



BANCO CENTRAL DO BRASIL

São Paulo (SP), 16 de abril de 2014.

**Discurso do Diretor de Política Econômica do Banco Central, Carlos Hamilton
Araújo, na *Macro Vision International Conference 2014***

A todos aqui presentes, meu cordial boa-tarde.

Quero agradecer aos organizadores - especialmente ao Ilan Goldfajn - pelo convite; e dizer que, para mim, é um grande prazer mais uma vez participar desta conferência.

Meu plano para hoje é fazer uma reflexão sobre transmissão de política monetária no Brasil, na vigência do regime de metas; mais precisamente, nos últimos quatro ciclos de elevação da taxa Selic.

A fim de contextualizar a discussão, começo lembrando como o saber convencional trata a transmissão de política monetária e os principais canais.

A seguir, o foco se desloca para desenvolvimentos que, supostamente, estariam bloqueando a transmissão das ações de política monetária no Brasil.

De imediato, passo aos argumentos e fatos que indicam que o processo de transmissão da política monetária segue seu curso natural.

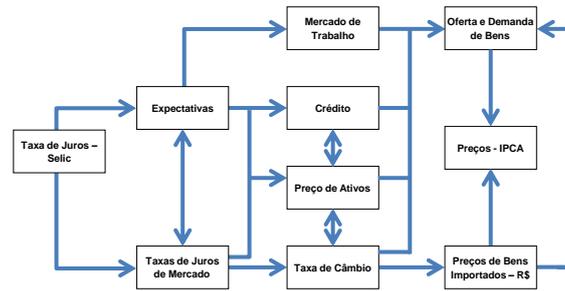
Já me antecipando, minha conclusão é de que a política monetária tem operado adequadamente. Nesse sentido, a evolução da economia durante o atual ciclo de elevação da Selic, combinada com a trajetória que se antecipa para os próximos trimestres, segue em linha com o que se poderia esperar.

Dito de outra forma, as informações disponíveis sugerem que os impulsos monetários têm se propagado por intermédio dos principais canais de transmissão, e que assim continuarão nos próximos trimestres; donde se infere que a política monetária tem sido efetiva em conter as pressões inflacionárias.

Transmissão da Política Monetária

A literatura teórica, no que é amplamente amparada pela evidência empírica e pela experiência internacional, indica que decisões de política monetária são transmitidas por intermédio de um processo caracterizado por defasagens longas e variáveis.

Transmissão da Política Monetária



Fonte: BCB

O diagrama acima ilustra o processo, e, em boa medida, também representa como a transmissão de política monetária se desenvolve nos modelos utilizados pelo Banco Central.

No que diz respeito aos canais de transmissão, em geral, quatro são apontados como os principais:

(1) Canal da atividade, de acordo com o qual, a transmissão das ações de política monetária se manifesta via incentivos para que as famílias realoquem seus recursos, ao longo do tempo, entre consumo e poupança, bem como para que as firmas revejam seus planos de investimento.

Essa revisão de planos de consumo e de investimento leva a revisões nos planos de produção e de contratação de mão de obra, que, em estágio posterior, refletem-se na formação de salários.

No caso de elevação da taxa de juros, o impacto sobre preços pode ser dividido em duas partes: (1) a ação de política monetária induz os consumidores a trazerem a valor presente os efeitos desinflacionários esperados (o componente expectacional); e (2) a ação de política monetária reduz a demanda agregada e gera capacidade ociosa na economia.

(2) Canal do câmbio, de acordo com o qual, a transmissão das ações de política monetária se materializa via mudanças nas expectativas de retorno de ativos domésticos - em comparação aos de ativos externos -, que se traduzem em movimentos de capitais.

No caso de elevação da taxa de juros, a repercussão sobre preços pode ser dividida em três partes: (1) a apreciação da moeda reduz os preços dos bens importados; (2) a expectativa de competição com produtos e serviços importados impõe maior disciplina

aos formadores de preços domésticos; e (3) as importações reduzem a demanda nos mercados de insumos domésticos, gerando alguma capacidade ociosa.

(3) Canal do crédito, segundo o qual, a transmissão das ações de política monetária ocorre via mudanças nas taxas de juros de mercado (longas) e nos preços das garantias. Assim, diminui a capacidade de firmas e famílias de se endividarem, respectivamente, de anteciparem investimento e consumo. Os bancos, por sua vez, têm o valor dos seus ativos reduzidos, têm diminuída a capacidade de concederem crédito.¹

No que diz respeito aos impactos sobre a dinâmica dos preços, os decorrentes deste vetor são qualitativamente similares aos do canal da atividade, portanto, aplicam-se os dois comentários feitos anteriormente.

(4) Canal das expectativas, além de afetar a formação de preços diretamente, as expectativas dos agentes permeiam os demais canais.

Incertezas, Conjuntura Peculiar e Transmissão

Pela variedade de canais, pela diferença temporal com que podem alcançar os preços, entre outros aspectos, a transmissão das ações de política monetária é cercada de incertezas, especialmente em condições peculiares como as que ora prevalecem, doméstica e externamente.

À vista disso, alguém poderia indagar se a política monetária no Brasil, no ciclo atual, seria menos eficiente, se a resposta da economia brasileira ao atual ciclo de elevação da Selic diverge da verificada em ciclos anteriores.

Minha percepção, minha convicção, é de que não é menos eficiente, a rigor, talvez a eficiência possa até mesmo ter aumentado.²

Antes de explicitar minhas razões, porém, creio ser oportuno analisar três motivos que na visão de alguns poderiam apontar em sentido contrário:

(1) parte mais significativa da demanda doméstica se tornou insensível às ações de política monetária;

(2) a existência de fricções faz com que as taxas de juros praticadas no mercado de crédito não respondam apropriadamente às ações de política monetária; e

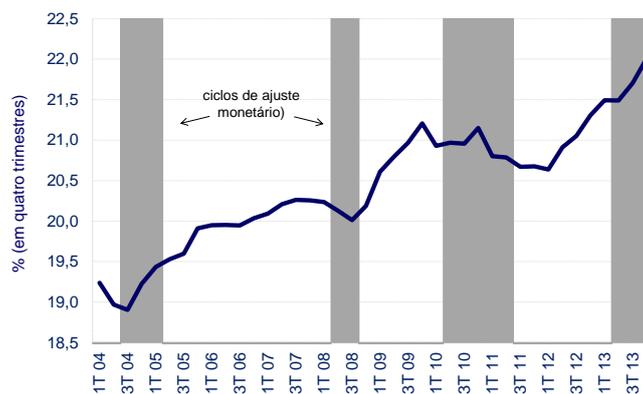
(3) desalinhamento dos preços administrados.

Vou me ater um pouco mais a cada um desses temas.

¹ Caberia mencionar, ainda, a possibilidade de transferência de renda (de capacidade de consumo) de família com maior propensão para famílias com menor propensão a consumir.

² O maior volume de crédito livre e a extensão de sua maturidade, o aumento da participação do estoque de títulos públicos pré-fixados e o recuo da participação dos indexados à taxa Selic, bem como o aumento do prazo médio da dívida pública como um todo, dentre outros aspectos, militam nessa direção.

Consumo do Governo/PIB

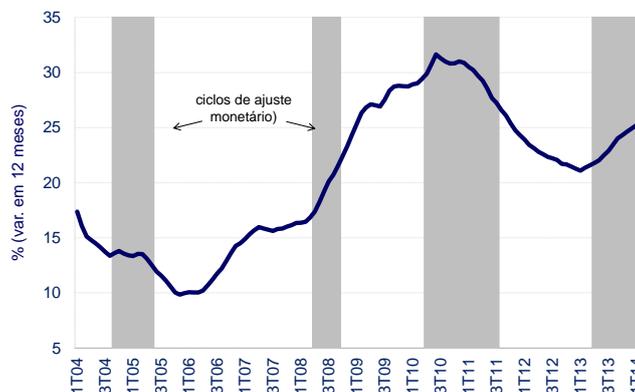


Fonte: BCB

Construído com base nas Contas Nacionais, o Gráfico acima apresenta a evolução do consumo do governo como proporção do PIB. Nota-se, no ciclo atual, tendência de elevação. Cabe lembrar que é largamente aceita a ideia de que o consumo do governo é o componente autônomo da demanda agregada, ou seja, insensível às ações de política monetária.

Sobre fricções no mercado de crédito, a legislação brasileira determina que parcela dos depósitos bancários seja utilizada em financiamentos específicos, por exemplo, para a agricultura e para moradias.

Crédito Direcionado

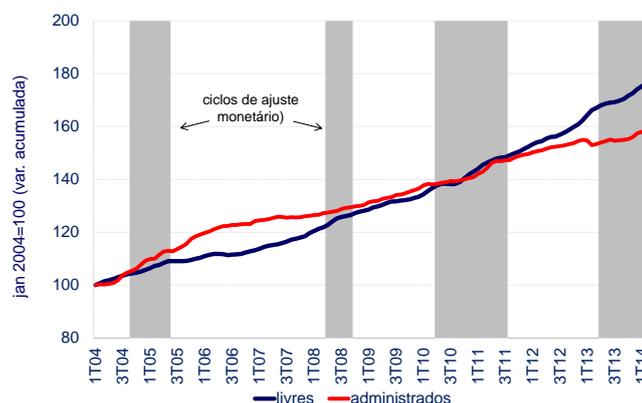


Fonte: BCB

Esse Gráfico mostra a taxa de crescimento do crédito direcionado no período amostral, donde nota-se que: (1) em 2004, crescimento a taxas relativamente modestas (em torno de 10%) e em desaceleração; (2) em 2008, crescimento a taxas elevadas (em torno de 20%) e em aceleração; (3) em 2010, crescimento a taxas muito elevadas (em torno de 30%) e em desaceleração; e (4) no ciclo atual, crescimento a taxas elevadas (em torno de 20%) e em aceleração.

Sabe-se que, no mercado de crédito direcionado, as taxas de juros são fixadas de forma *ad hoc*, o que, somado à inelasticidade da oferta, o torna pouco responsivo a flutuações da taxa básica de juros. Dessa forma, a parcela da demanda agregada mais fortemente vinculada ao mercado de crédito direcionado pode ser entendida como um componente semi-autônomo, isto é, pouco sensível às ações de política monetária.

IPCA – Livres e Administrados



Fonte: BCB

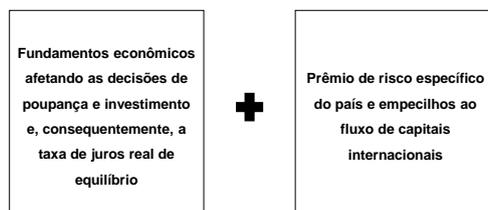
Sobre desalinhamento de preços, sabe-se que, no longo prazo, nas economias de mercado os preços tendem a apresentar taxas de crescimento similares. De fato, o Gráfico acima sugere que um mecanismo de correção de erros governaria a trajetória de preços administrados e preços livres. Há alguns anos, entretanto, os preços administrados têm variado menos do que os preços livres. Aparentemente o mecanismo de correção não tem sido efetivo e a distância entre os dois indicadores tem se alargado.

Ocorre que agentes racionais naturalmente tenderiam a esperar que o mecanismo de correção de erros prevalecesse. Na medida em que isso não se verifica, introduz-se certa rigidez nas expectativas, de modo que choques de preços favoráveis tendem a ser vistos como temporários; e vice-versa.

Na formulação da política monetária, esses três pontos podem se manifestar por intermédio de mudanças na taxa de juros de equilíbrio ou neutra.

A respeito desse tema, em boxe do Relatório de Inflação de setembro de 2010, argumenta-se que reduções na taxa neutra podem refletir, entre outros fatores, maior estabilidade econômica; aumento da credibilidade do banco central e do governo; e maior desenvolvimento do sistema financeiro.

Taxa de Juros de Equilíbrio



Fonte: BCB

Conforme sintetiza essa Figura, em outro box, do Relatório de Inflação de setembro de 2012, argumenta-se que a taxa de juros de equilíbrio é determinada por fundamentos que afetam as decisões de poupança e de investimento dos agentes econômicos; pelo prêmio de risco do país e pela existência de entraves aos fluxos de capitais internacionais.

Seguindo essa linha de argumentação, é admissível que, com probabilidade não desprezível, após atingir patamar mínimo histórico, o processo de redução da taxa neutra que se observava há alguns anos não apenas foi interrompida, mas também foi parcialmente revertido.

Sumarizando, então, do modo como se apresentam no atual ciclo de ajuste monetário, aparentemente, as trajetórias de consumo do governo, crédito direcionado e preços administrados exigem - na dimensão temporal e/ou na quantitativa -, esforço adicional de política monetária para que se alcance determinado ganho desinflacionário.

A meu ver, entretanto, seria equívoco confundir o nível de taxa de juros com sua eficácia no controle de pressões de preços. Dito de outra forma, não obstante reconhecer que, neste ciclo, a resultante dos vetores acima tem direção oposta à da política monetária, por si só isso não constitui evidência de bloqueio dos canais de transmissão, de perda de eficiência da política monetária, nem de que a resposta da economia ao ciclo atual se diferencia da observada em ciclos anteriores.

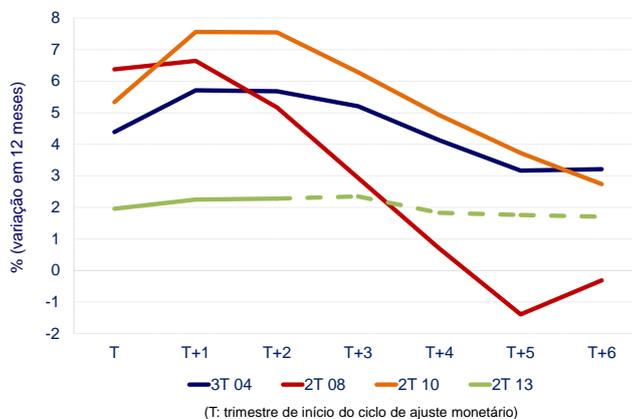
Transmissão da Política Monetária no Brasil

Dito isso, e conforme aludido, agora vou apresentar argumentos e evidências a favor da hipótese de eficiência da política monetária; de que a resposta da economia ao atual ciclo de elevação da Selic não diverge da verificada em outras oportunidades.

Então, tendo como ponto de partida os quatro canais de transmissão já mencionados, vou comparar as trajetórias de importantes indicadores ao longo dos ciclos de elevação

da Selic iniciados nos trimestres: julho-setembro de 2004, abril-junho de 2008, abril-junho de 2010 e em abril-junho 2013.

PIB



Fonte: BCB

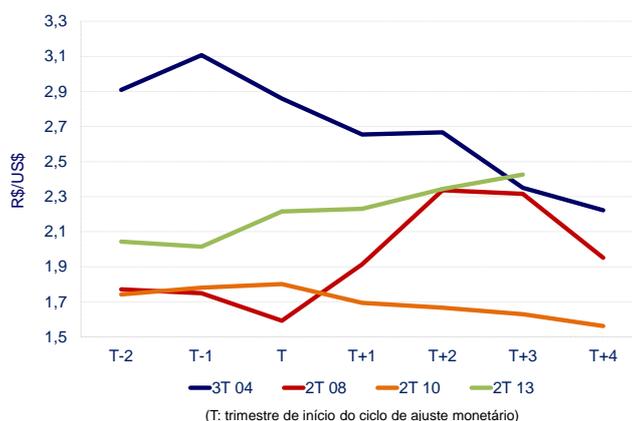
Esse Gráfico ilustra a variação do PIB nos últimos três ciclos de elevação da Selic, bem como no atual, que, para tanto, é completado por projeções de participantes de mercado recentemente coletadas pelo Gerin.³

Cabe destacar que: (1) nos ciclos de 2004 e 2010, a economia evoluiu como esperado, ou seja, não obstante haver se intensificado por dois a três trimestres após o início do aumento de juros, o ritmo de atividade arrefeceu a partir de então; (2) em 2008, como a crise global eclodiu no trimestre imediatamente após o início do ciclo, a desaceleração do ritmo de atividade foi muito intensa e quase imediata; (3) dentre os quatro ciclos, o atual foi o que iniciou com ritmo de atividade menos intenso, mas, aparentemente, mais resistente⁴.

² O período inicial, zero, corresponde ao trimestre em que teve início a elevação da taxa Selic.

⁴ Esses aspectos são robustos a diferentes medidas do nível de atividade, pois, gráficos com as mesmas propriedades são obtidos usando a variação em doze meses da produção industrial (IBGE), indústria geral, indústria de transformação ou demanda doméstica.

Câmbio Nominal



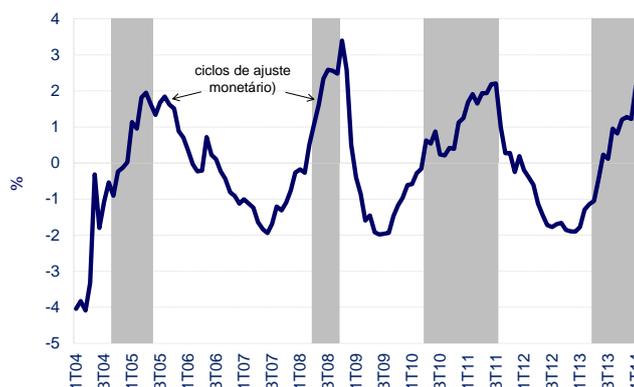
Fonte: BCB

Sobre a taxa de câmbio, como esperado no regime de câmbio flutuante, não se identifica padrão de comportamento bem definido quando comparadas as trajetórias dos quatro períodos.

No Gráfico acima, nota-se que, em termos nominais, houve apreciação nos ciclos de 2004 e 2010, sendo mais intensa no primeiro. Em 2008, o câmbio nominal alternou períodos de apreciação e depreciação ao longo do período amostral. No ciclo atual, até o momento, registra-se depreciação.

Importa destacar que, dentre os principais canais de transmissão, o câmbio é o mais suscetível a eventos externos. Isso posto, nos ciclos de 2004 e 2010, a economia foi alcançada por choques favoráveis nos termos de troca; já nos ciclos de 2008 e 2013, prevaleceu ambiente de alta volatilidade nos mercados domésticos, sendo, em 2008, decorrência da crise financeira internacional, e, em 2013, da perspectiva de normalização das condições monetárias nos Estados Unidos. No ciclo atual, por conseguinte, as evidências indicam que outras forças, ao menos temporariamente, têm sobrepujado a força dos impulsos monetários.

Gap dos Juros



Fonte: BCB

Sobre crédito, esse Gráfico, da diferença entre a tendência das taxas de *swap* de um ano e a taxa efetiva, sugere que, nos quatro ciclos de juros, a amplitude se aproxima bastante, com a taxa efetiva em torno de 2 pontos percentuais abaixo da tendência no início do ciclo e em torno de 2p.p. acima, no final.

Em 2008, mesmo após o encerramento do ciclo, a diferença aumentou, provavelmente, reflexo da ampliação de prêmios de risco. Em termos de velocidade do ajuste das taxas de mercado, o lag foi maior no ciclo de 2010 e menor no de 2008.

Ciclos Monetários, IPCA e Expectativas

Tabela 1 - Ciclos monetários, IPCA e Expectativas ^a

	set/04	abr/08	abr/10	abr/2013 ^b
Tamanho do Ciclo (meses)	9m (alta em 9 reuniões)	6m (alta em 4 reuniões)	15m (alta em 8 reuniões)	12m (alta em 9 reuniões)
Variação Nominal Selic	375 bps	250 bps	375 bps	375 bps
IPCA - Início do Ciclo	6,7%	5,0%	5,3%	6,5%
IPCA - Fim do Ciclo	7,3%	6,4%	7,2%	6,2%
IPCA Livres - Início do Ciclo	6,5%	6,6%	5,7%	8,1%
IPCA Livres - Fim do Ciclo	5,9%	7,8%	7,9%	7,0%
Expectativas - Início do Ciclo	6,2%	4,4%	4,8%	5,6%
Expectativas - Fim do Ciclo	5,1%	5,3%	5,5%	6,1%

^a IPCA acumulado em 12 meses, expectativas em 12 meses suavizadas para o IPCA, coletadas no dia da reunião com a primeira alta do ciclo de juros e no dia da reunião que marcou o fim da alta (primeira reunião sem aumento de juros).

^b Resultado parcial, avaliado até a reunião do Copom de abril de 2014. IPCA acumulado até março/14, expectativas GerIn de 4/4/2014

Essa Tabela contém informações sobre inflação e expectativas, em dois momentos distintos: (1) início do ciclo (data da reunião em que o Copom decidiu pela primeira elevação da taxa Selic); e (2) final do ciclo (data da reunião do Copom decidiu por interromper o ciclo, para o ciclo atual considera a reunião de abril).

Entre vários, três aspectos merecem atenção:

(1) nos três primeiros ciclos, a inflação aumentou durante o período em que a taxa Selic foi elevada, portanto, em linha com a visão de que os efeitos das ações de política monetária sobre a inflação se manifestam com defasagens;

(2) a inflação de preços livres - que responde mais rápida e intensamente ao ajuste das condições monetárias - aumentou em dois ciclos e recuou nos outros dois, um deles o atual; e

(3) as expectativas recuaram 0,9 p.p. no primeiro ciclo e aumentaram, respectivamente, 0,9%; 0,70% e 0,50% nos demais, portanto, aparentemente as expectativas de inflação também respondem com defasagens às ações de política monetária.

Sumarizando, não se identificam diferenças relevantes entre as trajetórias de diversos indicadores - inflação plena e de preços livres, expectativas de inflação, mercado de crédito, taxa de câmbio e crescimento – quando são comparados os quatro ciclos de elevação da Selic.

Considerando, então, o que se observou nos três ciclos anteriores, infere-se que parte significativa da resposta da economia como um todo - e dos preços em particular -, ao atual ciclo de elevação da Selic ainda está por se materializar.

Para finalizar, vou recorrer a um contra factual.

Admitindo que a política monetária não tivesse sido acionada, ou seja, que taxa Selic permanecesse em 7,25% (nível em que se encontrava no segundo trimestre de 2013), cabe perguntar: (1) qual seria atualmente a diferença entre a taxa de crescimento da demanda e da oferta? (2) Quão aquecido estaria o mercado de crédito? (3) Qual seria a taxa de câmbio? (4) Em que patamar estariam as expectativas de inflação?

Difícil precisar.

De qualquer maneira, é plausível afirmar que a inflação estaria alguns pontos de porcentagem (assim mesmo, no plural) acima do patamar verificado no segundo trimestre de 2013.

Ocorre que, efetivamente, no primeiro trimestre deste ano a inflação ficou em patamar abaixo do observado no segundo trimestre de 2013.

Como então reconciliar esse fato, dentre outros, com os quatro seguintes: (1) recente choque desfavorável de oferta no segmento de alimentos *in natura*; (2) direção desfavorável do vetor fiscal e do vetor parafiscal; (3) depreciação cambial; e (4) dinâmica demográfica e salarial desfavorável?

Na minha visão, qualquer explicação minimamente aceitável passa, necessariamente, pelas ações de política monetária tomadas pelo Banco Central do Brasil.

Muito obrigado!