência das taxas de inflação de Brasil, Chile, México, Turquia e China. Neste caso, ficará demonstrado que o grau de persistência inflacionária brasileira não difere em nada daqueles encontrados em economias semelhantes, e que provocaram quedas bem mais pronunciadas nas taxas de juros nos últimos meses.

A CRISE FINANCEIRA ATUAL E O INSTRUMENTO DA TAXA DE JUROS

A atual crise mundial tem colocado grandes desafios na condução da política monetária dos vários países ao redor do mundo. Entre as várias decisões de política econômica tomadas pelas nações para o enfrentamento da maior crise financeira em 80 anos está o tradicional instrumento da taxa de juros. A Tabela 1 mostra um quadro comparativo da evolução das taxas de juros de diversos países. Fica claro que até maio de 2009 todas as economias haviam diminuído suas taxas básicas de juros bem abaixo do patamar referente a janeiro de 2008.

A exceção é o caso brasileiro, em que a queda da Selic foi de apenas 1 ponto percentual nesta mesma base de comparação. Além disso, após a eclosão da crise em setembro de 2008, o BC brasileiro somente começou com o ciclo de baixas nas taxas de juros em janeiro de 2009. A discussão que se faz agora é como o Brasil pode quebrar esta trajetória de altas taxas de juros e, assim, rumar a uma trajetória de crescimento de forma consistente. Não há dúvida que a atual

¹ Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/port/2008/12/ri200812b8p.pdf>.

² Ver Jornal Valor Econômico de 30 de março de 2009.

crise financeira internacional está proporcionando uma oportunidade única ao país de promover uma queda drástica da Selic. Argumentos a favor da queda da taxa de juros são vários tanto do lado da economia real quanto do lado dos índices de inflação. Veremos estes pontos a seguir

Tabela 1

Taxas de Juros Nominais (%): Países Selecionados

Período	Brasil	Chile	México	Turquia	China
Jan/08	11,25	6,00	7,50	15,50	7,47
Ago/08	13,00	7,25	8,25	16,75	7,47
Set/08	13,75	7,75	8,25	16,75	7,20
Out/08	13,75	8,25	8,25	16,75	6,66
Nov/08	13,75	8,25	8,25	16,25	5,58
Dez/08	13,75	8,25	8,25	15,00	5,31
Jan/09	12,75	7,25	7,75	13,00	5,31
Fev/09	12,75	4,75	7,50	11,50	5,31
Mar/09	11,25	2,25	6,75	10,50	5,31
Abr/09	10,25	1,75	6,00	9,75	5,31
Mai/09	10,25	1,25	5,25	9,50	5,31
Varição (Jan/08- Mai/09)	-1,00 p.p	-4,75 p.p	-2,25 p.p	-6,00 p.p	-2,16 p.p

Fonte: FMI e Bancos Centrais

OS NÚMEROS DA ECONOMIA BRASILEIRA

A Atividade Econômica: situação atual e projeções para 2009

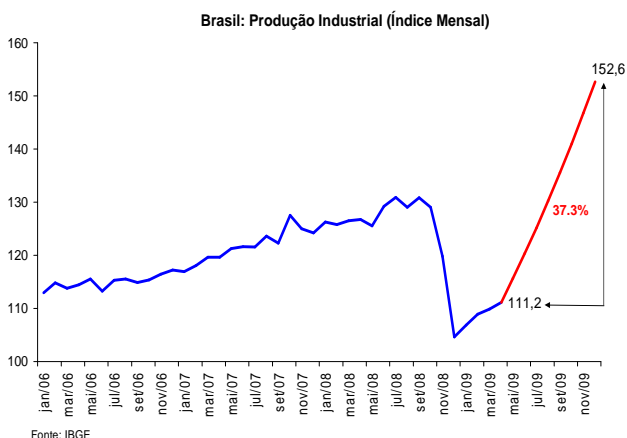
Do lado da economia real, a queda brusca do PIB no último trimestre de 2008 (-3,6%) e da produção industrial (-14,8% em dez/08 contra dez/07) já seriam argumentos suficientes para tal. Mas outros exemplos podem ser dados.

Segundo dados da Fiesp/Ciesp, o Indicador de Nível de Atividade da Indústria Paulista (INA) está com variação fortemente negativa (-14,6%) no acumulado do ano de 2009 (de janeiro a abril) em comparação com o mesmo período em 2008. Além disso, dados do IBGE mostram que a produção industrial brasileira recuou 14,8% em abril de 2009, na comparação com abril de 2008.

O Gráfico 1 mostra que, para que a produção industrial tenha crescimento nulo (0%) no ano de 2009, ela deve apresentar um crescimento médio mensal de 4% entre maio e dezembro de 2009. Projeções da Fiesp/Ciesp mostram que, em uma hipótese otimista, a atividade industrial de São Paulo deve recuar cerca de 5% em 2009.

Gráfico 1

Expectativas da Produção Industrial



Fonte: IBGE – Elaboração: Depecon - Fiesp/Ciesp

Gráfico 2

Expectativas da Produção Industrial



Fonte: Relatório Focus

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 05 de junho de 2009, a expectativa do mercado para o crescimento do PIB está em -0,71%. A perspectiva para a produção industrial em 2009 segue a mesma tendência, passando de -4,50% para -4,78% na mesma base de comparação. O Gráfico 2 mostra a evolução, desde o início do ano, das expectativas da produção industrial para 2009. Podemos observar que as perspectivas têm sido sistematicamente revisadas para baixo, mostrando queda de 7 p. p. para a produção industrial desde o início de janeiro.

A Tabela 2 mostra que as projeções negativas do PIB não ficam restritas ao caso brasileiro. O FMI prevê que o crescimento mundial será negativo em 1,3%, ao passo que o PIB norte-americano ficará em -2,8%. Retração maior acontecerá na Europa (-4,2%). A China deverá crescer em torno de 6,5%, bem aquém do crescimento observado no país nos últimos anos, e o Chile deverá ter crescimento próximo de zero. Turquia e México terão retração de 3,7%.

Tabela 2

Projeções de Crescimento do PIB - FMI

País / Região	2009
	Projeção de abril/09
Mundo	-1.3 %
Estados Unidos	-2.8 %
Zona do Euro	-4.2 %
Chile	0,1 %
China	6.5 %
Turquia	-3,7 %
México	-3.7 %
Brasil	-1.3 %

Fonte: FMI

O Desemprego

Os dados sobre o emprego da Fiesp/Ciesp para indústria paulista, no mês de abril, indicaram a criação de 19.000 postos de trabalho, um crescimento de 0,80% em relação a março (sem ajuste sazonal). No entanto, se comparado a abril de 2008, foram fechadas 172.500 vagas, um recuo de 6,76%.

Dos 22 segmentos nos quais a pesquisa é dividida, 17 apresentaram saldo negativo. O setor sucroalcooleiro foi o grande gerador de postos de trabalho, contratando 28.207 trabalhadores, enquanto o saldo dos demais setores ficou negativo em 9.207 vagas.

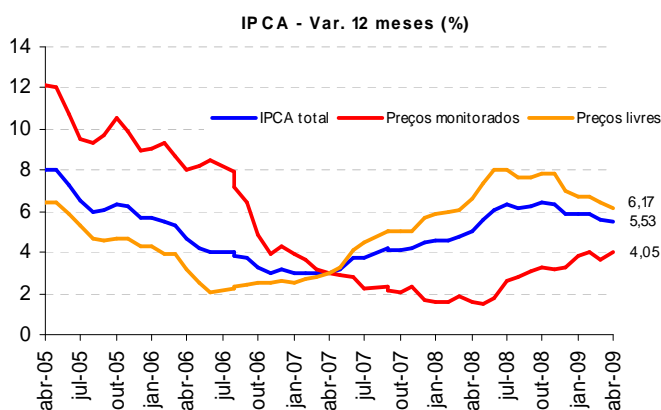
Outro dado importante de emprego é do Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Caged), que no período de outubro/08 a abril/09 aponta o fechamento de aproximadamente 600 mil postos de trabalho. Somente no último mês de abril o resultado foi a criação 106.205 empregos, enquanto no mesmo mês de 2008 e 2007 o saldo ficou próximo dos 300 mil.

Em resumo, o desempenho da atividade econômica e do emprego mostra que a economia vem se recuperando muito mais lentamente que o inicialmente imaginado e que existe espaço para uma redução mais pronunciada da taxa Selic.

A inflação passada e as expectativas

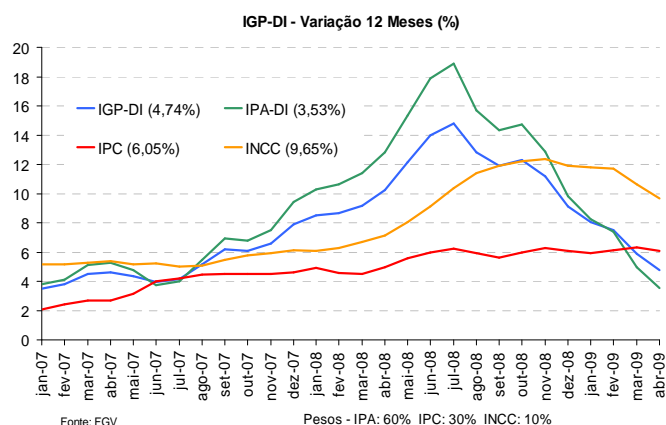
O baixo crescimento do PIB tem impactos diretos na inflação brasileira. O Gráfico 3 mostra que a inflação medida pelo IPCA, índice oficial definidor das metas de inflação, está com tendência de queda (atualmente em 5,53%) e convergindo rapidamente para a meta de 4,5%. A mesma trajetória de queda pode ser observada no caso dos preços livres, que respondem por cerca de 70% da inflação do IPCA, com inflação em 12 meses de 6,17%, e no caso dos preços monitorados (inflação de 4,05%), com peso de cerca de 30% no IPCA. Essa diferenciação se mostra importante, pois os preços monitorados têm características de serem mais persistentes, uma vez que os mesmos são definidos, principalmente, por razões contratuais que os vinculam a índices de preços como o IGP. No entanto, quando se olham os números do IPCA, IPCA - preços livres e IPCA - preços monitorados, pode-se perceber que todos os três itens estão com tendência de queda, assim como suas expectativas. Por exemplo, a expectativa para a inflação dos preços monitorados para 2009 está em 4,05%.

Gráfico 3
IPCA – Variação 12 meses (%)



Fonte: IBGE

Gráfico 4
IGP-DI – Variação 12 meses (%)



Fonte: FGV

Pesos - IPA: 60% IPC: 30% INCC: 10%

As taxas de inflação medidas pelos índices gerais de preços também estão em franco recuo (Gráfico 4). A inflação medida pelo IGP-DI mostra clara tendência de diminuição (4,74% em abril/2009), já chegando aos patamares observados no início de 2007. A mesma trajetória se observa para os componentes do IGP em abril de 2009: Índice de Preços ao Consumidor (6,05%), Índice Nacional de Custos da Construção (9,65%) e Índice de Preços ao Atacado (3,53%). O IPA aponta outro fato interessante, que é a extrema tendência de queda observada neste índice de inflação, o que significa que o potencial perigo de repasse de preços do atacado para o varejo (IPCA) parece estar longe de existir.

O baixo crescimento econômico tem impacto direto nas expectativas de inflação. Segundo o Relatório de Mercado Focus do Banco Central de 05 de junho de 2009, a expectativa para o IPCA de 2009 já está em 4,33% para uma meta de inflação de 4,5%. A expectativa para o IPCA de 2010 está em 4,30% (Gráfico 5). Os prognósticos para o IGP-DI também estão em franco recuo. A projeção para a inflação de 2009, medida pelo IGP-DI, está em 1,80% (Gráfico 6).

Isso significa que há espaço suficiente para a queda da taxa de juros, pois as expectativas de inflação estão abaixo da meta de 4,5% para 2009. Além disso, a inflação passada está convergindo rapidamente para a meta estabelecida.

Gráfico 5
Expectativas para o IPCA - 2009

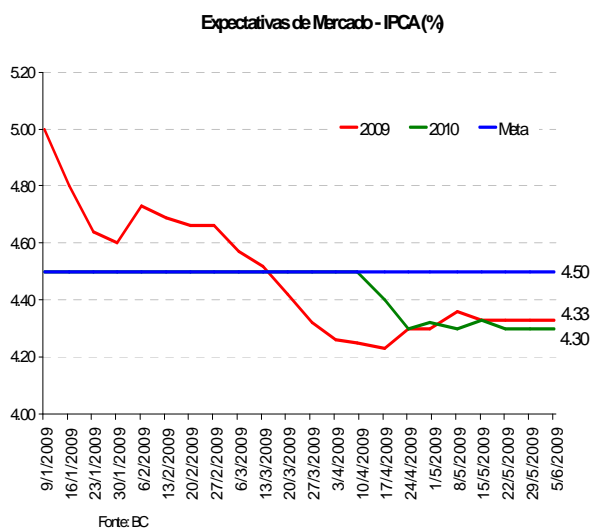
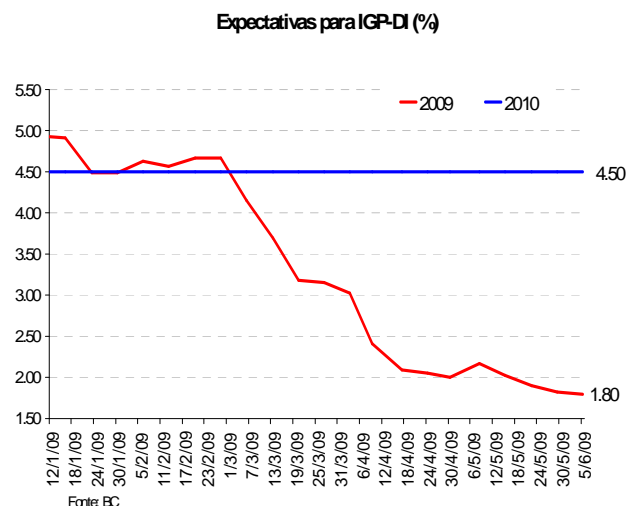


Gráfico 6
Expectativas para o IGP-M – 2009 e 2010



Fonte: Relatório Focus - BC – Elaboração: Depecon - Fiesp/Ciesp

Devemos salientar que o mecanismo das expectativas de inflação é algo muito importante na decisão da taxa básica de juros corrente. Por exemplo, o Chile tem uma meta de inflação de 3% para 2009 e expectativa (feita em maio) de 1,2%. Isso lhe propiciou fazer o ajuste rápido da taxa de juros, que saiu de 6% em jan/2008 para 1,25% em maio/2009. O México também tem meta de inflação de 3% e expectativa de inflação de 4,25% (expectativa de março/2009). Mesmo assim, o país vem promovendo quedas contínuas de sua taxa básica de juros, que saiu de 7,50% em jan/2008 para 5,25% em maio/2009. Por último, a Turquia está com meta de inflação de 7,5%

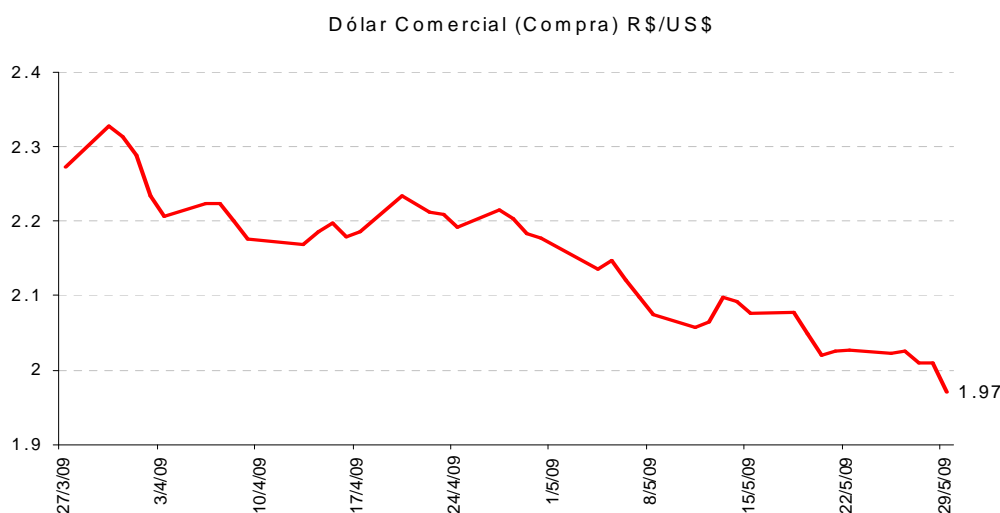
para 2009 e expectativa (feita em maio) de 6,5%. A taxa de juros do país saiu de 15,50% em jan/2008 para 9,50% em maio/2009

Assim, percebe-se que as expectativas de inflação no Brasil corroboram cortes mais fortes da Selic já na reunião de junho do COPOM.

A Taxa de Câmbio

Mais uma razão para a intensificação da queda da taxa básica de juros no Brasil 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 rentabilidade dada pelo grande diferencial de taxa de juros entre o Brasil e o resto do mundo.

Gráfico 7
Taxa de Câmbio (R\$/US\$)



Fonte: BC

Em apenas 60 dias, a taxa de câmbio Real/Dólar saiu de um patamar de R\$ 2,30 para R\$ 1,97 (Gráfico 7) e o Euro variou de R\$2,98 para R\$ 2,76. Isso abre espaço para o aprofundamento do ciclo de queda da Selic. Desta forma, 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.

O Caso da Persistência Inflacionária

Como vimos, os argumentos em favor da queda brusca da taxa de juros são os mais variados possíveis. Tais argumentos seriam, por si só, suficientes para justificar a continuidade e a aceleração do processo de queda da taxa de juros básica da economia brasileira. Contudo, daremos razões mais técnicas para corroborar tal justificativa.

A análise da “persistência inflacionária” recebeu atenção especial do BC em seu Relatório de Inflação de Dezembro de 2008. De acordo com a publicação: “No caso específico do Brasil, há dois aspectos particularmente vinculados à persistência da inflação. Primeiro, haja vista os níveis extremamente elevados de inflação que o país experimentou durante décadas, a memória inflacionária talvez ainda seja relevante. Além disso, parte considerável da inflação brasileira, associada aos preços de bens e serviços administrados por contrato e monitorados, ainda é formalmente indexada devido a cláusulas contratuais, e mesmo no conjunto de preços livres há itens, como aluguel e taxas condominiais, que seguem práticas de indexação”.

Para medir e comparar a persistência inflacionária no Brasil e outros países, realizou-se um teste econométrico similar ao que vem sendo feito tanto por autores acadêmicos quanto pelos bancos centrais Europeu e brasileiro. O estudo realizado pela Fiesp calcula um índice de persistência por uma metodologia econométrica que identifica na série de dados mensais da taxa de inflação quando há um choque inflacionário em determinado mês, se este é transmitido ou não para o(s) mês(es) seguinte(s).

Se o choque é repassado, se transmite para o(s) mês(es) seguinte(s), diz-se que taxa de inflação é altamente persistente. Caso contrário, diz-se que a inflação não é persistente. Nos casos extremos, de um lado temos um indicador igual a 1 quando o choque de preços em um determinado mês é integralmente repassado para o(s) mês(es) seguinte(s). De outro lado temos um indicador igual a zero quando o choque de preços em um determinado mês não é em nada repassado para o(s) mês(es) seguinte(s).

O teste gerou valores intermediários entre 0 e 1. A regra é a seguinte:

- Para valores entre 0 e 0,5: a persistência é considerada baixa com reversão a uma taxa de inflação média em um tempo não muito longo.
- Para valores entre 0,5 e 1: a persistência já é mais considerável.
- Em outras palavras, quanto mais próximo de 0, menor a persistência da taxa de inflação, e quanto mais próximo de 1, maior a persistência.

Para o período compreendido entre janeiro de 1999 e janeiro de 2009, a Tabela 3 mostra que o grau de persistência do IPCA está em 0,65. A tabela também deixa claro que o grau de

persistência da inflação brasileira não difere dos valores encontrados em outros países. Por exemplo, a inflação mexicana tem persistência de 0,70 e a chilena tem persistência de 0,96. De fato, vale salientar que os resultados aqui encontrados para Brasil e Chile estão muito próximos aos calculados pelo Banco Central do Brasil para os mesmos países.

Se as persistências são parecidas, não haveria razão para a Selic estar tão descolada dos juros praticados nestes países, como mostrado na Tabela 1. Isso indica que o argumento de que a inflação brasileira tem alta persistência não se sustenta, uma vez que países com o mesmo grau de persistência de inflação verificada no Brasil apresentam taxas de juros bem abaixo da verificada no país.

Tabela 3
Graus de Persistência do Índice de Preços ao Consumidor: Diversos Países

País	Grau de Persistência da Taxa de Inflação (IPC)	Taxa de Juros Variação (jan/08- mai/09)
Brasil	0,65	-1,00 p.p
México	0,70	-2,25 p.p
Turquia	0,92	-6,00 p.p
Chile	0,96	-4,75 p.p
China	1,17	-2,16 p.p

Os resultados encontrados mostram que o grau de persistência da taxa de inflação no Brasil está em patamares próximos aos de outras economias emergentes. E sabemos que parte considerável desta persistência está localizada nos preços administrados. Mas mesmo estes preços, que no passado cresciam a taxas bem superiores aos da média, têm mostrado quedas consideráveis e tendência de convergência para a média ao longo dos últimos anos. Para que esta persistência diminua ainda mais é necessário que haja um fim deste “entulho inflacionário” relacionado aos preços administrados. Isso se faz necessário, pois sabemos que estes preços possuem a capacidade de se difundir pelos preços livres e, assim, provocar uma alta inflacionária generalizada.

CONCLUSÃO

O presente trabalho alinhou os argumentos tradicionais para a queda da Selic:

- Fraco desempenho da atividade econômica e do emprego, indicando que as cadeias produtivas não têm espaço para repasses de custos e que, portanto, não há ameaça inflacionária;
- Forte valorização recente da taxa de câmbio, indicando maciça entrada de capitais em busca da excessiva remuneração da taxa de juros brasileira;
- Convergência da inflação corrente à meta de 4,5% para 2009.
- Expectativa de inflação para os anos de 2009 e 2010 abaixo da meta de 4,5% válida para ambos os anos.

Adicionalmente, por meio da realização de um teste econométrico, mostramos que a persistência da inflação no Brasil não é diferente dos demais países emergentes analisados e que, portanto, este argumento não é válido para justificar uma trajetória mais tênue de queda da Selic.

O país está com uma oportunidade única de promover uma queda drástica da taxa de juros que a leve a patamares internacionais. Essa oportunidade foi dada pela crise internacional e deve ser agarrada com todas as forças.