

Para onde vai a taxa básica de juros?

O país atingiu a marca histórica de um dígito para a taxa básica de juros da economia, a Selic. A recente queda de 500 pontos base foi motivada pelo impacto advindo da intensificação da crise financeira internacional. Os canais de transmissão do choque externo foram variados e interconectados – contração das exportações, enorme aumento da incerteza, queda da confiança de consumidores e empresários, congelamento do crédito. Merece especial atenção este último, pois está no epicentro da crise e sua natureza global acabou por intensificar todos os demais canais.

A forte resposta do governo, em especial do Banco Central – não apenas através da queda da taxa Selic, mas também através da liberação de compulsórios, elaboração de medidas para garantir *funding* a bancos médios e pequenos e utilização “racional” das reservas – até o momento mostra-se apropriada. Contribuiu para evitar o surgimento de riscos sistêmicos no sistema financeiro nacional, para a volta do fluxo de crédito e para o aumento da confiança tanto dos consumidores quanto dos empresários. Não evitou a forte contração do PIB no final do ano passado e começo deste ano – contração que em algum grau fatalmente ocorreria -, mas gerou condições financeiras que permitem antever a retomada do crescimento ao longo dos próximos trimestres.

O que esperar à frente?

O que esperar do comportamento da atividade, inflação e, conseqüentemente, trajetória para a taxa de juros daqui para frente? Primeiramente, façamos uma breve análise dos diversos componentes da demanda agregada:

- Exportações:

Muito mais que de políticas domésticas, as exportações dependem de como se dará a recuperação da atividade global. Ainda que o grau de incerteza quanto ao perfil desta recuperação permaneça muito elevado, temos como cenário principal uma gradual recuperação. O processo de desalavancagem do sistema financeiro internacional e das famílias americanas deve continuar ao longo dos próximos anos. Portanto, as fortes reações de

política monetária e fiscal na maioria dos países não deverão ser suficientes para levar o crescimento global aos patamares pré-crise, embora estejam contribuindo para que ocorra recuperação. Neste cenário, as exportações brasileiras também devem apresentar uma retomada, mas gradual e a partir de patamar muito baixo.

- Investimentos:

Até setembro de 2008, o país passava por forte ciclo de investimentos não observado nas últimas décadas. A intensificação da crise financeira internacional e a virulência de seu impacto no país pegaram boa parte do empresariado de surpresa. Em intervalo de semanas, o crédito secou, a demanda caiu e diversas empresas acabaram por se encontrar com grande capacidade ociosa. Existência de capacidade ociosa, ambiente de maior percepção de risco, crédito mais caro para diversas empresas e provável retomada gradual das exportações devem levar a recuperação moderada do investimento. Este deve se acelerar lentamente, a medida que o excesso de capacidade seja eliminado e a confiança retorne.

- Consumo do governo:

A contribuição direta mais relevante que o governo poderia dar para o crescimento da demanda agregada seria o aumento dos investimentos. Entretanto, a proporção dos investimentos do governo no PIB é muito pequena (cerca de 1%) e a falta de capacidade administrativa dificulta uma maior expansão do mesmo. O governo atuou de maneira mais intensa através de isenções fiscais e aumento de gastos correntes, com destaque para o aumento da massa salarial de servidores públicos, do bolsa família e do salário mínimo. Esta atuação acaba por afetar o consumo das famílias, sobre o qual comentamos a seguir.

- Consumo das famílias:

Repentina escassez de crédito, queda da confiança e aumento das demissões provocaram forte queda do consumo das famílias no quarto trimestre do ano passado. A reação do Banco Central, já descrita em parágrafo anterior, conseguiu levar a importante volta do fluxo de crédito ao consumidor. A forte queda da taxa básica de juros, inclusive, já conseguiu fazer com que diversas modalidades de crédito ofereçam taxas em novos mínimos históricos. Isenções fiscais para alguns bens duráveis, menor recolhimento do imposto de renda e volta da confiança completam quadro no qual o consumo já apresenta significativa recuperação nos últimos meses.

No entanto, se as taxas e condições de acesso ao crédito para o consumidor já se mostram “estimulativas”, o cenário para o emprego e

renda, pelo menos no curto prazo, não é de forte crescimento. Dois importantes componentes da demanda agregada, investimento e comércio exterior, encontram-se em patamares deprimidos e devem apresentar gradual recuperação, como discutido anteriormente. Logo, não criarão empregos como no período pré-crise. Junto com alguma folga no mercado de trabalho já criada, que fez com que a renda real se estagnasse nos últimos meses, temos cenário de crescimento bem mais moderado da massa salarial. Segundo a Pesquisa Mensal de Emprego do IBGE, a massa salarial das seis maiores regiões metropolitanas do país ficou praticamente estável nos últimos seis meses, enquanto havia atingido crescimento anual superior a 9% nas vésperas da intensificação da crise financeira internacional. Mesmo levando em conta as transferências do governo e o aumento da renda do funcionalismo público, a expansão da renda disponível deverá ser moderada nos próximos meses. Assim, o crescimento do consumo não deverá alcançar o ritmo dos primeiros trimestres do ano passado.

Temos, portanto, cenário básico de recuperação da atividade econômica, mas não no ritmo do período pré-crise. Em 2010, caso se confirme cenário de recuperação global, aumenta significativamente a probabilidade de crescimento bastante robusto. Voltaremos a comentar sobre esta possibilidade no final do texto.

E quanto à inflação?

O cenário para inflação parece bastante benigno nos próximos doze meses. Simplificadamente, apontamos cinco razões para este cenário de inflação benigna, mesmo com significativa recuperação da atividade:

- Aumento da taxa de desemprego, ou melhor, da ociosidade da mão de obra. Desde o final do ano passado, a população ocupada mantém-se praticamente estagnada, não absorvendo potencial crescimento da mão de obra disponível. A renda média real também apresenta estagnação. Este menor crescimento da renda implica não só menor dinamismo da demanda, mas também menores custos para empresas, bem como menor pressão no setor de serviços.
- Aumento da capacidade ociosa na indústria, que portanto tem menor poder de aumento de preços.
- Expectativas ancoradas. Segundo pesquisa do Banco Central com analistas, as expectativas estão ancoradas um pouco abaixo da meta. Diversos modelos, bem como a experiência internacional, indicam que expectativas são importante elemento na ancoragem da inflação.

- Menor inércia, dada menor inflação acumulada nos últimos meses. O IPCA acumulado nos últimos doze meses já se encontra abaixo da meta, após atingir 6,4% em novembro do ano passado. Dada a inércia inflacionária, esta menor inflação acumulada nos últimos meses implica menores reajustes à frente. Os IGPs também encontram-se baixos – o IGP-M acumulado nos últimos doze meses já entrou em território negativo. Reajustes de vários itens são influenciados por este índice, como diversos preços administrados e aluguel.
- Cenário benigno para o câmbio. Após forte desvalorização nos primeiros meses de intensificação da crise financeira internacional, o Real vem se apreciando significativamente. Além da queda da aversão ao risco diminuir a demanda por dólares e outras moedas fortes, o Brasil tem sido citado como um dos países que deve se destacar na retomada da atividade, atraindo bom fluxo financeiro. O câmbio, embora menos relevante que no passado, continua servindo para ancorar a inflação de diversos produtos, como algumas commodities alimentícias e diversos produtos industriais.

Quais os próximos passos do Banco Central?

O que esperar, então, dos próximos passos do Banco Central? Que baixe ainda mais os juros? Que o mantenha no atual patamar por longo período? O cenário básico aponta para a manutenção da taxa básica no atual patamar por vários meses. Afinal, este cenário incorpora recuperação da atividade com inflação benigna. Como o próprio Banco Central indicou em seu comunicado da última reunião do COPOM:

“...esse patamar de taxa básica de juros é consistente com um cenário inflacionário benigno, contribuindo para assegurar a manutenção da inflação na trajetória de metas ao longo do horizonte relevante e para a recuperação não inflacionária da atividade econômica.”

Entretanto, cenário principal é apenas um panorama montado em cima de trajetórias consideradas mais prováveis para diversas variáveis. Procurar mapear os riscos é tarefa igualmente importante. Apenas para servir de ilustração, a taxa Selic ainda não ficou estável em mesmo patamar por mais de sete meses desde a implantação do regime de metas de inflação.

Um risco que não pode ser desprezado é o recrudescimento da crise econômica internacional, que poderia voltar a impactar negativamente a atividade do país através dos diversos canais já comentados. Outro risco seria uma deterioração do mercado de trabalho mais intensa do que o apontado até

o momento, impedindo maior recuperação do consumo. Estes riscos, obviamente, colocariam maior peso para novas quedas da taxa básica de juros, ainda mais se levarmos em conta o cenário benigno para a inflação dos próximos meses.

No entanto, acreditamos que os maiores riscos estejam apontando para a outra direção. Como comentado, a firme atuação do Banco Central e a melhora do cenário internacional permitiram importante volta do fluxo de crédito doméstico. E o consumidor, tendo acesso a taxas de crédito historicamente baixas, mostrou disposição para se alavancar e consumir, mesmo em momento de estagnação da renda e do emprego. Taxas historicamente baixas, auxiliadas por empurrão fiscal do governo, podem levar a crescimento do consumo acima do esperado. Investimentos voltados para o mercado interno poderiam voltar em ritmo mais rápido. E o emprego acabaria por ter recuperação também mais rápida. Vale lembrar que a taxa de desemprego vigente no terceiro trimestre de 2008 deu todos os sinais de estar abaixo da taxa natural de desemprego, com inflação de salários tendo forte elevação naquele período. A folga no mercado de trabalho, que não é tão grande quanto na indústria, poderia ser eliminada antes que o esperado. Neste cenário, faria sentido o Banco Central realizar elevação de juros, tornando-os mais próximos do neutro, mesmo que a inflação ainda esteja relativamente tranquila. Seria um ajuste preventivo do Banco Central.

Não estamos questionando a – relativamente lenta – convergência da taxa de juros de equilíbrio para patamar mais baixo. Dadas as melhorias estruturais já tão comentadas por diversos analistas, é de se esperar que o processo de convergência continue e que possa, inclusive, aproveitar-se da crise para dar mais um salto. No entanto, com a boa recuperação do mercado de crédito, a existência de impulso fiscal significativo e a disposição dos consumidores para ampliar seu endividamento, não se pode desprezar o risco de aceleração crescente da atividade econômica, o que exigiria aperto monetário em algum momento de 2010 para que o combate a inflação ascendente não acabe tendo maiores custos mais adiante.

Alexandre Soriano