

Gradualismo na queda da Selic pode levar o Brasil a uma recessão**Março/2009****Sumário Executivo**

- A atual crise financeira e seus desdobramentos sobre o crédito já têm mostrado sua força em território brasileiro em termos de uma forte redução da atividade econômica.
- As expectativas de crescimento econômico em 2009 são desanimadoras.
- Isso também se reflete na queda das expectativas de inflação para o ano.
- Argumentamos que a autoridade monetária no momento possui elementos que lhe permite seguir uma postura mais agressiva em termos de redução da taxa Selic. O Chile pode ser um bom exemplo pois ele saiu de um parâmetro clássico de uma autoridade monetária conservadora para uma condução de política monetária mais condizente com a atual crise financeira mundial.
- Em sua última decisão, referente à reunião de fevereiro, o BC chileno resolveu provocar uma considerável queda na taxa de juros básica da economia em 250 pontos base, passando de 7,25 para 4,75. Isso depois de ter diminuído a taxa em 100 pontos base no mês de janeiro.
- Significa que desde o início do ano a taxa de juros básica chilena diminui 3,5 pontos percentuais, saindo de 8,25% para 4,75%. O resultado é uma queda de cerca de 40% na taxa de juros básica do Chile e uma taxa real de juros de 0,75% em Fevereiro de 2009.
- Os números referentes à inflação chilena estão com comportamento semelhante aos observados na economia brasileira. Significa que é possível promover uma queda da Selic em patamares semelhantes ao caso chileno.
- Nossas simulações mostram caso o BC siga com uma estratégia gradualista de queda da taxa Selic (esta encerrando o ano em 10,25%, como projetado no relatório Focus de 27/02/2009), o crescimento do PIB brasileiro ficaria bem próximo a zero, com elevada probabilidade de recessão.
- Além disso, a taxa de inflação ficaria abaixo do valor central da meta de 4,50%. Nossas projeções mostram que, neste cenário, a inflação encerraria 2009 em 3,90%.
- Por outro lado, caso a autoridade monetária reduza a taxa Selic para 8,50%, o crescimento do PIB convergiria para o intervalo entre 1,0% e 1,5%.
- Neste cenário, a inflação atinge 4,30% em 2009, ou seja, abaixo da meta de 4,5% estabelecida para 2009.

A crise chegou ao Brasil

A crise financeira internacional está trazendo implicações consideráveis à condução da política monetária ao redor do mundo. Verdades antes intocadas parecem não funcionar em tempos agudos de crise financeira e de perspectivas muito ruins para a atividade econômica. Expectativas apontam para um ano de 2009 com a maior desaceleração econômica global no período do pós-guerra.¹ As estimativas do FMI², ainda que defasadas, mostram um quadro menos sombrio. Para a instituição, o mundo deve crescer 0,5% em 2009, com as economias avançadas contraindo 2% e as emergentes crescendo 3,3%. Outras estimativas mostram uma contração do PIB mundial da ordem de 0,9%. As economias desenvolvidas terão retração de 2,5% e as economias emergentes sofrerão menos, devendo registrar um crescimento econômico de cerca de 2,5%. Ainda que os números tenham algum grau de divergência, o importante a ser destacado é a velocidade com que eles estão sendo revistos. Por exemplo, as projeções do FMI apontavam um crescimento mundial de 3,9% em julho de 2008, passando para 3% em outubro, para 2,2% em novembro, até chegar aos atuais 0,5%.

Este cenário de queda brusca da atividade econômica global ganha contornos ainda mais nebulosos quando se avalia a origem do processo catalisador da atual crise, a saber, problemas relacionados ao funcionamento do sistema bancário. Segundo o FMI³, episódios de turbulência financeira, caracterizados por crises no sistema bancário, estão associados com severos e prolongados períodos de desaceleração econômica. Isso acontece porque tais retrações reduzem a oferta e aumentam o custo de crédito, que por sua vez cria uma profecia auto-realizável: o aumento da percepção de risco leva à escassez e à elevação do custo de crédito, conduzindo a uma elevação da inadimplência. Por sua vez, a constatação de um maior nível de inadimplência deteriora e/ou impede a redução da percepção de risco, realimentando assim um ciclo vicioso que prolonga a duração do período de retração econômica.

A economia brasileira naturalmente sofre os efeitos da crise financeira internacional, principalmente após a falência do Banco Lehman Brothers em Set/08. Anteriormente ao aprofundamento da crise, a discussão era sobre a influência da taxa de câmbio, extremamente valorizada na deterioração da balança comercial brasileira. Notadamente, a extrema valorização cambial que estava ocorrendo até setembro passado era a principal responsável pelo grande descompasso entre oferta e demanda. Com a desvalorização da taxa de câmbio a tendência é que os produtos brasileiros se tornem mais competitivos no exterior. Por outro lado, a retração da

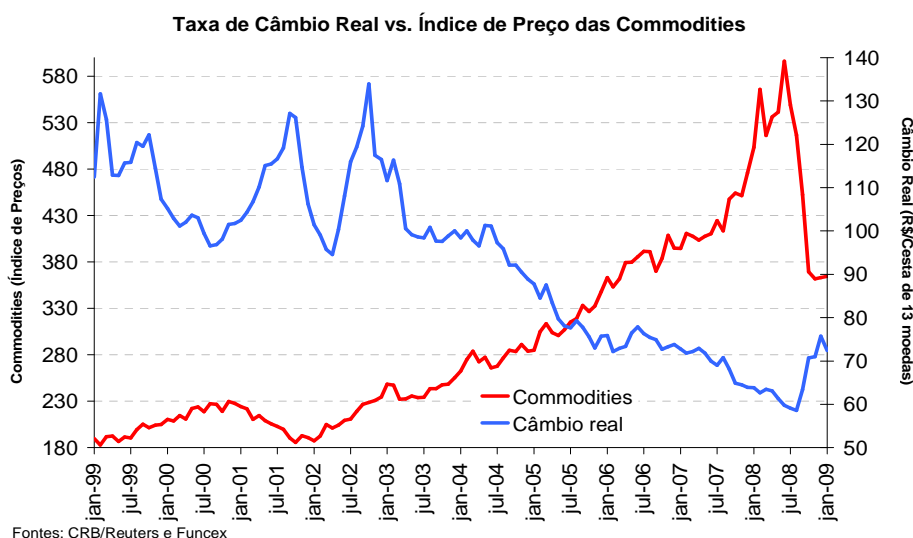
¹ Até então, o ano 1982 havia experimentado a maior contração econômica quando o mundo cresceu apenas 0,7%.

² World Economic Outlook, IMF, Janeiro de 2009.

³ World Economic Outlook, Financial Stress and Economic Downturns, IMF, Outubro de 2008.

atividade econômica mundial agirá em sentido contrário e, desta maneira, afetará a pauta exportadora do país e, conseqüentemente, a balança comercial. As razões são claras: queda nos preços das *commodities* (Gráfico 1) e diminuição do fluxo de comércio mundial.

Gráfico 1



Além da escassez da demanda externa, já está havendo retração da demanda interna. Parte da explicação para a súbita queda da demanda doméstica está relacionada ao aperto do crédito. As concessões diárias de novas operações de crédito (total, pessoa física e jurídica) ficaram com variações mensais negativas desde o mês de Out/08 (exceção para o mês de dezembro). Conforme reportado na Tabela 1, as concessões totais caíram 17,6% em janeiro e, somente para a pessoa jurídica a queda chegou a cerca de 25% no referido mês.

Do lado da economia real, os números também são desanimadores. A produção industrial teve quedas consecutivas nos últimos meses de 2008: -1,41% em outubro, -7,14% em novembro e -12,69% em dezembro, ou seja, acumulando uma queda de 20,1% entre setembro e dezembro. Apesar do avanço mensal de 2,3% da produção industrial em Jan/09, não há espaço para otimismo pois a produção industrial deve registrar significativa contração em 2009. Para se ter uma ideia, a magnitude da queda da produção industrial no último trimestre de 2008 foi tal que, para se chegar ao mesmo patamar anterior a setembro a recuperação da atividade industrial deverá ser muito intensa no restante do ano de 2009. Mas este prognóstico nem os mais otimistas contemplam.

As vendas no varejo também não desenham um cenário menos pessimista. A Pesquisa Mensal do Comércio também mostrou o mesmo comportamento no último trimestre de 2008: -0,99% em outubro, -1,03% em novembro e -0,29% em dezembro. A consequência se vê nos

números referentes ao emprego. Ainda que eles possam estar sendo exacerbados por um processo de ajuste de estoques, o ritmo de desaceleração da produção industrial pode ser bem longo. Isso é refletido nas expectativas dos empresários. Por exemplo, o Índice de Confiança da Indústria (FGV) caiu 33,3% em Fev/09, quando comparado a Fev/08.

Os números referentes aos indicadores antecedentes, aqueles que mostram a tendência da economia real nos próximos meses, também são desanimadores. O Sensor Fiesp, que mostra a percepção do empresário paulista com relação à atividade econômica, registrou forte reversão a partir de Out/08, último mês em que ficou acima dos 50 pontos.⁴ Na 1ª quinzena de dez/08, o Sensor chegou a registrar 34 pontos, bem abaixo dos 54,8 pontos verificados em Set/08. Em Jan/09 o Sensor fechou em 41,1 pontos.

Tabela 1: Variáveis Macroeconômicas Brasileiras

	Set/08 (var. mês)	Out/08 (var. mês)	Nov/08 (var. mês)	Dez/08 (var. mês)	Jan/09 (var. mês)	Var. 12 meses até Set/08	Var. 12 meses até Jan/09
Inflação e Taxa de Câmbio							
IPCA (%)	0.26%	0.45%	0.36%	0.28%	0.48%	6.25%	5.80%
Expectativa IPCA 2009 (%)	4.90%	5.06%	5.25%	5.00%	4.60%	-	-
IPA-DI total (%)	0.44%	1.36%	-0.17%	-0.88%	-0.33%	14.33%	8.27%
IPA industrial (%)	0.77%	1.86%	0.00%	-0.73%	-1.16%	13.78%	10.67%
IPA agrícola (%)	-0.46%	-0.02%	-0.64%	-1.30%	2.07%	15.84%	2.11%
Taxa de Câmbio Variação (%)	17.13%	10.50%	10.30%	0.17%	-0.89%	4.10%	31.58%
Taxa de Câmbio Nominal (R\$/US\$)	R\$ 1.91	R\$ 2.12	R\$ 2.33	R\$ 2.34	R\$ 2.32	-	-
Atividade Econômica							
Produção Industrial (%)	1.43%	-1.40%	-7.16%	-12.38%	2,3%	6.81%	-
ABPO (%)	0.31%	1.16%	-4.22%	-6.36%	1.82%	0.88%	0.08%
Emprego Fiesp (%)	0.41%	-0.22%	-1.21%	-4.92%	-1.34%	3.42%	-2.22%
Emprego Caged (%)	0.91%	0.20%	-0.13%	-2.08%	-0.32%	44.43%	-27.03%
Sensor Fiesp (pontos)	54,8%	50,2%	42,9%	34,5%	41,1%	-	-
Pesquisa Mensal do Comércio (%)	1.15%	-0.99%	-1.03%	-0.29%	-	10.25%	-
Setor Financeiro - Concessões diárias de crédito (variações percentuais)							
Concessões diárias de crédito (%)	9.91%	-3.10%	-9.41%	14.01%	-17.63%	14.51%	9.34%
Concessões diárias de crédito – PJ (%)	12.37%	-2.84%	-10.15%	16.84%	-24.76%	16.23%	11.51%
Concessões diárias de crédito – PF (%)	5.04%	-3.63%	-7.83%	8.12%	-1.64%	11.32%	5.30%
Setor Financeiro – Spread Bancário (% ao ano)							
Spread Bancário (%)	34.3	36.39	39.09	40.08	-	-	-
Spread Bancário – Pessoa Jurídica (%)	26.13	30.00	31.32	30.75	-	-	-
Spread Bancário – Pessoa Física (%)	38.53	39.72	43.21	45.17	-	-	-

Fonte: IBGE, Ipeadata, Bacen, Fiesp, ANFAVEA, ABPO

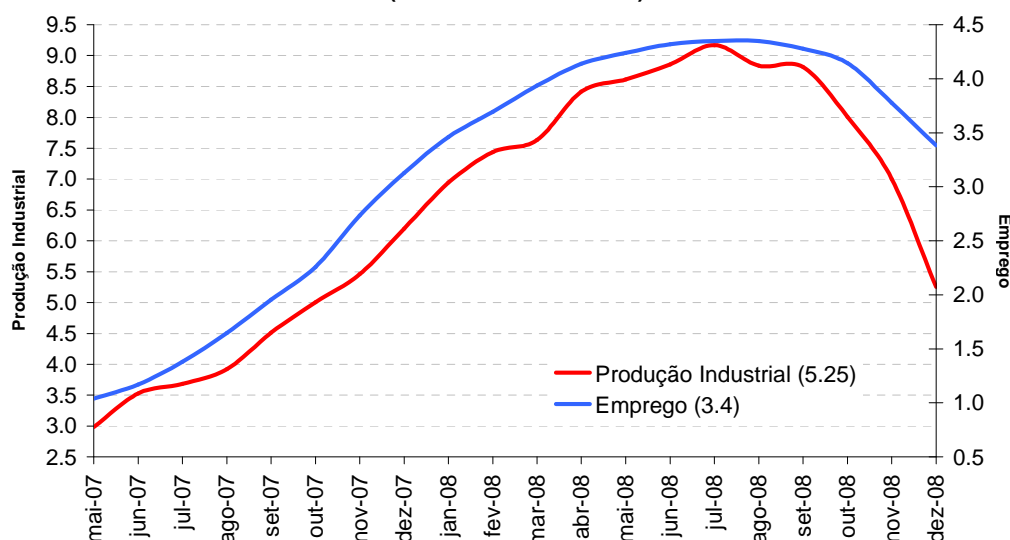
O mercado de trabalho se comportou de forma diferente das crises anteriores, respondendo de maneira rápida e intensa à reversão do crescimento econômico. Anteriormente,

⁴ Acima dos 50 pontos indica otimismo do empresário e abaixo indica pessimismo.

havia uma maior defasagem entre a queda da produção industrial e o aumento do desemprego (Gráfico 2). Esta defasagem não ocorreu na crise atual. A pesquisa de emprego da Fiesp/Ciesp vem mostrando variações negativas desde outubro de 2008, com destaque para o mês de dezembro (-4,92%) e janeiro (-0,32%). Isso significa que a indústria de transformação paulista reduziu cerca de 200.000 vagas entre Out/08 e Jan/09. O Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Caged), por sua vez, aponta fechamento de 797,5 mil postos de trabalho formal apenas no período entre novembro de 2008 e janeiro de 2009. De acordo com pesquisa realizada pelo Seade/Dieese, a taxa de desemprego na região metropolitana de São Paulo ficou em 12,5% em janeiro de 2009. Entre dezembro de 2008 e janeiro de 2009 houve fechamento de 137 mil vagas.

Gráfico 2

Emprego Fiesp/Ciesp vs. PIM-SP
(Acum. 12 meses em %)



Fontes: Fiesp/Ciesp e IBGE. Elaboração: Fiesp/Ciesp

As perspectivas também estão cada vez mais tímidas. Segundo o Relatório de Mercado Focus de 06/03/2009, a expectativa do mercado para o crescimento da produção industrial de 2009 está em -0,04%. Já a expectativa de crescimento do PIB em 2009 está em 1,20%. Diante da expectativa de prosseguimento da desaceleração econômica, a tendência é de continuidade da deterioração do mercado de trabalho, com a elevação taxa de desemprego e queda do rendimento real do trabalhador.

A consequência do enfraquecimento da atividade econômica já é sentida nos números referentes à taxa de inflação. Se até set/08 a inflação estava em 6,25% no acumulado de 12 meses, a mesma já se reduziu para 5,80% em janeiro na mesma base de comparação. Houve

deflação do IPA-DI em Dez/08 (-0,88%) e em Jan/09 (-0,33%), o mesmo ocorrendo com o IPA industrial, com deflações de -0,73% e -1,16% nos meses supracitados. Isso significa que mesmo com a desvalorização da taxa de câmbio de cerca de 40% (na comparação de Ago/08 com Jan/09) não está havendo repasse desta desvalorização para os preços no atacado (Tabela 1).

As expectativas de inflação do IPCA também estão com tendência de queda. Se em Nov/08, a perspectivas para a inflação no final de 2009 estavam em 5,25%, elas já estão em 4,66% de acordo com os dados do Relatório Focus de Mercado do dia 27 de fevereiro.

Esta análise sobre o enfraquecimento da atividade econômica brasileira já é objeto de observação de organismos internacionais. A Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) divulgou um relatório mostrando expectativas de queda para a atividade econômica em todos os 35 países analisados, emergentes e desenvolvidos. No relatório anterior, divulgado em janeiro, o Brasil figurava como a única economia com perspectivas futuras positivas. Na publicação atual, o país passa a ser citado no grupo das nações com perspectivas de uma forte desaceleração econômica.

A instituição divulgou esta previsão com base nos dados do Indicador Antecedente Composto (*Composite Leading Indicators*), referente a Nov/08. Esse indicador é uma composição de variáveis que respondem rapidamente às mudanças na atividade econômica. Quando abaixo de 100, indica forte desaceleração econômica (Tabela 2).

Tabela 2: Indicadores Antecedentes da OCDE – Países Selecionados

País	Set/08	Out/08	Nov/08	Dez/08	Jan/09	Previsão
Alemanha	96.5	94.7	93.0	91.5	90.2	forte desaceleração
Japão	97.8	96.2	94.4	92.6	91.0	forte desaceleração
Reino Unido	97.7	97.0	96.4	96.1	95.7	forte desaceleração
Estados Unidos	96.5	94.8	93.1	91.5	90.1	forte desaceleração
Zona do Euro	97.2	96.1	95.2	94.3	93.7	forte desaceleração
China	96.0	93.8	91.6	89.5	87.4	forte desaceleração
Índia	96.8	95.6	94.4	93.4	92.4	forte desaceleração
Rússia	99.1	95.9	92.5	89.2	85.9	forte desaceleração
Brasil	103.9	102.1	99.8	97.2	94.5	forte desaceleração

Fonte: OCDE

Decréscimo da série abaixo de 100: forte desaceleração

Condução da política monetária em tempos de crise aguda

Ao se descartar o setor externo como uma possibilidade de fonte de crescimento, resta a opção de busca por mecanismos que atuem no fomento da demanda interna evitando, assim, uma deterioração abrupta da produção, do trabalho e da renda. Neste contexto, a política monetária ganha um papel singular, não apenas na busca por uma postura que procure suavizar

os efeitos do choque, mas também no sentido de melhorar a confiança dos agentes por meio de ações que restabeleçam o bom funcionamento do canal de crédito.

Desta maneira, o Copom pode promover reduções mais acentuadas da taxa de juros sem que haja prejuízo em termos de inflação. Isso pode ser feito porque os números referentes à economia brasileira continuam mostrando um declínio severo da atividade econômica no país. As palavras da ata do Copom referente à reunião de janeiro não estão condizentes com a realidade pois, na publicação, a autoridade monetária afirmou que “o Comitê inicia um processo de flexibilização da política monetária realizando de imediato parte relevante do movimento da taxa básica de juros, sem prejuízo para o cumprimento da meta para a inflação”. O país necessita muito mais que isso. O Brasil necessita de um ciclo rápido e intenso de corte da taxa de juros que a leve a um patamar em torno de 8%. Somente com juros próximos dos praticados internacionalmente o Brasil poderá ser mais competitivo na economia globalizada.

Em estudo recente divulgado pelo FMI⁵, pesquisadores do fundo analisaram a condução da política monetária sob instabilidade financeira. De acordo com a pesquisa, se determinada economia está sob instabilidade financeira, a condução da política monetária deve ser diferenciada. Dado que autoridade monetária possui informações sobre a economia, como o risco de crédito, atividade econômica e nível de emprego, uma firme redução da taxa de juros pode conduzir a economia mais rapidamente a uma situação de normalidade, ou de atenuação da crise, fazendo com que os custos sejam menores em termos de produção e desemprego.

O primeiro ponto a ser destacado é a defasagem existente entre a ação de política monetária e seus efeitos sobre o lado real da economia. Isso quer dizer que uma queda da taxa de juros hoje somente irá ter a repercussão total na atividade econômica após um intervalo de 6 a 9 meses. Quando episódios de grande instabilidade financeira se tornam muito severos, ameaçando a estabilidade de preços, a produção e o emprego, a autoridade monetária deve agir hoje para que a atividade econômica não fique comprometida nos meses seguintes. Uma postura tímida e tardia por parte da autoridade monetária pode resultar em uma maior e desnecessária perda de produção e emprego. Dito isto, a política monetária deve ser pró-ativa, buscando se antecipar aos fatos, em resposta aos choques adversos.

Segundo declarações de Frederic Mishkin, ex-diretor do FED de Nova York, durante o período de turbulência financeira, como a atual, a condução da política monetária deve ser mais flexível no sentido de dissipar os efeitos contracionistas do choque e oferecer segurança contra os riscos que emergem sobre a economia. Em outras palavras, a autoridade monetária deve adotar

⁵ Cihák, M.; Bauducco, S.; Bulir, A. Taylor Rule under Financial Instability, IMF Working Paper, WP/08/18, Janeiro de 2008.

uma postura “de surpresa” (deve deixar de adotar posturas suaves) do que seria exigida em circunstâncias de relativa normalidade.⁶

O exemplo chileno

O Chile é um exemplo a ser seguido em termos de condução de política monetária, desde a implementação de seu próprio regime de metas de inflação. Em primeiro lugar, o Chile procurou equilibrar sua economia e iniciou seu processo de declínio da inflação com a divulgação de projeções inflacionárias com objetivos de longo prazo. O resultado foi um menor custo social de implementação do regime se comparado ao caso brasileiro. No Chile, a estratégia começou a ser estudada e adotada de forma gradual em 1991. No entanto, a plena utilização do regime só aconteceu em 2000 quando as autoridades monetárias passaram a divulgar os chamados relatórios de inflação.

Para enfrentar a crise atual, o Chile tem atuado fortemente na condução da política monetária. Uma das diferenças primordiais entre os dois bancos centrais é a periodicidade das reuniões. Enquanto o Brasil faz reuniões de decisões de taxas de juros a cada 45 dias, o Chile faz encontros mensais. Em sua última decisão, referente à reunião de fevereiro, o BC chileno resolveu provocar uma considerável queda na taxa de juros básica da economia em 250 pontos base, passando de 7,25 para 4,75. Isso depois de ter diminuído a taxa em 100 pontos base no mês de janeiro. Significa que desde o início do ano a taxa de juros básica chilena diminuiu 3,5 pontos percentuais, saindo de 8,25% para 4,75%. O resultado é uma queda de cerca de 40% na taxa de juros básica do Chile e uma taxa real de juros de 0,75% em Fevereiro de 2009 (dada uma inflação em 12 meses do IPC de 5,5%).

Isso demonstra que o BC Chileno saiu de um parâmetro clássico de uma instituição conservadora para uma condução de política monetária mais condizente com a atual crise financeira mundial. Em seu comunicado à imprensa, o BC chileno fundamenta sua decisão dizendo que a perspectiva é de queda significativa da inflação dado o arrefecimento da atividade econômica, demanda agregada, desaceleração do emprego e estreitamento do crédito. O conselho de política monetária deixa ainda mais claro que em um cenário mais provável, a taxa básica de juros do Chile seguirá uma trajetória para baixo.

A Tabela 3 deixa claro que os números referentes ao Chile estão bem semelhantes aos números do Brasil. A exceção, é claro, fica por conta da taxa de juros. Nota-se que a inflação nos dois países extrapolou as respectivas metas em 2008 e estão convergindo para a meta em 2009.

⁶ Governor Frederic S. Mishkin, Monetary Policy, Risk Management, and Financial Disruptions, Speech at the Federal Reserve Bank of New York, January 11, 2008.

Tabela 3: Comparações entre Brasil e Chile

VARIÁVEIS ECONÔMICAS	BRASIL	CHILE
Taxa de Juros – Fev/09	12,75%	4,75%
Inflação em 2008	5,9%	7,2%
Expectativas de Inflação - 2009	4,66 %	2,80%
Meta de Inflação - 2009	4,5%	3,0%
Desvalorização da Taxa de Câmbio (Set/08 - Jan/09)	40%	23%
Previsão de Crescimento do PIB em 2008	5,2%	4,8%
Projeções (FMI) de Crescimento do PIB em 2009 (FMI)	1,8%	3,8%
Taxa de Desemprego - 2008	6,8%	8,2%
Reservas Internacionais	US\$ 193 bi	US\$ 23 bi
Balança Comercial - 2008	US\$ 24.7 bi	US\$ 323 mi
Resultado Nominal	-1,63 (% PIB)	4,5% (% PIB)

Fonte: Bacen, IBGE, BC Chile

Simulações

O cenário econômico brasileiro se desenha da seguinte forma:

- inflação corrente e esperada convergindo para a trajetória de metas;
- “ausência de evidências nítidas de repasse da depreciação cambial” para os preços⁷;
- acentuada queda do ritmo de crescimento econômico.

Sendo assim, a postura mais correta e coerente por parte da autoridade monetária é adotar um ciclo de redução da Selic mais agressivo como o que está sendo feito no Chile. Desta maneira, pode-se evitar uma absorção mais do que necessária do atual choque externo.

O principal risco para as condições de crescimento econômico interno é o Banco Central insistir em uma eventual postura míope às circunstâncias, adotando uma conduta de política monetária excessivamente cautelosa no que diz respeito ao cumprimento da meta de inflação.

De fato, nossas simulações mostram que assumindo um ciclo monetário em que a taxa Selic encerre o ano em 10,25% (relatório Focus de 27/02/2009), um crescimento econômico mundial negativo da ordem de 0,90%, um resultado fiscal primário em torno de 2,80%, uma taxa de câmbio em torno de R\$/US\$ 2,30, gera um crescimento econômico brasileiro bem próximo a zero (com elevada probabilidade da taxa entrar em terreno negativo). Além disso, a taxa de inflação ficaria abaixo do valor central da meta de 4,50% (projetamos que 3,90% seria a inflação em 2009 nesta conjuntura).

⁷ Diagnóstico apresentado no parágrafo 24 da ata do Copom (140ª Reunião).

Por outro lado, no caso em que a autoridade monetária siga um processo mais firme de acomodação monetária que reduza taxa Selic para 8,50%, e mantida as demais hipóteses sobre o crescimento econômico mundial, resultado primário e taxa de câmbio, a taxa de crescimento do PIB convergiria para o intervalo entre 1,0% e 1,5% (Gráfico 3). Neste cenário, a inflação atinge 4,30% em 2009, ou seja, abaixo da meta de 4,5% estabelecida para 2009.

Em suma, esses resultados ilustram que existe espaço para uma postura mais agressiva da autoridade monetária. Este trabalho mostra que o Banco Central tem acesso a informações passadas e expectativas que propiciam um ciclo de queda mais rápida e intensa da taxa de juros sem que haja um descolamento perigoso e nocivo da inflação em relação à sua meta. Caso o Banco Central siga com o processo gradualista de queda da Selic, a tendência é o Brasil ter crescimento próximo a zero, com elevada probabilidade de entrar em terreno negativo. Por outro lado, uma postura mais adequada à mudança na realidade econômica, semelhante ao Chile, pode refletir em um maior crescimento econômico em 2009, levado a reboque, por uma menor absorção do choque externo.

Gráfico 3

