



Rogério Mori\*

Economia - Brasil

# O aperto monetário foi exagerado

Mesmo com a queda da Selic, diminui a velocidade de expansão do crédito

Os últimos indicadores da atividade econômica e de inflação indicam claramente o excesso de conservadorismo da política monetária praticada pelo Banco Central (BC) nos últimos meses.

De fato, a produção industrial brasileira vem mostrando claros sinais de desaceleração na margem, com o crescimento acumulado no ano até agosto se situando em 2,8% e o acumulado em 12 meses terminados em agosto registrando variação de apenas 2,2%.

Ao mesmo tempo, a taxa de desemprego brasileira, medida pelo IBGE, tem-se situado acima do patamar de 10% de maneira quase sistemática ao longo de 2006. A consolidação desse quadro desalentador vem sendo reforçada pelo desempenho do PIB, que registrou crescimento sazonalmente ajustado de apenas 0,5% no segundo trimestre do ano relativamente ao trimestre anterior e cujas perspectivas são de baixo crescimento para os próximos trimestres.

Do outro lado, os preços vêm registrando variações baixas há algum tempo: desde abril o IPCA vem registrando sistematicamente variações mensais inferiores a 0,40% (lembrando que, para atingir a meta, o IPCA deve registrar variação mensal próxima a 0,37%) e acumulando variação de 3,84% nos últimos 12 meses terminados em agosto. Mesmo os núcleos do IPCA também têm registrado variações abaixo desse patamar, indicando um ambiente inflacionário mais favorável nos últimos meses.

Ao mesmo tempo, as perspectivas sinalizam para uma manutenção desse quadro. Se-



gundo o relatório de mercado (Focus) do BC de 6 de outubro, a mediana das expectativas aponta para uma variação de 3,01% em 2006 e de 4,20% no ano que vem. Do lado do crescimento, a mediana das expectativas de mercado aponta para um crescimento do PIB de 3,0% neste ano e de 3,5% em 2007. Em outras palavras, caso essas expectativas se confirmem, o ambiente de baixo crescimento e de inflação abaixo da meta deve continuar a se manter mais adiante.

Esse ambiente reforça a noção de que a política monetária foi, de fato, mais conservadora do que deveria. Aparentemente, o Banco Central, no desenho da sua estratégia de política monetária, não considerou ou potencialmente subestimou os

efeitos de algumas variáveis que se fazem sentir com maior intensidade neste momento.

De um lado, mesmo com o ciclo de redução da taxa básica de juros, a velocidade de expansão das operações de crédito parece estar desacelerando nos últimos meses. Esse fato pode estar associado aos limites naturais impostos pelo ciclo de endividamento recente dos agentes (principalmente pessoa física) frente a um baixo crescimento da renda.

Adicionalmente, mesmo com a queda da taxa básica em termos nominais, as taxas de juros reais "ex-post" e "ex-ante" permanecem elevadas, dado o colapso verificado na inflação decorrida e na esperada. Tal quadro contribui para um baixo dinamismo de vários

segmentos e uma clara desaceleração pode ser verificada no setor produtor de bens duráveis nos últimos meses.

Outro elemento que parece ter sido subestimado parece ter vindo do lado dos efeitos da taxa de câmbio sobre o conjunto da economia brasileira. Do lado do crescimento econômico, a contribuição do setor externo está se extinguindo ante os efeitos da apreciação cambial e da aceleração das importações. Isso implica que uma maior robustez do crescimento só seria possível ante um maior dinamismo das fontes domésticas de crescimento, algo que não está ocorrendo no momento.

Além disso, o efeito da apreciação cambial sobre os preços também parece ser maior que o esperado, o que tem contribuído para manter a inflação em patamar mais baixo que o antevisto e diminuir a inércia inflacionária.

O conjunto desses elementos sugere que o Banco Central poderia ter sido mais ousado nos últimos meses, aproveitando o bom momento contextualizado pelo quadro econômico atual. A despeito disso, o conservadorismo tem pautado as decisões do BC e mesmo para a próxima reunião se espera uma redução moderada.

O reflexo dessa postura conservadora também se faz sentir sobre as expectativas de mercado, que apontam para a meta da Selic fechando 2006 em 13,5% aa e em 12,5% aa no fechamento do ano que vem (queda de apenas um ponto percentual ao longo do ano).

\* Professor e coordenador do Centro de Macroeconomia Aplicada (Cemapa) da FGV/EESP. Próximo artigo do autor na quarta-feira, 1º de novembro