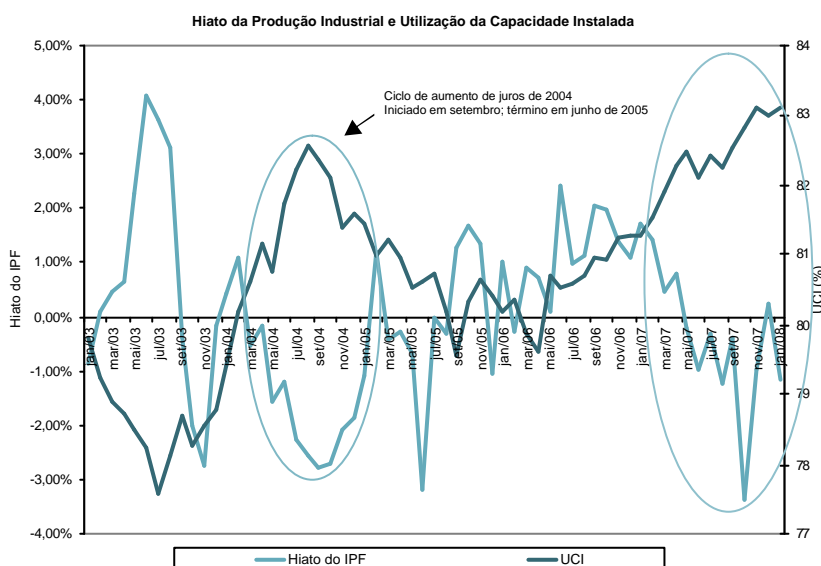


Considerações sobre a Possível Duração do Ciclo de Aperto Monetário

Como mencionamos no último Comentário de Conjuntura, apesar da clareza com que o Banco Central expôs o aumento dos riscos inflacionários no último Relatório de Inflação, permanecem dúvidas quanto à necessidade de iniciar, o quanto antes, um novo ciclo de aperto monetário. Contra o aumento dos juros, persiste a visão de que a capacidade de oferta da economia não está saturada, graças à maturação dos investimentos no [pipeline](#)¹.

É natural que se compare a situação atual com a de 2004, quando o Banco Central deu início ao último ciclo de aperto monetário. Conforme ilustra a [Figura 1](#) abaixo, os sinais de que a economia estava superaquecida eram mais evidentes do que agora, considerando-se a evolução do hiato da produção industrial. Quando o Banco Central deu início ao ciclo de elevação de juros em setembro de 2004, a utilização da capacidade atingia seu [auge](#)² e o hiato encontrava-se fortemente negativo. Essa demora pode ter contribuído para que o BC tivesse que aumentar os juros por 9 vezes consecutivas, totalizando 375 bps. Note-se ainda que, apesar dos sinais evidentes de superaquecimento, o primeiro aumento de juros na época foi de apenas 25 bps, seguido de 6 aumentos consecutivos de 50 bps.

Figura 1



É verdade que, naquela época, a inflação estava bem acima do centro da meta (5,5%), o que também contribuiu para que o ciclo de aperto tivesse uma duração mais longa. No entanto, isso não enfraquece o argumento de que é melhor agir preventivamente, como intenciona o Banco Central, a fim de evitar um esforço maior que possa comprometer mais seriamente a recuperação econômica em curso. De fato, como analisamos em artigo da Carta Galanto de [novembro de 2005](#)³, o Banco Central sob a administração de Henrique Meirelles tem mostrado uma baixa tolerância a desvios das expectativas de inflação em relação à meta. Esta evidência, aliada à constatação, em artigo da Carta Galanto de [agosto de 2006](#)⁴, de um “pessimismo inflacionário”, onde choques deflacionários são interpretados como transitórios enquanto choques inflacionários como mais duradouros, reforça o argumento preventivo para o aumento dos juros. Como verificamos nesta ocasião, apostas em

¹ Analisamos esta questão mais detalhadamente em BOLLE, M. B., GUILLÉN, D. e OLIVEIRA, D. “Política Monetária no Brasil e o Descolamento entre Oferta e Demanda Agregadas”. Carta Econômica Galanto, nº. 100. Mar. 2008.

² Note-se, porém, que no momento atual a utilização da capacidade encontra-se em patamar mais elevado do que em setembro de 2004.

³ CARNEIRO, D. D. e SINIGAGLIA, D. L. “Reação do Banco Central à Inflação e à Recessão: Cenários para os juros em 2006”. Carta Econômica Galanto, nº. 72. Nov. 2005.

⁴ CARNEIRO, D. D., SINIGAGLIA, D. L., e WU, T. Y. H. “O Custo do Pessimismo Inflacionário”. Carta Econômica Galanto, nº. 81. Ago. 2006.

inflações mensais em média maiores que os valores realizados, ao traduzirem-se em expectativas de inflação mais elevadas, fizeram com que o nível da taxa de juros tivesse que ser bem mais alto do que seria na ausência das mesmas (**Figuras 2 e 3**). Neste sentido, é também preferível que o Banco Central aja mais cedo para evitar o recrudescimento do pessimismo inflacionário, que poderia levar tanto a um período de aperto monetário mais extenso, quanto a um patamar de juros maior.

Figura 2

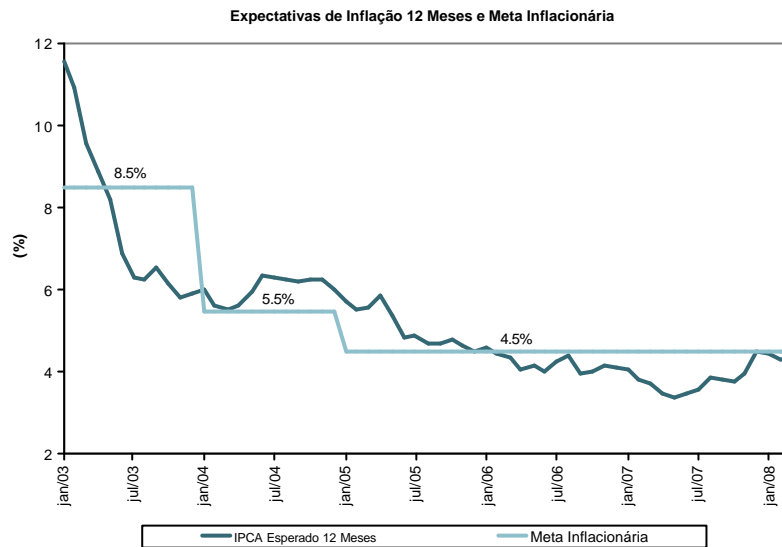
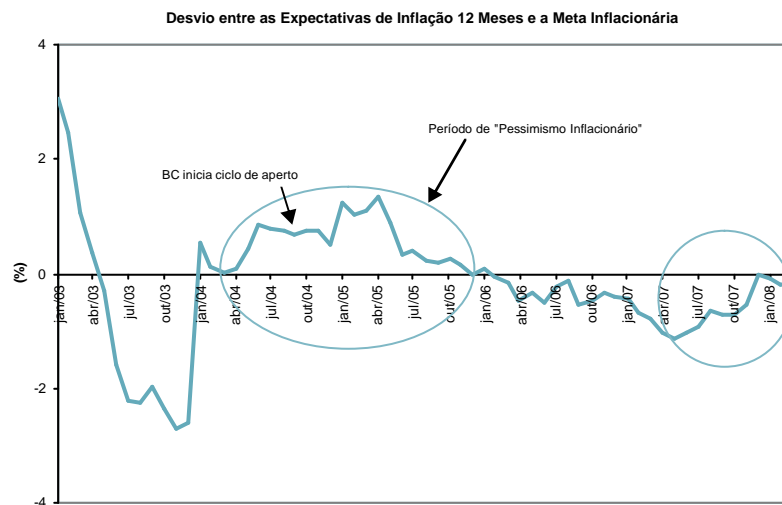


Figura 3



Por fim, cabe mencionar o papel da demanda externa. Por um lado, pode-se argumentar que a duração do processo de alta de juros agora pode ser menor que o de 2004, uma vez que a desaceleração contratada da economia mundial deverá arrefecer o ritmo de crescimento doméstico. Por outro, o impacto da redução da demanda externa sobre o balanço de pagamentos pode levar a movimentos cambiais menos favoráveis para a inflação. Julgamentos sobre a força relativa destes impactos devem exercer uma influência considerável nas decisões do Banco Central nos próximos meses.