



Carta de Conjuntura do GECE

Janeiro de 2014

Nº 01/14

Ciclo de alta da taxa Selic perto do fim.

"A política monetária tem o seu ciclo de atuação, que submete a economia a um purgatório antes de conduzir à Terra Prometida da calma dos preços. Primeiro, aumentam os juros. A seguir, sobem ou pelo menos deixam de cair as reservas internacionais. Em terceiro lugar, desaquece-se a atividade econômica. Em quarto lugar, com a retração dos estoques e do mercado interno, melhora a balança comercial. Só depois de consolidadas essas quatro fases é que vem a quinta: a do declínio da taxa de inflação. E aí a recompensa final: a volta às altas taxas de crescimento sem tensões inflacionárias adicionais" (M.H. Simonsen).

Por Vítor Wilher¹

Os termômetros têm registrado temperaturas recordes na ex-capital federal. 40 graus parecem ser o limite inferior desses registros. O sol, que invade as janelas, dando de ombro para as cortinas, mesmo as felpudas, se põe somente tarde da noite, o que combinado com o horário adiantado desses tempos, faz lotar as praias. Tempestade

perfeita, nesse sentido, só se for de raios de sol e, conseqüentemente, de muito calor.

Assim começou 2014, em meio à ressaca das festas de fim de ano, com os mercados ainda tentando entender os desenlaces da última reunião do FOMC² sobre a taxa de câmbio e, conseqüentemente, sobre a condução da política monetária brasileira.

A redução dos estímulos à economia norte-americano, decidida nessa reunião, em US\$ 10 bilhões a menos em compras de títulos, sinaliza o início do fim das medidas heterodoxas implementadas sob o codinome de *quantitative easing*. Mantida a taxa básica de juros entre 0% e 0,25%, o Federal Reserve (FED, banco central norte-americano) decidiu por reduzir na marra as taxas de juros de títulos de mais longo prazo, objetivando

¹ Macroeconomista. Contato: www.vitorwilher.com.

² Federal Open Market Committee, o comitê vinculado ao Banco Central norte-americano, responsável por decidir a condução da política monetária naquele país.



incentivar consumo e investimento, tentando assim cumprir seu duplo mandato de estabilidade de preços com nível adequado de emprego.

Os últimos dados da economia norte-americana, principalmente no que tange ao nível de atividade e ao mercado de trabalho, indicam que a recuperação parece ser mais robusta nesse momento. Desse modo, o *tapering* (a redução dos estímulos) deve ganhar força ao longo do ano, algo que deverá ser meticulosamente avaliado na próxima reunião do nosso Comitê de Política Monetária, o COPOM, nos dias 14 e 15 de janeiro.

Em meio à sinalização feita no parágrafo 30 da ata da 179ª reunião do COPOM³, a de que *"Ao mesmo tempo, o Comitê pondera que a transmissão dos efeitos das ações de política monetária para a inflação ocorre com defasagens"*, abriu-se a possibilidade para que o ciclo de contração se ajuste para 25 pontos-base, ao invés dos 50, até aqui

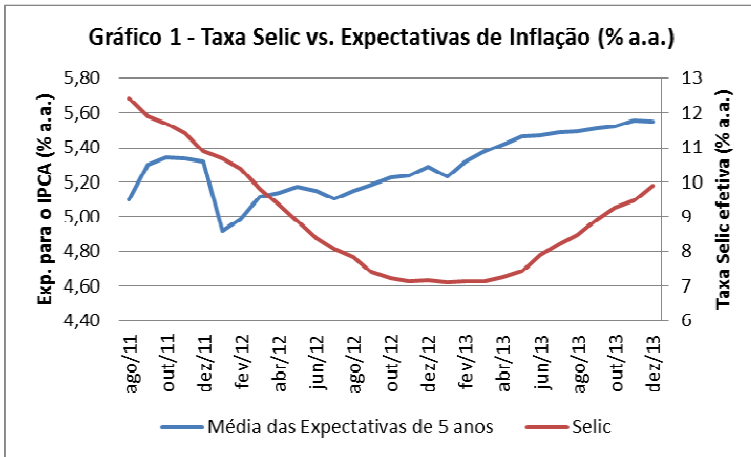
praticados. Ao menos foi essa a interpretação retirada do último boletim Focus de 2013. No âmbito do GECE, no que foi posto na Carta de Dezembro, ainda sem a divulgação da ata da 179ª reunião e também sem os resultados postos na reunião de 18 de dezembro do FOMC, víamos a Selic em 11% esse ano.

O principal motivo para entendermos que o Banco Central brasileiro ainda faria mais dois ajustes de 50 pontos-base, à luz das informações que tínhamos no início de dezembro, era o descolamento das expectativas de inflação em relação à meta de 4,5%. Mesmo com o ajuste em curso da taxa básica, de até aqui 275 pontos-base, as expectativas de inflação para esse ano estão próximas a 6%⁴.

No gráfico 1 é possível verificar que não apenas as expectativas para esse ano estão descoladas, mas fazendo a média da expectativa no mês j para os próximos cinco

³ No que foi ratificado no capítulo 6 do relatório de inflação, divulgado ao fim de dezembro.

⁴ Em 27/12/2013 a expectativa para o IPCA em 2014 era de 5,96%.



cambaleante recuperação do nível de atividade – a expectativa é que o crescimento em 2014 será menor do que em 2013, na casa de 2%.

Contrabalanceando

essa visão, temos que a inflação ainda mostra resistência, apesar da incipiente recuperação da economia. O grupo de serviços, pressionado pelo contínuo aumento da massa salarial (dada a baixa taxa de desemprego), ainda acumula alta em 12 meses na casa dos 8%. Além disso, o grupo de preços monitorados deve registrar elevação esse ano, pelo reajuste na gasolina e pelo repasse do acionamento de térmicas ao consumidor.

Outro fator a ser contrabalançado é a política fiscal. No último relatório de inflação, o Banco Central sugeriu que o nível atual de superávit primário (em torno de 1,9%) não seria suficiente para estabilizar a dívida bruta⁶. Ou

anos, verifica-se clara tendência de alta, desde o início de 2012. Dado que os choques de oferta, principalmente sobre o grupo de alimentos, se dissiparam ao longo do ano passado, tal descolamento pode ser entendido como uma perda de credibilidade da política monetária⁵.

A despeito desse descolamento, o entendimento majoritário é que o Banco Central deve fazer mais dois ajustes de 25 pontos-base, levando a Selic para 10,5% e aí permanecendo ao longo de 2014. Corroborando com esse cenário as defasagens envolvidas no processo descrito na epígrafe dessa carta, bem como a ainda

⁵ Algo que foi assunto da carta de dezembro do GECE.

⁶ Importa ressaltar que esse resultado só foi alcançado, mais uma vez, com o uso de receitas

seja, níveis maiores de superávit precisam ser alcançados para não pressionar a demanda agregada.

Ademais, com o processo de contínua desvalorização da taxa de câmbio, desde meados do ano passado, seja por intenção do governo brasileiro, seja por piora no cenário internacional, o grupo de bens comercializáveis saiu de 2,97% no acumulado em 12 meses terminados em junho de 2012 para 6,2% em novembro de 2013. Dado que o câmbio não deve ceder o atual patamar de 2,40 R\$/US\$, esse grupo de preços continuará sendo fonte de pressão ao longo de 2014. Ou seja, leitor, apesar do baixo crescimento da economia brasileira, o cenário não se mostra benigno para a inflação.

Em assim sendo, qual deverá ser a decisão do Banco Central brasileiro na próxima reunião?

Com as novas informações postas desde a última carta de conjuntura, notadamente no que

extraordinárias, vindas do Refis e do leilão de Libra.

tange ao cenário externo, o GECE entende que o cenário com mais dois ajustes de 50 pontos-base teve sua probabilidade reduzida. O processo gradual de redução dos estímulos foi bem recebido pelo mercado, mantendo a taxa de câmbio ao redor da definida no cenário de referência do Banco Central⁷. Nesse sentido, *aumentou a probabilidade do Banco Central encerrar o ciclo antes de chegar aos 11%.*

Nossa interpretação, nesse aspecto, agregando aspectos positivos e negativos, é que o Banco vai ajustar a Selic em 25 pontos-base na reunião dos dias 14 e 15 de janeiro e, ou encerre o ciclo, deixando a Selic em 10,25% ou dê indicações de que fará apenas mais um ajuste de 25 pontos-base, levando a Selic para 10,5%.

Ressaltamos, porém, que diante dos problemas de comunicação⁸ da autoridade

⁷ 2,35 R\$/US\$.

⁸ Nota-se, nesse ponto, a ambiguidade revelada no aspecto fiscal. Em meio a um ano eleitoral, o Banco vinha considerando o impulso fiscal neutro, do ponto de vista da demanda agregada, algo bastante duvidoso.



monetária, esse cenário está imerso em incerteza. Além disso, diante das projeções contidas no último relatório de inflação, em que o banco via o IPCA em 5,4% no quarto trimestre de 2015, no cenário de referência (aquele com câmbio em 2,35 R\$/US\$ e Selic em 10%), aumentar a taxa básica em apenas mais 50 pontos-base não nos parece suficiente para fazer convergir o IPCA para a meta de 4,5%. Nossa visão é de que o orçamento de juros mínimo seria de 11%, dada a deterioração da credibilidade, discutida em nossa carta anterior. Nesse aspecto, o cenário com Selic em 10,5% é puramente reflexo do que o banco irá fazer – e não de como ele *deveria* agir⁹.

Caso opte por uma intervenção mais conservadora, isto é, dando maior atenção às expectativas descoladas dos agentes, o banco

continuará no ritmo atual, aumentando a taxa básica em 50 pontos-base, visando redirecionar a taxa real de juros para a taxa neutra, aquela que não pressiona a inflação. Com as informações disponíveis até aqui, entretanto, esse cenário, com Selic em 11% no final de 2014, teve sua probabilidade reduzida, ganhando força a visão de que a Selic estacionará em 10,5%, ao fim das duas próximas reuniões, uma em janeiro, a outra em 25 e 26 de fevereiro. O quadro abaixo resume nossa posição, conforme o que foi definido na nota de rodapé 9.

Reunião	Positiva	Normativa
180 ^a (janeiro)	25 p.b.	50 p.b.
181 ^a (fevereiro)	25 p.b.	50 p.b.
Fim de 2014	10,5%	11%

⁹ Em economia, habitualmente, chamamos a visão do que de fato o agente faz de “aspecto positivo”, enquanto a forma como ele deveria agir de “aspecto normativo”. Nossa visão positiva, nesse aspecto, é a de que o banco deverá optar pelo orçamento de 325 pontos-base, levando a Selic para 10,5%. Nossa visão normativa, entretanto, é a de que o banco deveria optar pelo orçamento de 375 pontos-base, levando a Selic para 11%, no mínimo.

