

13 de outubro de 2009

Mudanças à vista na política monetária

Como o Brasil mudou. Poucos meses atrás, o cenário era uma recessão profunda e provavelmente longa. Hoje, discute-se o quanto acima do potencial será o crescimento brasileiro em 2010. Este ritmo de mudanças leva a crer em maiores novidades num horizonte bastante curto de tempo.

Uma informação importante veio do Relatório Trimestral de Inflação do Banco Central do Brasil (RTI), publicado duas semanas atrás. O Relatório trouxe a trajetória prevista para a inflação nos próximos oito trimestres (veja o gráfico 1), trajetória derivada dos exercícios na ocasião da reunião do Comitê de Política Monetária (Copom) em 2 de setembro, dos quais retiramos as conclusões a seguir.

Gráfico 1

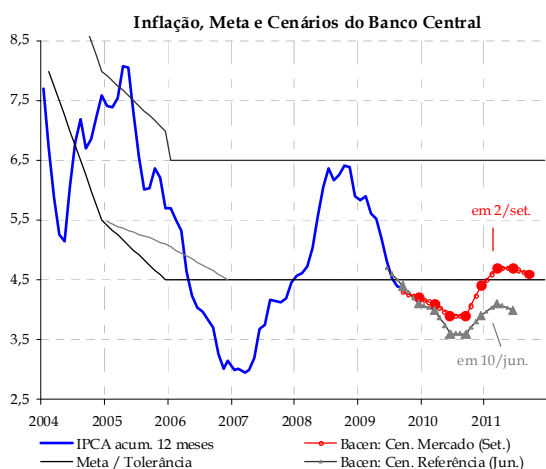
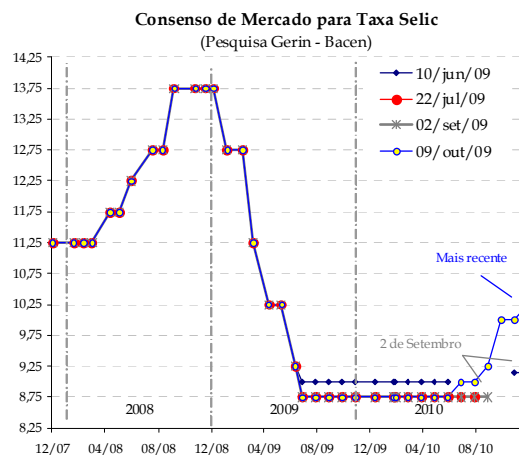


Gráfico 2



Como é visível no gráfico 1, o cenário do Banco Central mudou sensivelmente entre junho e setembro. Na reunião do Copom em 10 de junho, a manutenção da taxa Selic em 9,25% levaria a uma trajetória de inflação entre 0,5 e 1,0 ponto abaixo da meta nos próximos dois anos. A segurança com o cenário permitiu o corte adicional da Selic para 8,75% na reunião de 22 de julho, nível mantido na reunião de setembro.

Esta mudança de cenário iniciada em setembro deve, na nossa opinião, completar-se na reunião do Copom em 21 de outubro. A lógica é a seguinte: o Banco Central prevê melhor o comportamento da inflação no médio prazo, enquanto os analistas de mercado são mais ágeis e precisos nas previsões de curto prazo.

O exercício realizado em setembro com as curvas de consenso para as taxas Selic e de câmbio levou à elevação expressiva da inflação projetada. Usou-se basicamente uma alta mínima da Selic ao final de 2010 (veja o gráfico 2) e câmbio estável a R\$1,85. Na linguagem do Banco Central, houve uma deterioração do balanço de riscos do cenário prospectivo da inflação.

É certo que houve em setembro o detalhe adicional da reformulação do modelo estrutural de previsão da inflação. Segundo o RTI, a nova especificação do modelo incorpora melhor os efeitos da política fiscal. Considera-se aqui que estes efeitos estarão novamente incorporados nos exercícios de outubro.

Acreditamos que a perspectiva para as próximas reuniões do Copom é a contínua deterioração do cenário prospectivo da inflação. A trajetória de aceleração prevista em setembro e ilustrada no gráfico 1 se valeu de uma expectativa entre os analistas de 4,30% para a inflação (IPCA) em 2010. Este consenso já se moveu para 4,40% e sabemos que esta alteração, por si só, já é capaz de deslocar a projeção do Banco Central para praticamente 4,50% (gráfico 3).

Gráfico 3

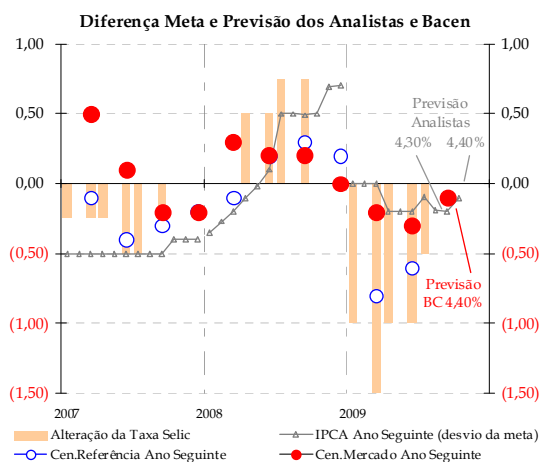
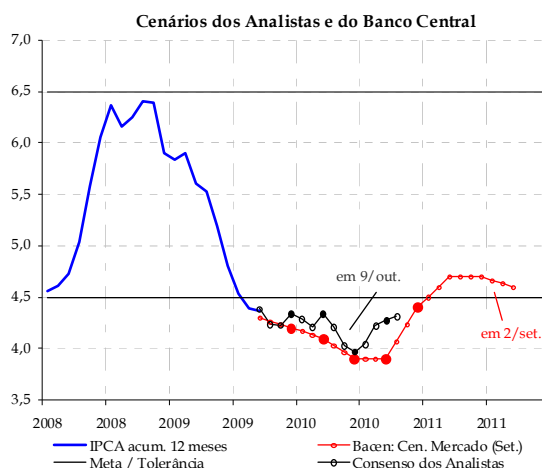


Gráfico 4



Em suma, os membros do Copom verão perspectivas menos favoráveis para a concretização de um cenário inflacionário benigno e registrarão o desconforto na ata da reunião publicada no dia 29 de outubro. A avaliação prospectiva da tendência da inflação, se a nossa lógica se materializar, deve descrever as projeções dos cenários de referência e de mercado ainda em torno, **porém acima**, da trajetória de metas para 2010.

A perspectiva de deterioração não pára por aí. A possibilidade de que os analistas de mercado sejam mais precisos nos movimentos de curto prazo leva a crer numa surpresa contínua dos membros do Copom com a inflação corrente. O quarto trimestre do ano e o primeiro trimestre do próximo possuem consensos de inflação acima da trajetória prevista pelo Banco Central (gráfico 4).

A reunião seguinte do Copom, em 9 de dezembro, registraria a surpresa da inflação acima do esperado entre outubro e novembro e completaria o anúncio formal que o Banco Central iniciaria, a partir de janeiro, um ciclo preventivo de alta de juros. Surpresas consecutivas com a inflação acima do esperado geralmente levam a ciclos de alta da taxa Selic, como visto no gráfico 5.

Gráfico 5

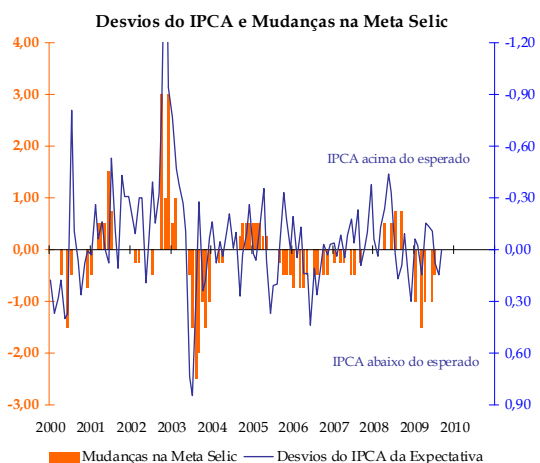
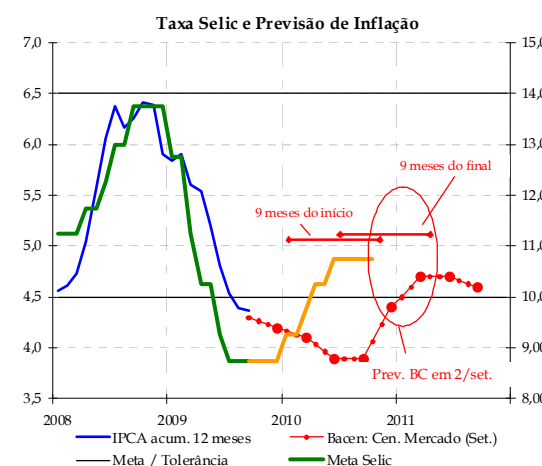


Gráfico 6



A extensão total do ciclo de alta depende de muitas informações que ainda não estão disponíveis, como o efeito da aceleração (moderada) da inflação mensal no último trimestre de 2009 sobre as expectativas para 2010, assim como a melhor avaliação da trajetória da demanda doméstica após o efeito defasado e acumulado do corte da Selic entre janeiro e julho.

Esta dinâmica do consumo, investimento e gastos públicos domésticos vai determinar a magnitude do excesso de demanda responsável pela aceleração da inflação ilustrada no gráfico 1.

A nossa expectativa, hoje, para o tamanho total do movimento gira em torno de 2,0 pontos percentuais, ou quatro movimentos de alta de 0,5 ponto cada nas reuniões do Copom entre janeiro e junho. Pode haver a necessidade de um quinto movimento em julho, o que elevaria o total do ciclo de alta a 2,5 pontos percentuais e levaria a taxa Selic de volta a 11,25% ao ano.

Há várias evidências a favor deste calendário para alta de juros. A mais forte delas é o efeito máximo do ciclo de alta de juros coincidir com o ponto máximo da inflação prevista nos cenários do Banco Central, apresentado de forma esquemática no gráfico 6. As evidências contrárias apontam para distintas direções.

De um lado, porque o Banco Central não iniciaria em dezembro se sua modelagem aponta para o IPCA acima da meta desde outubro? Por outro lado, a trajetória publicada em setembro aponta para a estabilização da inflação em 2011 pouco acima da meta. O BC poderia optar por esperar além de janeiro para acumular evidências se a deterioração do cenário prospectivo vai obrigá-lo ou não a subir a taxa Selic. Apreciações da taxa de câmbio também podem dar mais tempo para o BC decidir suas ações.

Esperamos, porém, que a ata do Copom de outubro mostre que o cenário de mercado do Banco Central também projeta inflação acima da meta em 2010, mesmo ao considerar a elevação de 1,5 ponto da taxa Selic a partir de julho que hoje aparece como consenso do mercado (veja novamente o gráfico 2).

Como argumentado acima, as informações ainda são preliminares para uma opinião forte sobre o ciclo de alta de juros em 2010. Porém, a possibilidade da ata da reunião do Copom em outubro registrar que os cenários prospectivos de inflação superam a meta já em 2010 é muito palpável, assim como tornar claro que a elevação da Selic não pode esperar até o segundo semestre. Como muitos participantes do mercado sabem, para bom entendedor, muitas vezes, meia palavra basta.