

Intensidade e ritmo do ciclo de aperto monetário

A recente aceleração da inflação no atacado foi muito intensa. De algo pouco inferior a 1% durante abril, o IPA atingiu valores superiores a 2% na última prévia do IGP-M, e as expectativas para o índice fechado de maio são para cima. Essa rápida deterioração provocou curiosa reação no mercado. Passou-se rapidamente da sensação de que o Copom havia iniciado o ciclo de aperto monetário em vantagem, para a percepção de que a autoridade pode ter ficado atrasada no processo (behind the curve).

Essa percepção está por trás da visão dividida do mercado com relação à velocidade a ser impressa pelo Copom aos próximos passos do ciclo de aperto monetário, especialmente sobre possível aceleração da alta da Selic na próxima reunião, a ser iniciada no dia 3 de junho. Naturalmente, o tamanho do ciclo de aperto monetário também é objeto de discussão.

Cotejar o que se crê necessário para reverter a tendência de alta da inflação no ciclo corrente com os níveis de taxas de juros ex-ante praticados no último ciclo de aperto monetário certamente ajudará a análise.

A taxa de juros real ex-ante contém a informação mais relevante a ser considerada pelo mercado em momento de aceleração inflacionária: dada a maior incerteza com relação à inflação, que retorno real os investidores julgam necessário obter para seguir doando recursos. Em 2004, a incerteza relacionada ao comportamento dos preços derivava de uma reversão da tendência das expectativas de inflação, em queda desde o primeiro trimestre de 2003. Essa reversão, ademais, se dava com a inflação observada e esperada ainda acima da meta, em aproximadamente 1%.

O aperto monetário de 2004/2005 resultou em elevação de 544 bps na taxa real ex-ante se calculada a partir da Selic (ponto mais baixo junho de 2004, e ponto mais alto em agosto de 2005), e elevação menor, de 385 bps, se a taxa real levar em conta o swap de 360 dias. O ponto mais baixo da taxa, assim calculada, é janeiro de 2004, e não junho - o mercado, como de hábito, se antecipou aos economistas, que levaram mais tempo para reverter suas expectativas. Em níveis absolutos, a taxa real saiu de valores inferiores a 10% para entre 13,0% e 14,3% - conforme tomemos o swap de 360 dias ou a Selic - em seu pico.

Como essa experiência compara com a atual? Diferente daquele período, o nível absoluto da inflação corrente e das expectativas para os próximos 12 meses encontra-se bem mais perto da meta, e reverteram sua trajetória de queda em nível significativamente inferior à meta. Além disso, dessa vez o Copom resolveu agir de maneira preventiva, no estágio inicial do processo. Escolado pela experiência internacional e por suas próprias experiências passadas, o comitê considerou, corretamente a meu ver, que começar mais cedo deve diminuir a magnitude do movimento total requerido para trazer a inflação e suas expectativas de volta à trajetória de convergência para a meta.

Passemos então à visão que tenho do ciclo atual. No que se refere ao nível de juros reais no pico do ciclo, os pontos acima me fazem crer que dificilmente precisaremos voltar a ostentar taxas de juros reais ex-ante de mesma magnitude daquelas observadas no ciclo anterior.

No entanto, os valores ora observados para a taxa real ex-ante - 6,8% se considerada a Selic, e 8,3% se considerado o swap de 360 dias - parecem insuficientes para conter a atual escalada inflacionária. Embora o canal do crédito seja certamente mais eficaz hoje do que há 4 anos, a forte evolução recente da renda real e a situação de quase pleno emprego que se observa no mercado de trabalho tornam mais duro o trabalho de frear a economia.

Se considerarmos que no início do ciclo de aperto monetário a taxa real ex-ante considerando a Selic é particularmente importante - por ser a medida da intenção do Copom de não tolerar desvio relevante entre inflação observada/projetada e a meta - acredito que uma elevação da taxa real ex-ante em magnitude semelhante à observada no ciclo de 2004 será necessária para conter a propagação da inflação no atacado para os índices ao consumidor em níveis aceitáveis. Se esse raciocínio estiver correto, deveríamos ter no mínimo 300 bps de aperto adicional, com o Copom interrompendo a alta da Selic somente quando ela estiver por volta dos 15%.

No que se refere ao ritmo, estou no grupo dos que esperam aceleração. Um processo mais concentrado no tempo - com 4 elevações de 75 bps, ou mesmo 3 elevações de 100 bps cada uma - combina com o espírito de minimização da magnitude do movimento total, e de seu custo, evidenciado pela decisão do Copom de agir preventivamente, quando as expectativas de inflação encontravam-se ainda abaixo da meta.

Além disso, a aceleração inflacionária atual é particularmente preocupante do ponto de vista da disposição de repassar as pressões de custos para os índices ao consumidor. Todo processo inflacionário implica perda de renda real em alguns setores da sociedade, e uma semente de conflito distributivo. Quando a inflação está concentrada em alimentos, a pressão por remarcação pode ser particularmente premente. Limitar esse repasse requer forte sinalização do Copom de que qualquer recuperação de preços relativos deverá ocorrer de forma gradual, e não todo de uma vez.

Por conta disso, acredito que o mais provável é que o Copom acelere o ritmo de elevação da Selic, para 75 bps, na próxima reunião. Embora não acredite que seja a decisão do comitê, uma elevação de 100 bps seria a mais acertada.

André Loes
Sócio/ Economista-chefe