

## **Decisão do Copom de Janeiro de 2007 possui fraco fundamento econômico**

Em 24/01/07 o Comitê de Política Monetária do Banco Central (Copom) decidiu por reduzir a taxa básica de juros em 0,25%, para 13% ao ano, interrompendo assim uma seqüência de onze reuniões nas quais ocorreram cortes na taxa básica em 0,5% (em oito reuniões) e em 0,75% (três reuniões).

Como sempre a decisão foi comentada por colunistas especializados e economistas, especialmente os ligados com o sistema financeiro. Loas e broas foram produzidas para entender e justificar a decisão do COPOM sob a ótica da economia e dos argumentos técnicos ensinados através da ata produzida.

Sabendo que não existe modelo econométrico capaz de distinguir 0,25 de 0,50%, diferença de 2% sobre a taxa atual existente, sem sombra de dúvida, a decisão do Banco Central foi política e não técnica. O BACEN marcava seu território na primeira reunião de um novo governo.

Olhando retrospectivamente, o primeiro mandato do Presidente Lula, o Banco Central foi o grande condutor da política econômica adotada. Foi quem conquistou a convicção do Ministro Palocci e através dela o apoio do Presidente Lula. Até maio de 2006 não houve qualquer outro órgão que pudesse contestar sua hegemonia de dar as cartas da política econômica.

A saída do Ministro Palocci, grande fiador da hegemonia do Banco Central, não representou ameaça imediata, devido ao fato de ser coincidente no tempo com o início da corrida eleitoral em que Lula disputava a reeleição. Uma vez consagrada a reeleição, no segundo mandato o Bacen teria de início o desafio de manter sua hegemonia nas definições da política econômica, desta feita, sem a colaboração do Ministro da Fazenda.

Assim, a redução do ritmo de queda da Selic em janeiro de 2007 deve ser vista como uma tentativa, por parte do Bacen, de marcar o território hegemônico conquistado no primeiro mandato.

Foi importante o fato da reunião do COPOM ter ocorrido após cerimônia de lançamento do PAC quando o Presidente anunciava um novo período que seria marcado pelo crescimento e o retorno do otimismo e o Ministro Mantega chegou a pedir queda dos juros. O Bacen reafirmou a um e outro que não queria abrir mão do que conquistou. Nem otimismo, nem queda de juros. Território conquistado tem que ser mantido.

O ato de marcar território é muito comum na natureza. Um tanto curioso são os hábitos dos lobos, quando dois grupos distintos disputam o mesmo território ambos uivam para intimidar o grupo opositor, ou seja, a disputa de território é uma espécie de disputa no grito. A hegemonia no território da política econômica se marca por meio da fixação da taxa de juros, e neste ponto, a ação do Bacen em 24/01 pareceu com a disputa dos lobos, isto é, foi uma tentativa de ganhar no uivo, e sobrepor à demanda das demais autoridades, principalmente de quem conviveu mais próximo com a população durante a campanha

eleitoral e se convenceu de que o crescimento é a principal demanda da sociedade brasileira. Por ser uma tentativa de ganhar no grito, a argumentação técnica da ata do Copom é tão tibia como veremos a seguir.

### **O que diz a Ata?**

A síntese da justificativa dessa decisão pode ser encontrada no parágrafo 22 da Ata:

*“Tendo em vista os estímulos já existentes para a expansão da demanda agregada, as incertezas que cercam os mecanismos de transmissão da política monetária, a menor distância entre a taxa básica de juros corrente e as taxas de juros que deverão vigorar em equilíbrio no médio prazo e os cortes já implementados desde setembro de 2005, esses membros do Copom entendem que a preservação das importantes conquistas obtidas...demanda que a política monetária seja conduzida com parcimônia já a partir desta reunião”.*

Seguem comentários para os três pontos levantados pelo Copom para justificar o corte de 0,25%: **(i)** expansão da demanda agregada, **(ii)** incertezas na transmissão da política monetária e, **(iii)** menor distância entre os juros correntes e o de equilíbrio no médio prazo.

#### **1. Expansão da Demanda Agregada**

Na Ata da Reunião (parágrafo 24), o Copom argumenta que *“...um conjunto de pressões de preços, a princípio isoladas e transitórias, atinge a economia em um momento em que a demanda doméstica se expande a taxas robustas...”* Essa é uma das preocupações que levaram o Copom a promover um corte mais discreto na taxa Selic.

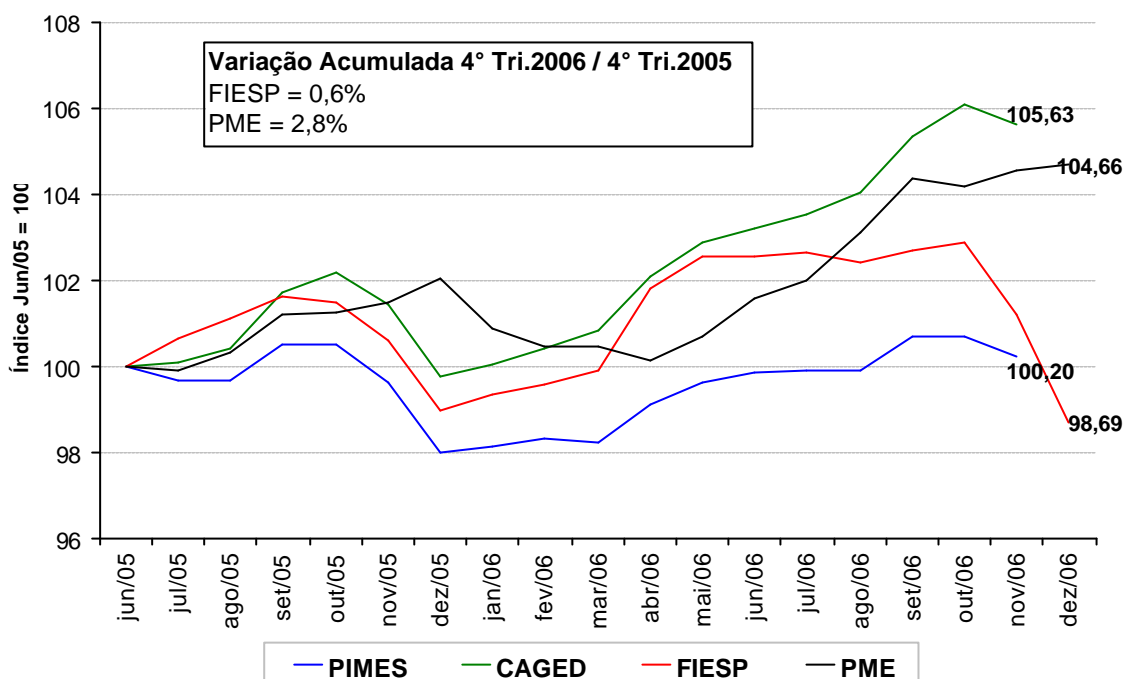
No entanto, ao se observar a evolução recente dos indicadores de emprego e crédito pode-se constatar que o crescimento da demanda agregada pode ser qualificado no máximo como “modesto” e não “robusto”, como cita o Copom.

Em dezembro de 2006, o nível de emprego na indústria paulista apurado pela pesquisa da FIESP declinou 0,26% quando comparado com dezembro de 2005. No último trimestre de 2006 o crescimento do emprego foi de apenas 0,6% comparado com igual trimestre de 2005.

O emprego industrial no Brasil também não vem registrando desempenho favorável. De setembro a novembro de 2006 o crescimento foi de 0,32% comparado com igual trimestre de 2005. Ao se analisar o empregado acumulado no ano de 2006 (de janeiro a novembro) verifica-se queda de 0,2% em relação ao igual período do ano anterior.

Por sua vez, a Pesquisa Mensal do Emprego do IBGE (abrange o emprego formal e informal nas principais regiões metropolitanas) registrou elevação de 2,8% em 2006, com tendência à estabilidade nos últimos meses do ano, como mostra o gráfico abaixo. A evolução dos indicadores de emprego não permite que se conclua que a economia vive um momento em que a demanda doméstica se expande a taxas robustas. Sem geração de emprego é improvável sustentar por muito tempo expansão significativa da demanda.

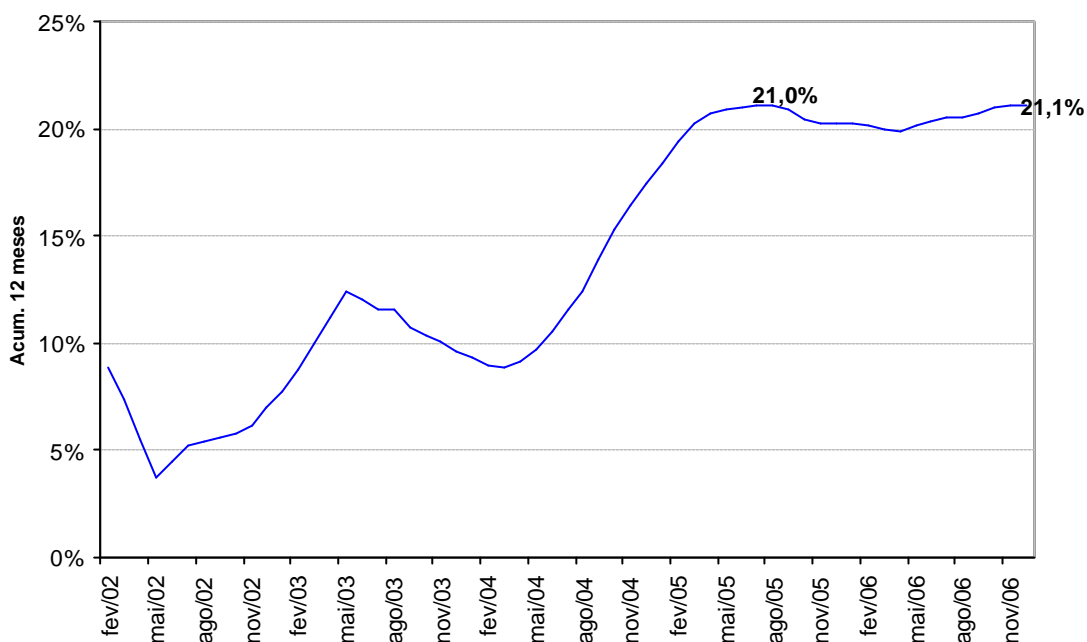
## Indicadores de Emprego Geral e Emprego na Indústria



Fonte: IBGE, MTE, FIESP.

Por outro lado, a partir de meados de 2005 o saldo das operações de crédito do sistema financeiro acomodou seu crescimento em cerca de 21% quando se observa a variação acumulada em períodos de doze meses. A estabilidade da taxa de crescimento do crédito vem sendo observada há mais de um ano de modo que não pode ser apontada como um motivo de temor não aponta para uma forte expansão da demanda agregada

## Saldo das Operações de Crédito do Sistema Financeiro: variação acumulada em 12 meses



Fonte: Banco Central.

No 3º trimestre de 2006 o consumo (das famílias e do governo) cresceu 3,0% em relação ao mesmo trimestre de 2005, a previsão do IPEA é que no último trimestre esse crescimento trimestral se eleve para 4,6%. No caso do investimento, a expansão no 3º trimestre de 2006 foi de 6,3% e, no último trimestre, a taxa prevista é de 5,7%. Portanto, de acordo com o IPEA o consumo está em processo de expansão e os investimentos estão desacelerando.

Com relação à expansão dos investimentos, é necessário qualificar melhor esse processo. Em sua análise, o Copom considera que a “produção e a absorção de bens de capital sugerem alta robusta dos investimentos”. A absorção de bens de capital engloba o consumo doméstico mais as importações descontada das exportações. De acordo com esse conceito, 2006 fechou com alta de 9,2%, no entanto essa alta está muito concentrada no chamado segmento de “bens de capital não mecânicos” (equipamentos para geração de energia, computadores e material de transporte). O consumo aparente de bens de capital mecânicos (máquinas e equipamentos para a indústria de transformação em geral) observou redução de 0,6%, de acordo com a Abimaq.

As taxas de crescimento do consumo e investimento não representam ameaça ao controle da inflação. Vale aqui recorrer ao indicador de nível de utilização da capacidade instalada (NUCI) para ilustrar esse ponto. A mensuração do NUCI deve ser feito com os devidos cuidados devido às suas restrições metodológicas. Os segmentos da indústria diferem bastante entre si, dessa forma as restrições impostas pelo nível de utilização em uma indústria de processos contínuos não pode ser comparada, por exemplo, com uma indústria manufatureira. Pesquisa realizada pela FIESP junto a 1.000 empresas industriais revelou que as empresas poderiam elevar a produção em até 57% fazendo uso de vários recursos,

tais como: uso de horas extras, investimentos pontuais e turnos adicionais de trabalho. Portanto, o NUCI deve ser visto como uma medida flexível mesmo no curto prazo. Feitas essas considerações.

Cabe destacar que mesmo utilizando o NUCI na análise para a definição da taxa Selic (como o faz o Copom), verifica-se que esse indicador se encontra em patamares bastante confortáveis. Os níveis de utilização da capacidade instalada da indústria de transformação, em 2006, são menores do que os verificados nos mesmos trimestres de 2005. De acordo com a FIESP, por exemplo, o NUCI situou-se em 77,7% ao final do último trimestre de 2006, patamar dois pontos percentuais abaixo de igual trimestre de 2005. Segundo a CNI, no terceiro trimestre de 2006 esse indicador era um ponto percentual menor que o de igual período de 2005, lembrando que a pesquisa de NUCI da CNI abrange todo o Brasil, ao contrário da FIESP.

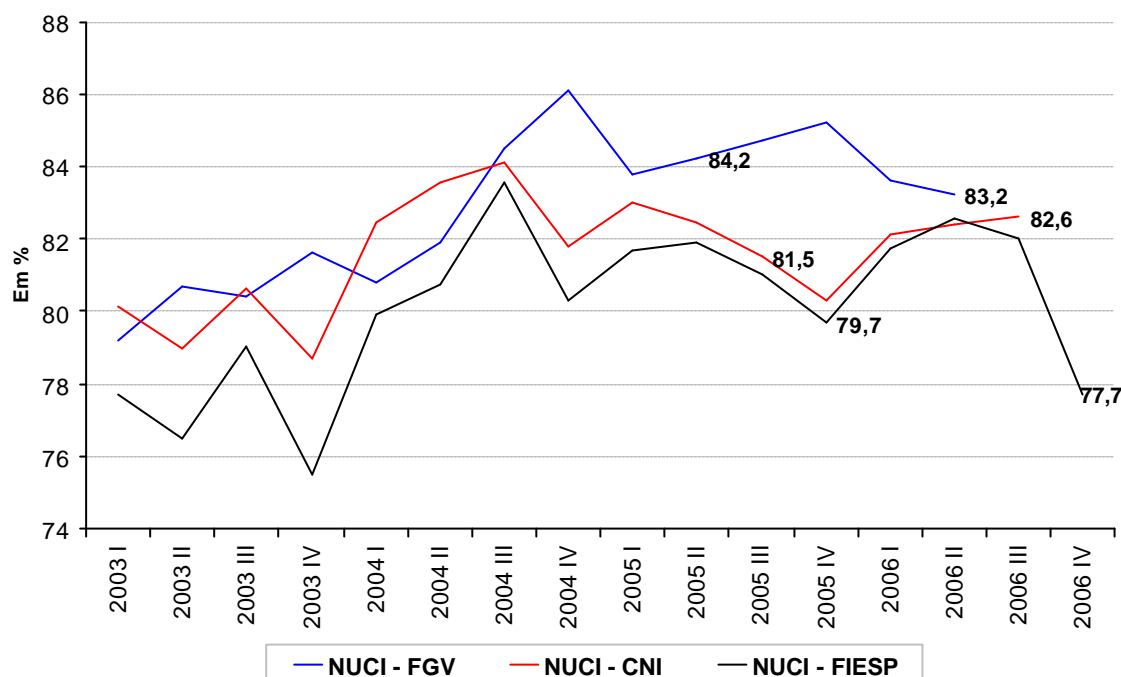
O próprio Copom concorda com o aspecto acima na medida que afirma (parágrafo 8): *“..a despeito da recente expansão da demanda agregada, bem como das perspectivas de que esse movimento persista ao longo dos próximos trimestres, ainda não se antecipam descompassos significativos entre a oferta e demanda agregada que possam determinar desvios da inflação trajetória de metas.”*

Assim como a absorção doméstica (consumo e investimento) pode ser tranquilamente atendida sem pressão inflacionária pelo setor produtivo, o componente externo da demanda agregada também não gera motivos para preocupações. Isso porque o saldo anualizado da balança comercial brasileira já é da ordem de US\$ 46 bilhões, ou seja, as importações podem continuar se expandindo a elevadas taxas para suprir a demanda agregada sem impor qualquer tipo de restrição externa.

Mais uma vez, o Copom concorda ao afirmar (parágrafo 9): *“..Como esperado, em função da retomada da demanda doméstica, vem ocorrendo na margem um crescimento mais robusto das importações, o que leva a uma paulatina compressão do superávit comercial. Sendo assim, espera-se para 2007 um saldo comercial inferior aos observados em 2005 e 2006, mas ainda elevado para o padrão histórico brasileiro”.*

Portanto, não existe ameaça do setor produtivo encontrar dificuldades em atender o crescimento da demanda agregada e, por consequência, favorecer um processo de elevação da inflação.

## Nível de Utilização da Capacidade Instalada da Indústria de Transformação – em %



Fonte: Banco Central.

## 2. Incertezas na Transmissão da Política Monetária

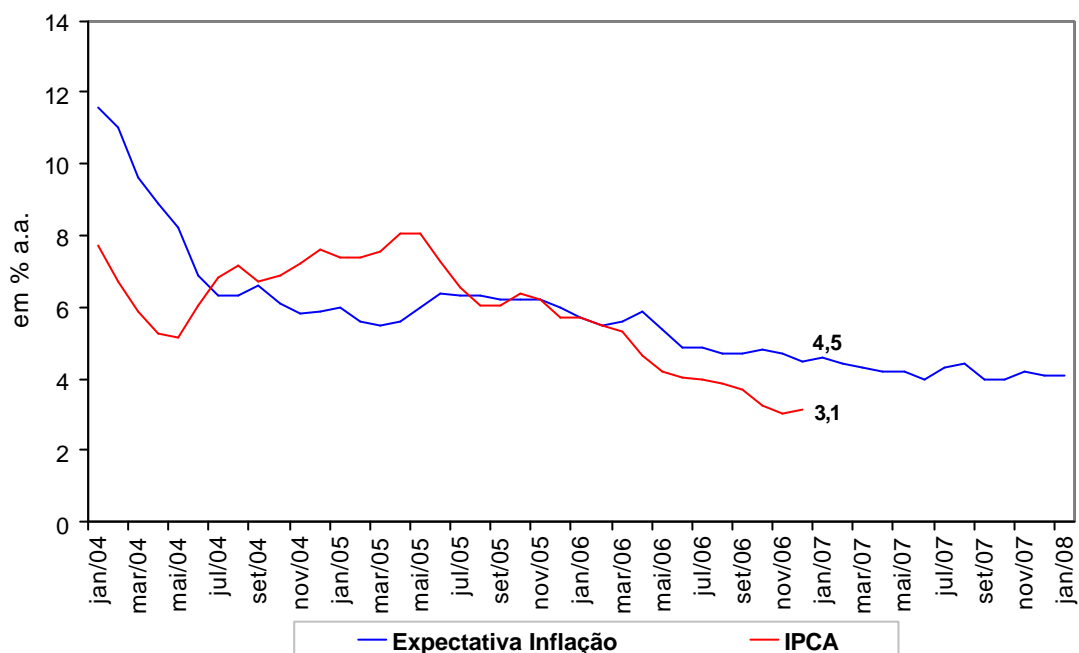
Um argumento que tem sido levantado pelo Copom nas últimas reuniões e que agora transformou-se em fator decisivo para a redução do ritmo de queda dos juros é o das “incertezas que cercam os mecanismos de transmissão da política monetária”. Nesse caso, o argumento do Copom é de que um parcela importante dos efeitos dos cortes de juros ainda não se refletiu no nível de atividade, dessa forma seria necessário cautela para que se possa analisar o impacto da redução já efetivada dos juros no nível de atividade dos próximos meses. Ou seja, segundo o Copom embora no presente momento a inflação não gere maiores preocupações, há riscos a serem considerados na evolução futura da inflação.

Supreende o fato do Copom não considerar que tanto a inflação corrente quanto a expectativa de inflação do mercado para os próximos doze meses situam-se em níveis muito inferiores à meta de inflação.

O gráfico abaixo mostra que a inflação corrente (em períodos de 12 meses) possui uma tendência de queda e situa-se em patamar de 3,1% (consideravelmente abaixo da meta de inflação de 4,5% estabelecida pelo CMN). Por sua vez, a expectativa de inflação para os próximos doze meses encontra-se estável em 4,1%. Consta-se que é muito elevada a distância entre a inflação (seja a corrente, seja a prevista para o ano) e a meta de inflação. Portanto, a folga que o Copom possui para avaliar os mecanismos de transmissão da política monetária e o seu impacto inflacionário é grande, não justificando iniciar uma

redução da trajetória de queda da taxa Selic tão precocemente, com consequências negativas para o crescimento.

### IPCA e Expectativa de Inflação: variação acumulada em 12 meses (%)



Fonte: Banco Central, IBGE.

### 3. Redução da Distância entre os Juros Correntes e o de Equilíbrio

Segundo o Copom, a redução da distância entre os juros correntes e o de equilíbrio a médio prazo justificaria uma redução do ritmo de queda da taxa básica de juros. A esse respeito, deve-se destacar que a distância que separa essas duas taxas ainda é muito elevada no Brasil.

Para ilustrar esse ponto cabe o exemplo mexicano, tomando-se como referência de juros livre de risco os juros norte-americanos (Fed Fund). Nos Estados Unidos a inflação ao consumidor situa-se em 2,5% ao ano, os juros nominais encontram-se em 5,2% e, portanto, a taxa de juros reais é de cerca de 2,7%. No caso do México, a inflação ao consumidor é de 3,6% ao ano, a taxa de juros de curto prazo está em 7,0%, portanto os juros reais são de cerca de 3,4%. A diferença entre os juros reais dos Estados Unidos e do México é de aproximadamente 0,75%. Ocorre que o Risco México é 99 pontos base, o que explica totalmente a diferença entre essas duas taxas reais. Sob esse aspecto, pode-se afirmar que a taxa de juros reais mexicanas está próxima do equilíbrio.

No caso do Brasil, a inflação ao consumidor é de 3,1% ao ano, os juros básicos situam-se em 13,0% ao ano, o que resulta em juros reais de cerca de 9,9%. A diferença entre o juro real brasileiro e o norte-americano é de 7,2%, uma parte dessa diferença é explicada pelo

Risco Brasil que atualmente situa-se em 190 pontos bases. Contudo, uma vez descontado o Risco Brasil ainda restam 5,3% de taxa real de juros que não pode ser explicada por nenhum outro fator senão o excessivo conservadorismo do Copom na definição da taxa Selic.

Portanto, o Brasil ainda está muito longe de atingir a sua taxa de juros de equilíbrio de médio prazo. O Copom possui uma “folga” de ao menos 5,0% até que a taxa de juros corrente esteja em equilíbrio, não se justificando o argumento de reduzir o ritmo de queda da Selic em 0,25%.

### **Decisão Política**

Do acima exposto, fica clara que a opção do Copom foi mesmo uma escolha política e não técnica, que visou garantir a sua hegemonia na definição da política econômica sobre qualquer outra autoridade do país. Como os animais marcam território, o Copom utilizou a definição da Selic para defender a posição conquistada no primeiro mandato.

Esta disputa pela hegemonia na política econômica trará custos significativos ao país, que veremos a seguir.

### **Algumas Consequências da Opção do Copom**

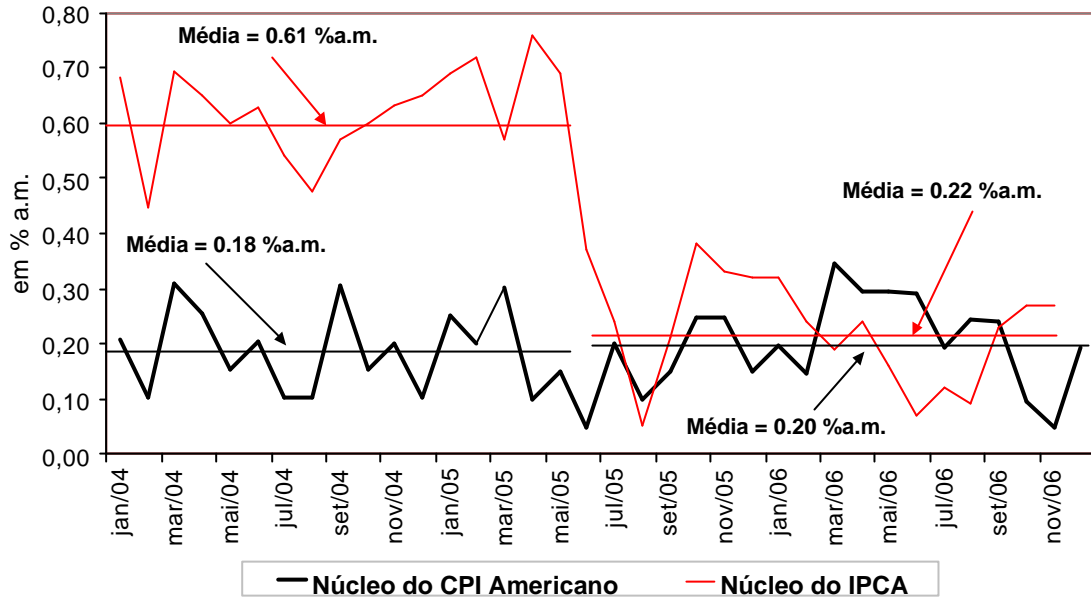
Uma vez avaliado os argumentos do Copom para a decisão de reduzir os juros em apenas 0,25%, cabe levantar algumas consequências dessa decisão.

A primeira delas é que fica mais uma vez retardada a retomada do crescimento econômico brasileiro. O crescimento do PIB deve fechar 2006 em 2,7%, a produção física da indústria brasileira cresceu meros 2,8% em 2006 e, em um momento em que o governo federal tenta coordenar um esforço no sentido de buscar mais crescimento, o Copom opta por arrefecer esse processo.

O que chama a atenção é que os temores do Copom são anunciados em um momento em que a inflação brasileira encontra-se nos menores patamares após a adoção do regime de metas para a inflação. A esse respeito, tem sido pouco divulgado o fato do núcleo da inflação brasileira se encontrar muito próximo ao núcleo da inflação americana (ver gráfico abaixo). Ou seja, atualmente a inflação no Brasil é comparável à internacional, de forma que não justifica o excesso de cautela do Copom na definição da taxa básica de juros.

A decisão do Copom foi contra as previsões da maior parcela do mercado financeiro, o que pode ter contribuído para o movimento de valorização da taxa de câmbio nos dias que sucederam o anúncio da taxa básica de juros. A taxa de câmbio saiu do nível em que se encontrava nos últimos meses, de cerca de R\$ 2,15 / US\$, para R\$ 2,09 / US\$ (em 05/02/07). Com a decisão do Copom por uma trajetória mais lenta de queda da taxa Selic, o mercado pode ter reavaliado suas posições e contribuído para apreciar o câmbio.

## Núcleo do CPI Americano e Núcleo do IPCA



Fonte: FED St. Louis, IBGE.