

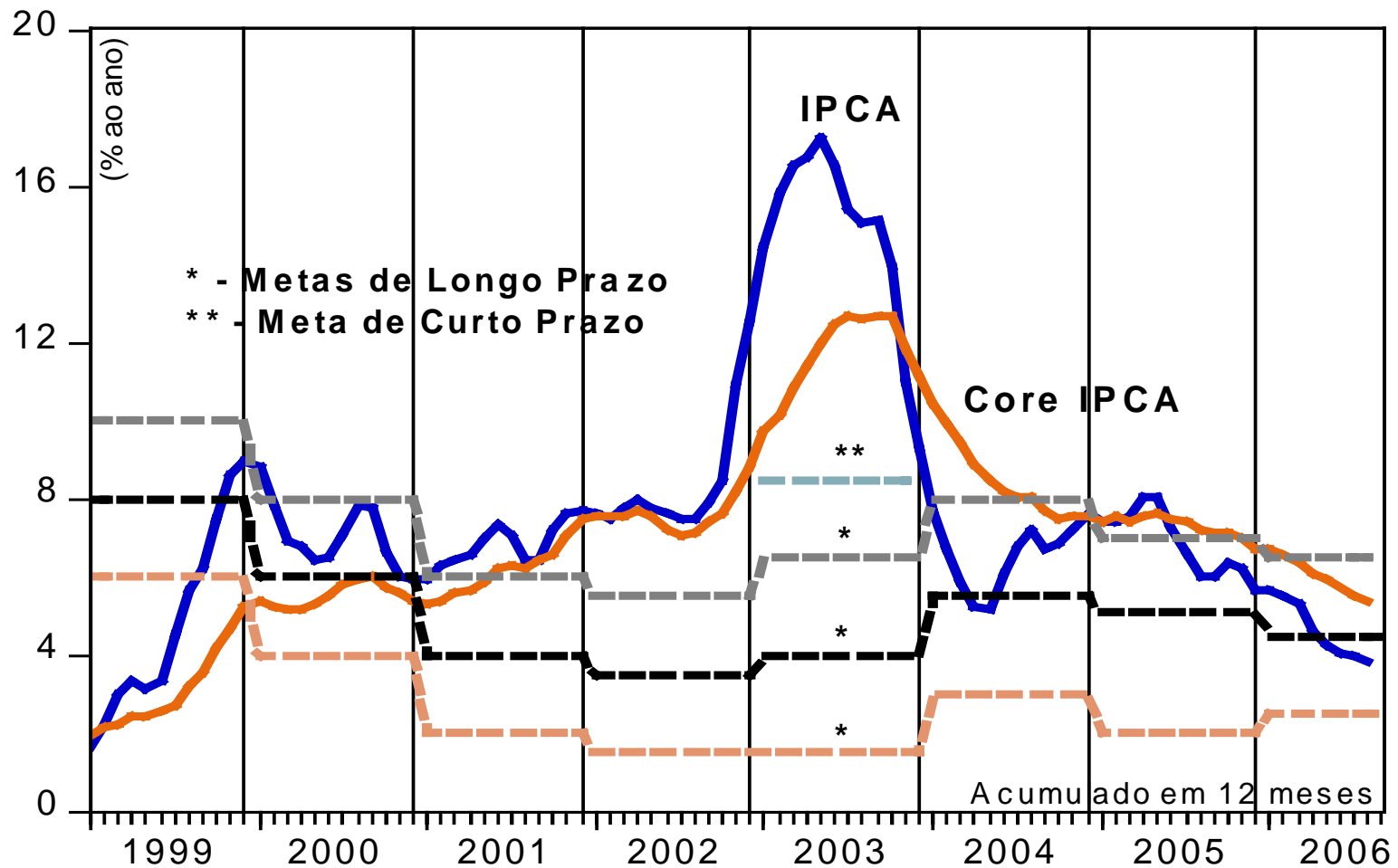
Política Monetária: efeitos sobre a alocação da poupança financeira

Affonso Celso Pastore

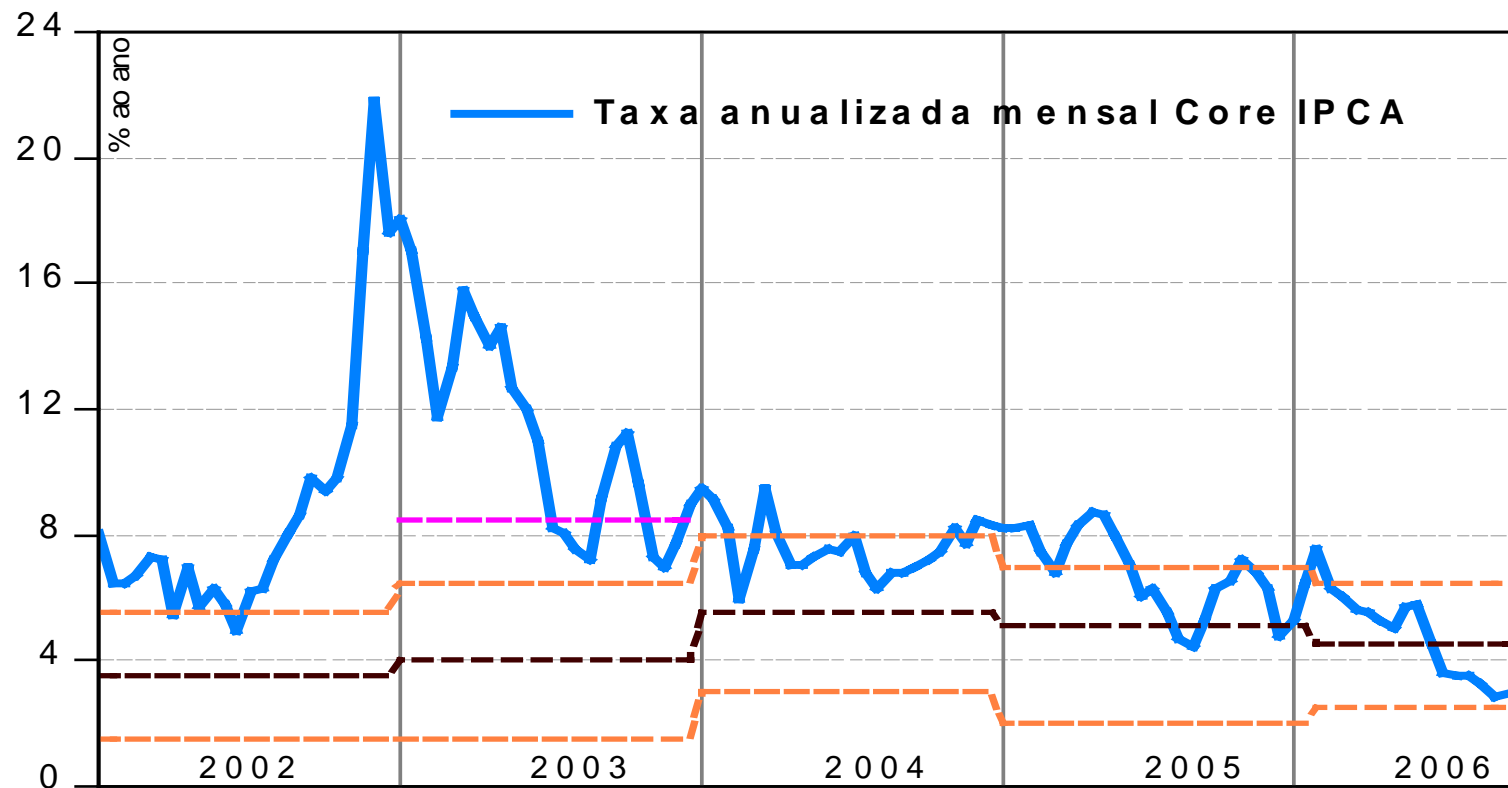
Inflação e Taxa de Juros

- Inflação baixa e contida, situando-se abaixo da meta em 2006, e permitindo a queda contínua da taxa de juros. A política monetária tem eficácia.
- Em parte este sucesso deve-se ao canal do câmbio
 - Liquidez e crescimento mundial elevados
 - ...que criaram condições para os superávits nas contas correntes
 - Queda da “volatilidade intrínseca” da taxa cambial
- Recuperação lenta da atividade econômica. E a perspectiva é de um crescimento baixo do produto potencial
- Quais são os riscos?
 - Risco externo
 - Risco político e da política fiscal

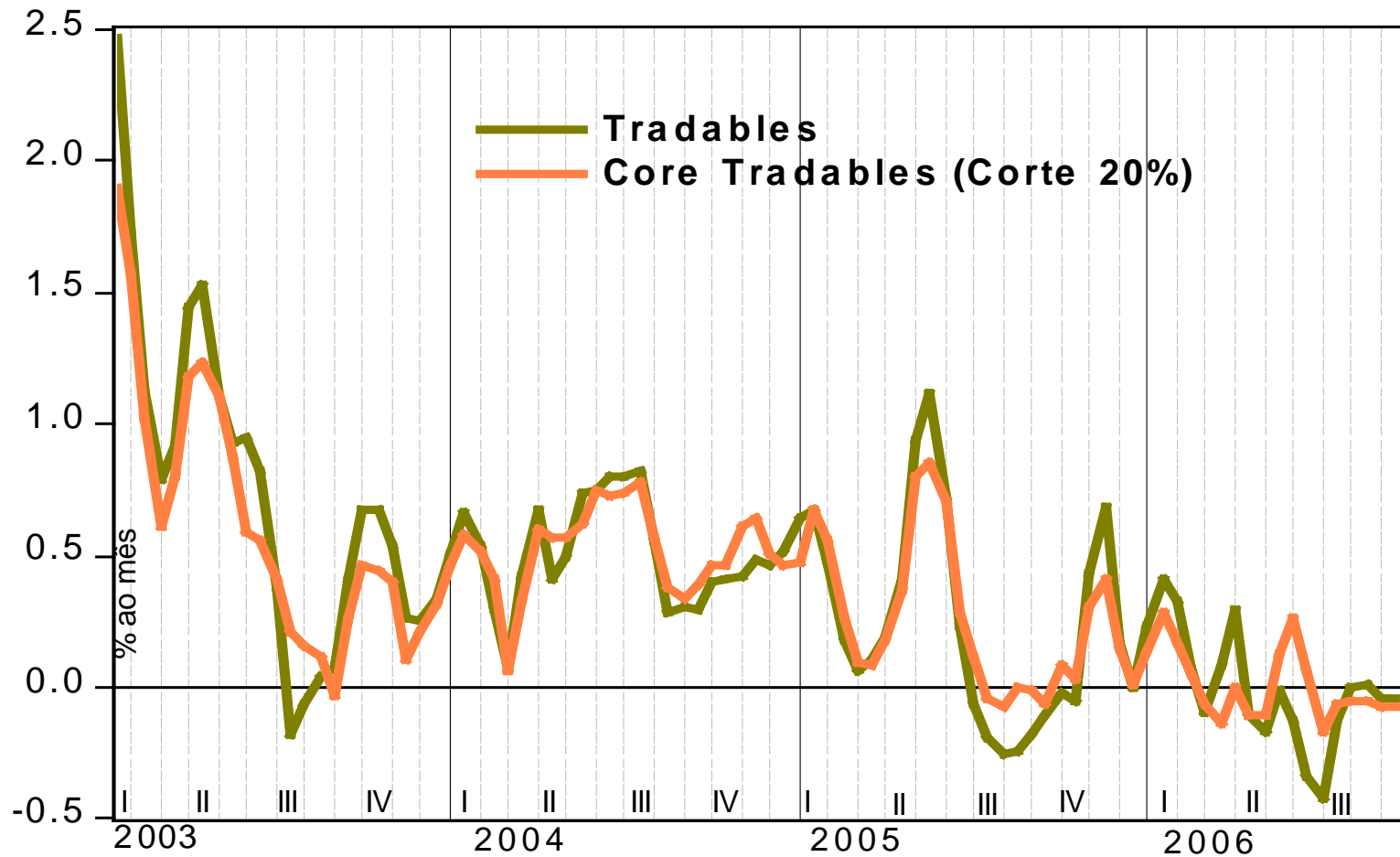
Há uma clara tendência de declínio nas taxas de 12 meses, tanto do núcleo quanto da “headline inflation”.



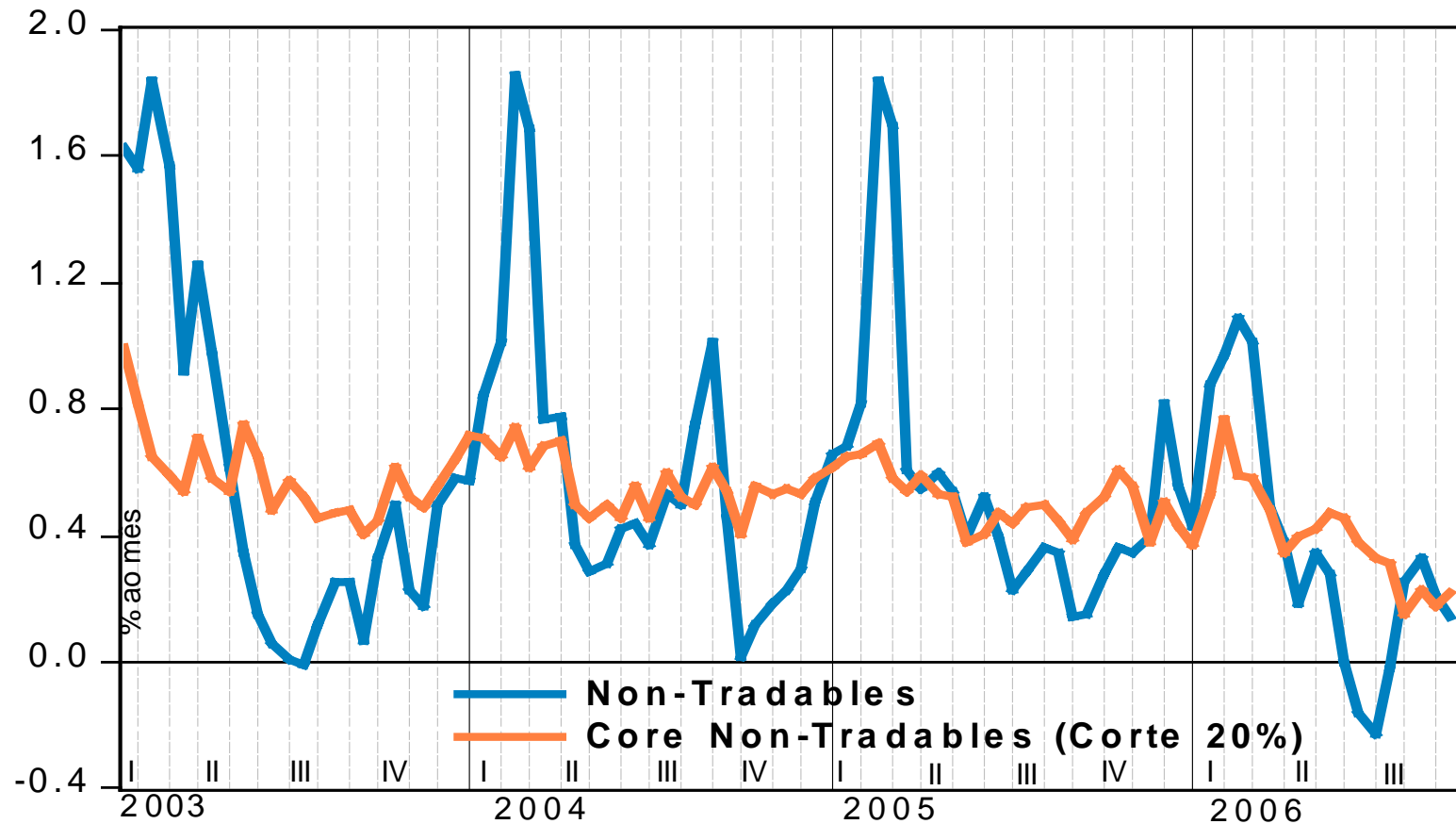
Desde o início de 2006, as taxas mensais anualizadas do núcleo da inflação vêm declinando fortemente,



O núcleo dos “tradables” já vinha oscilando próximo de zero desde a metade de 2005.



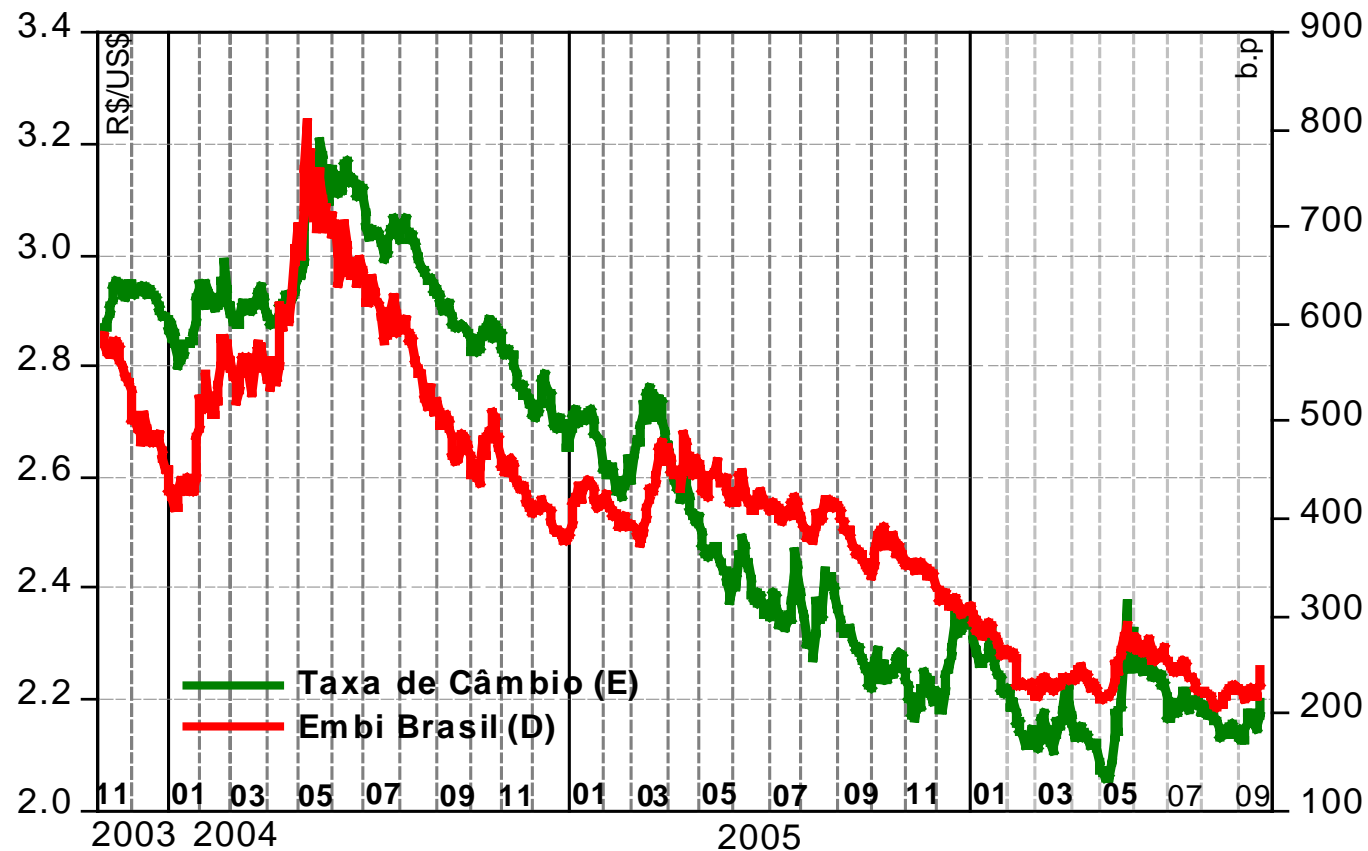
...e o núcleo dos non-tradables passou a encolher do início de 2006 em diante (evidência do baixo crescimento da demanda agregada).



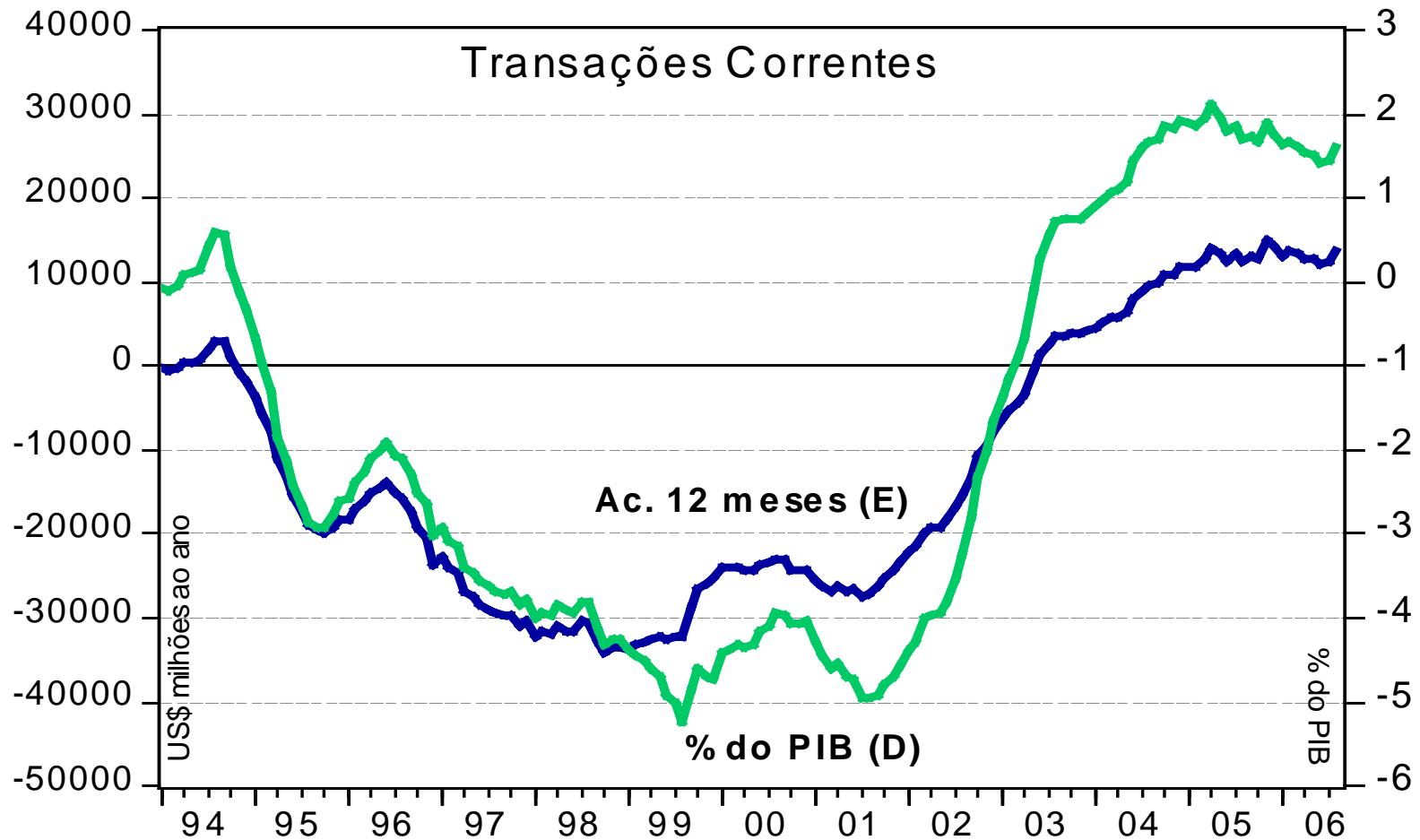
O canal do câmbio

- A valorização do real deve-se em parte ao cenário internacional favorável
 - Preços de commodities elevando os preços médios das exportações, e permitindo a valorização do real
 - Liquidez internacional trazendo capitais aos países emergentes.
 - Taxas de juros elevadas
- Mas ao lado disso ocorreu um processo de redução da “volatilidade intrínseca” da taxa cambial, devido ao sólido ajuste no balanço de pagamentos, o que facilita a execução da política monetária

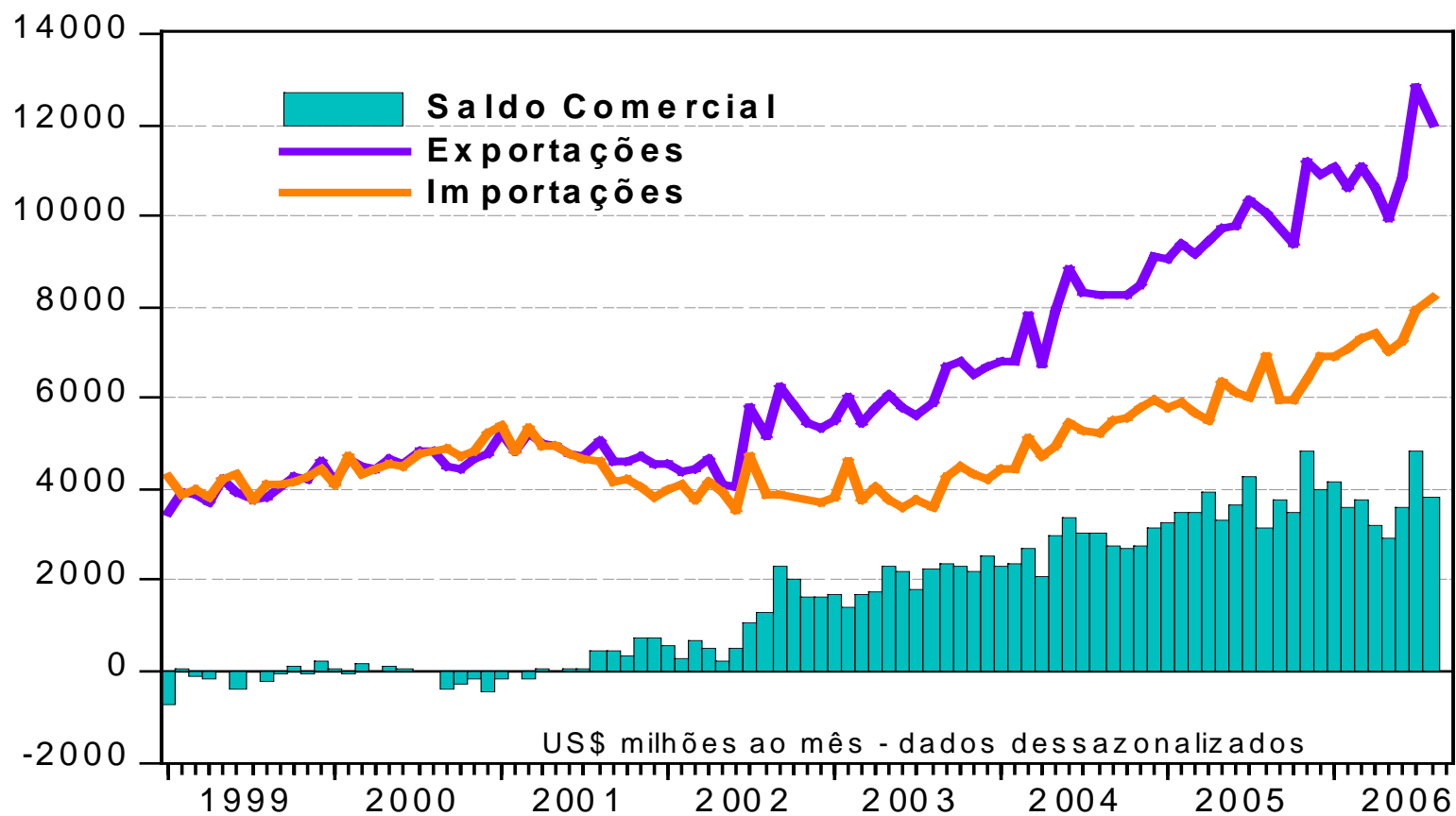
O câmbio é ao mesmo tempo um preço relativo e o preço de um ativo (segundo Rogoff é um “natural-born schyzophrenic price”), mas a curto prazo comporta-se predominantemente como o preço de um ativo.



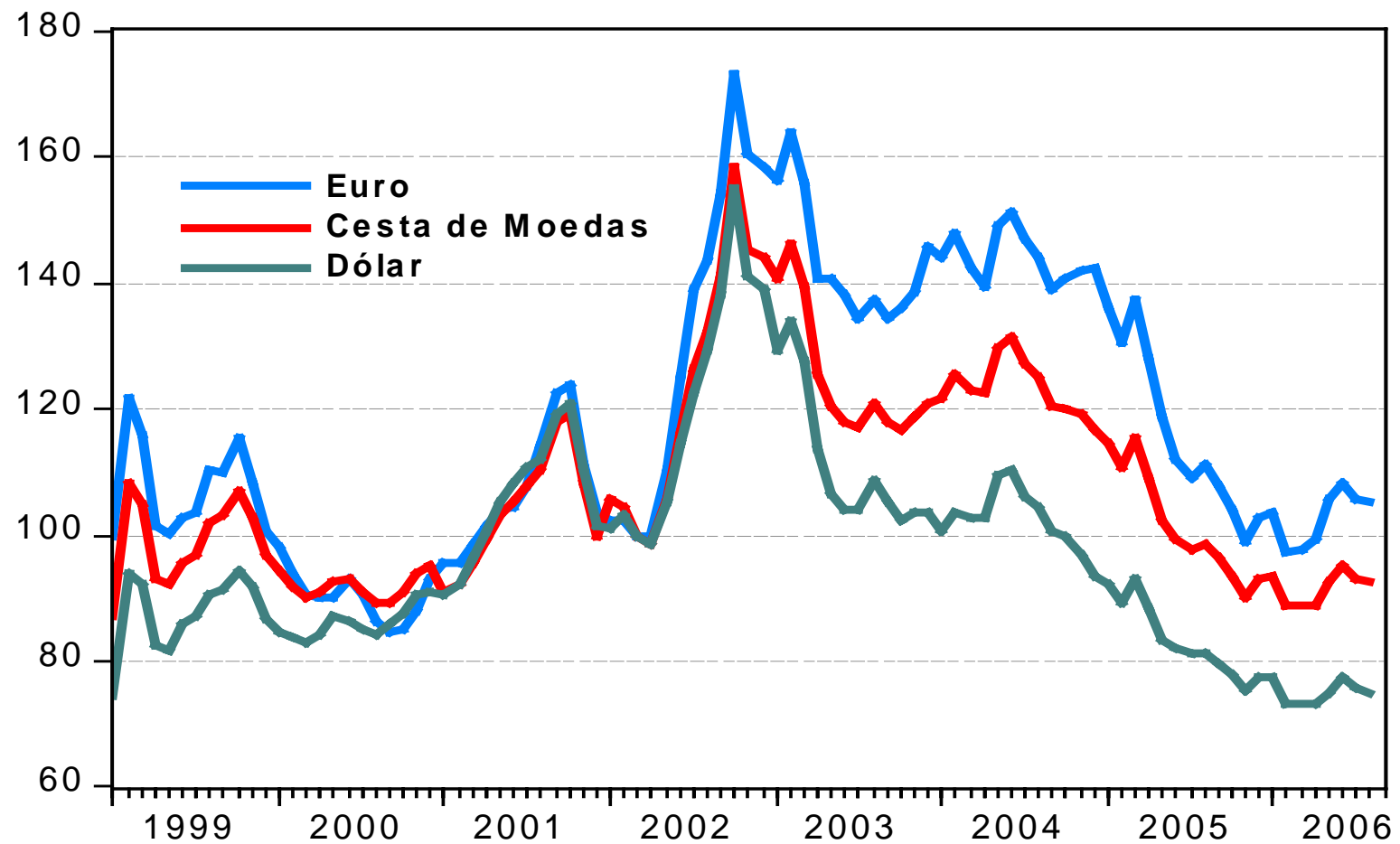
Porém o real também vem se valorizando devido aos superávits nas contas correntes.



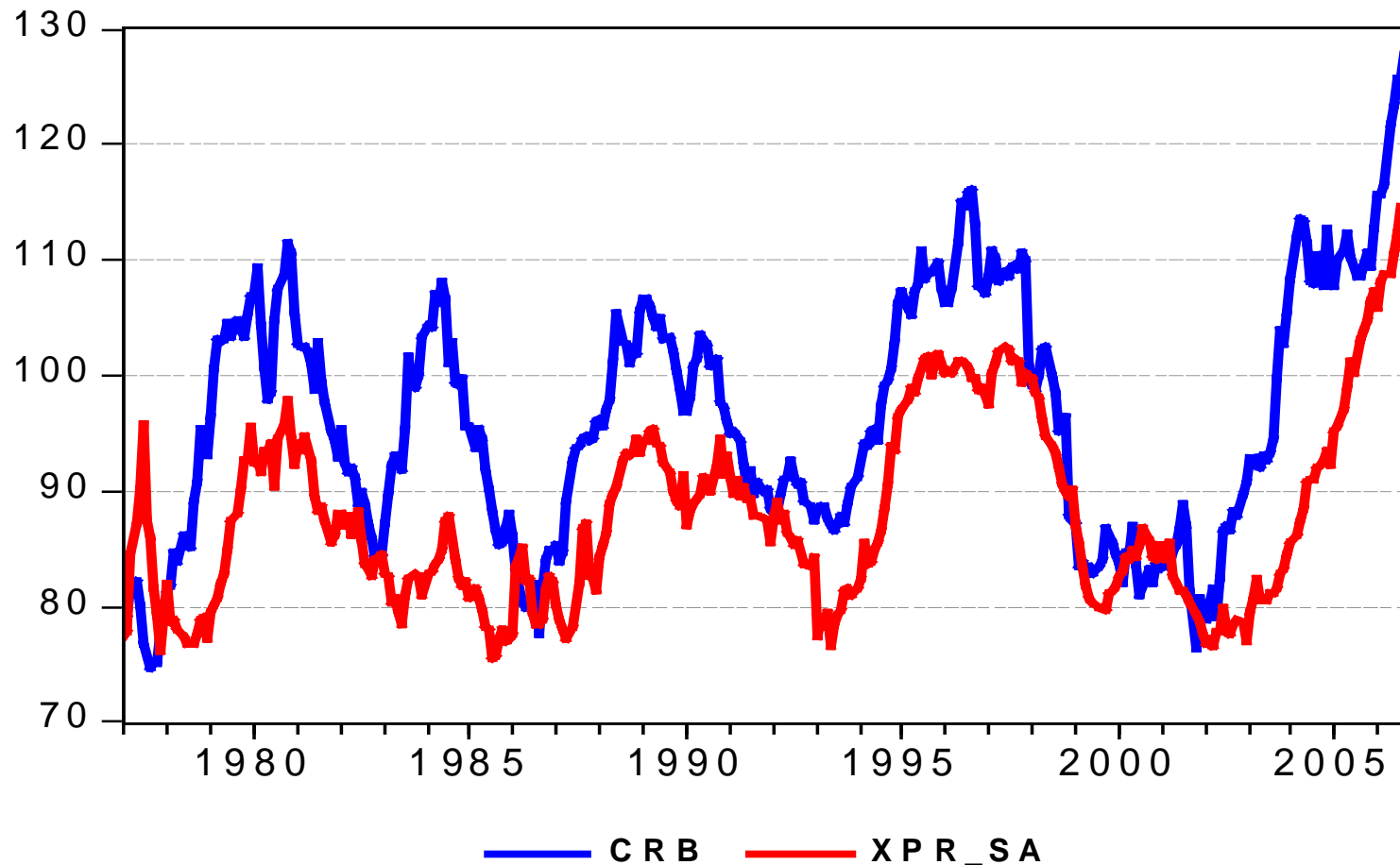
...sustentados pelos vigorosos superávits comerciais



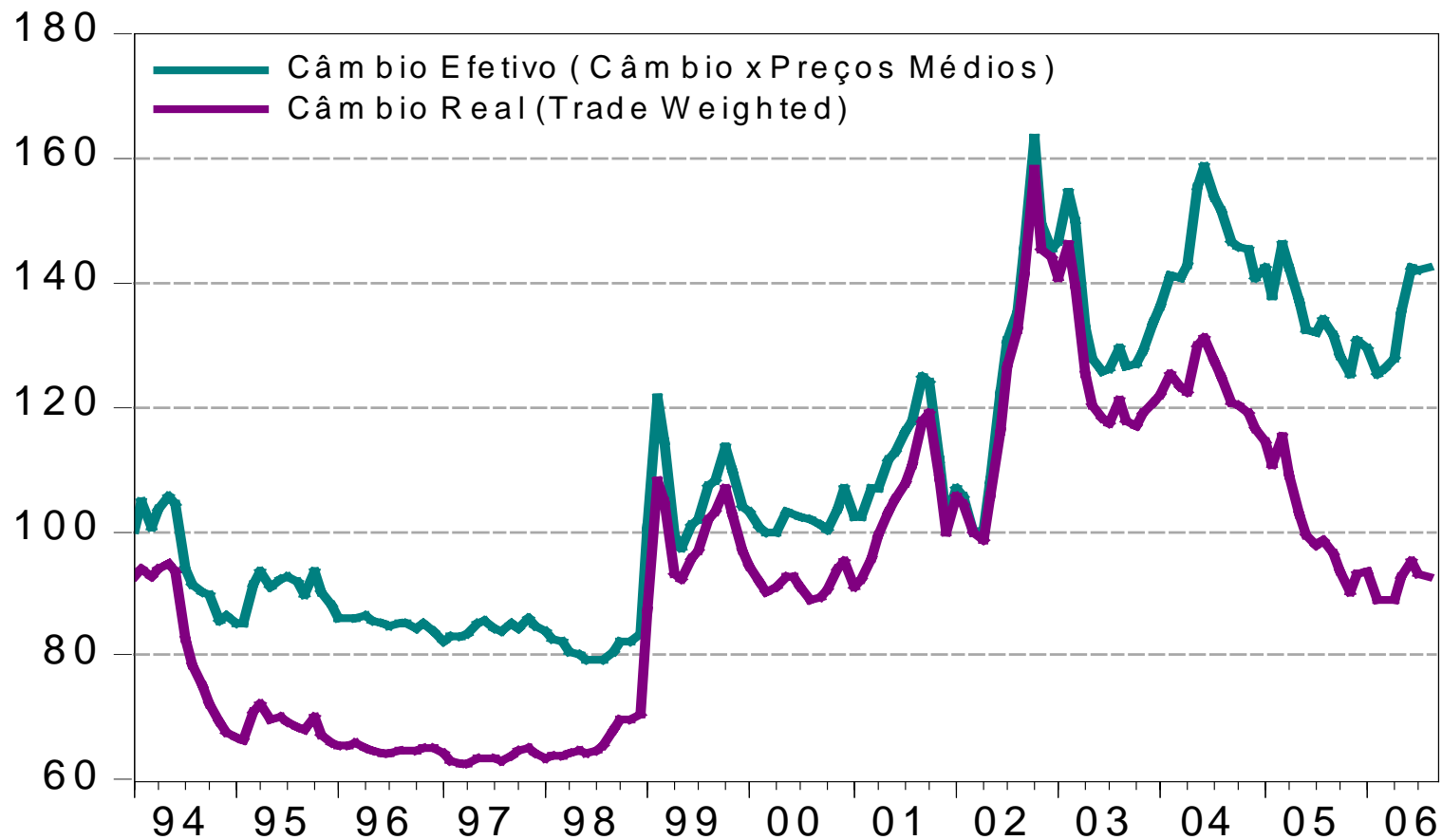
...com as exportações crescendo apesar da valorização do real,



...porque a elevação dos preços internacionais das commodities aumenta os preços médios das exportações brasileiras



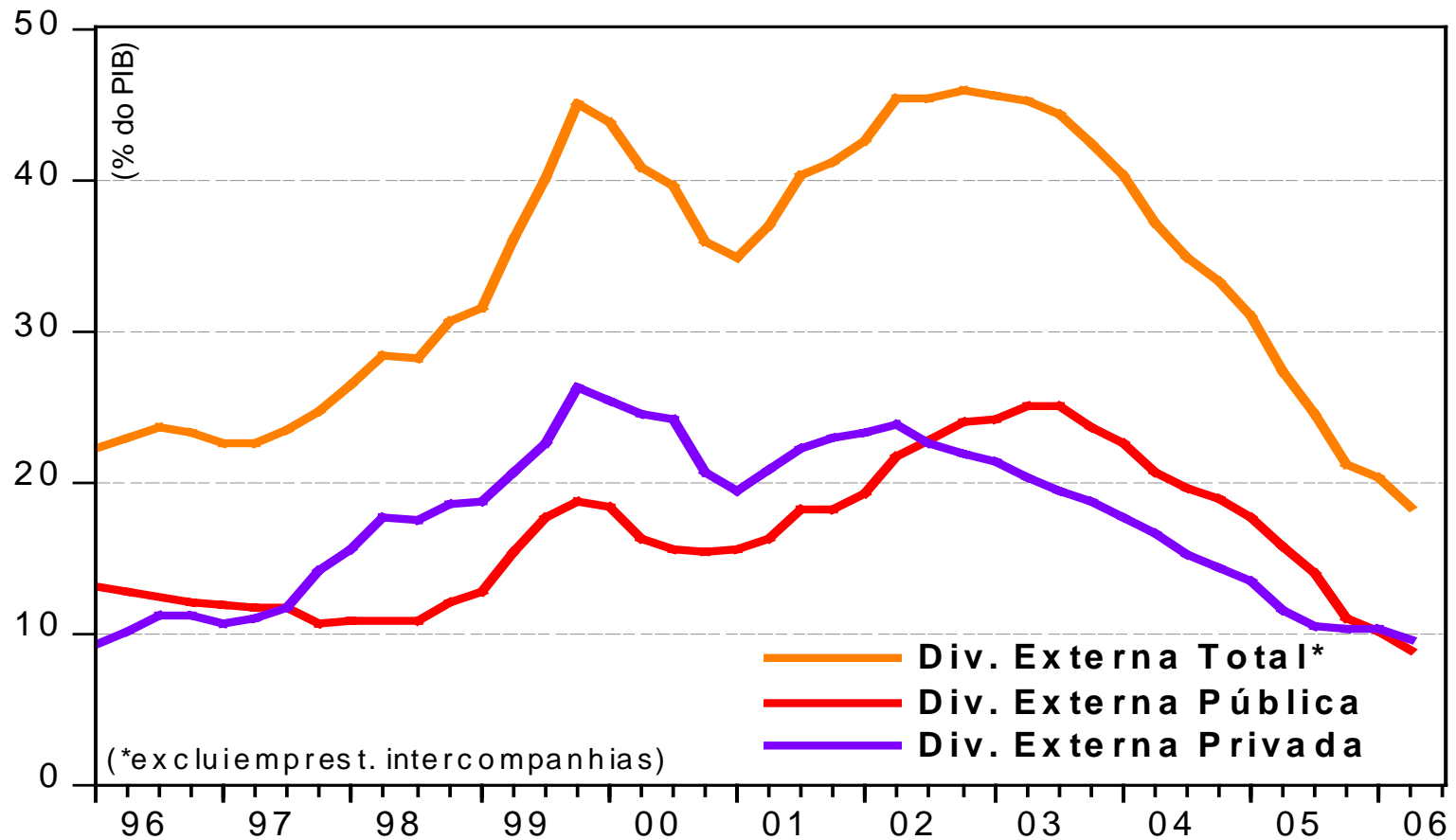
...fazendo com que as exportações persistam competitivas, devido ao crescimento dos preços médios das exportações.



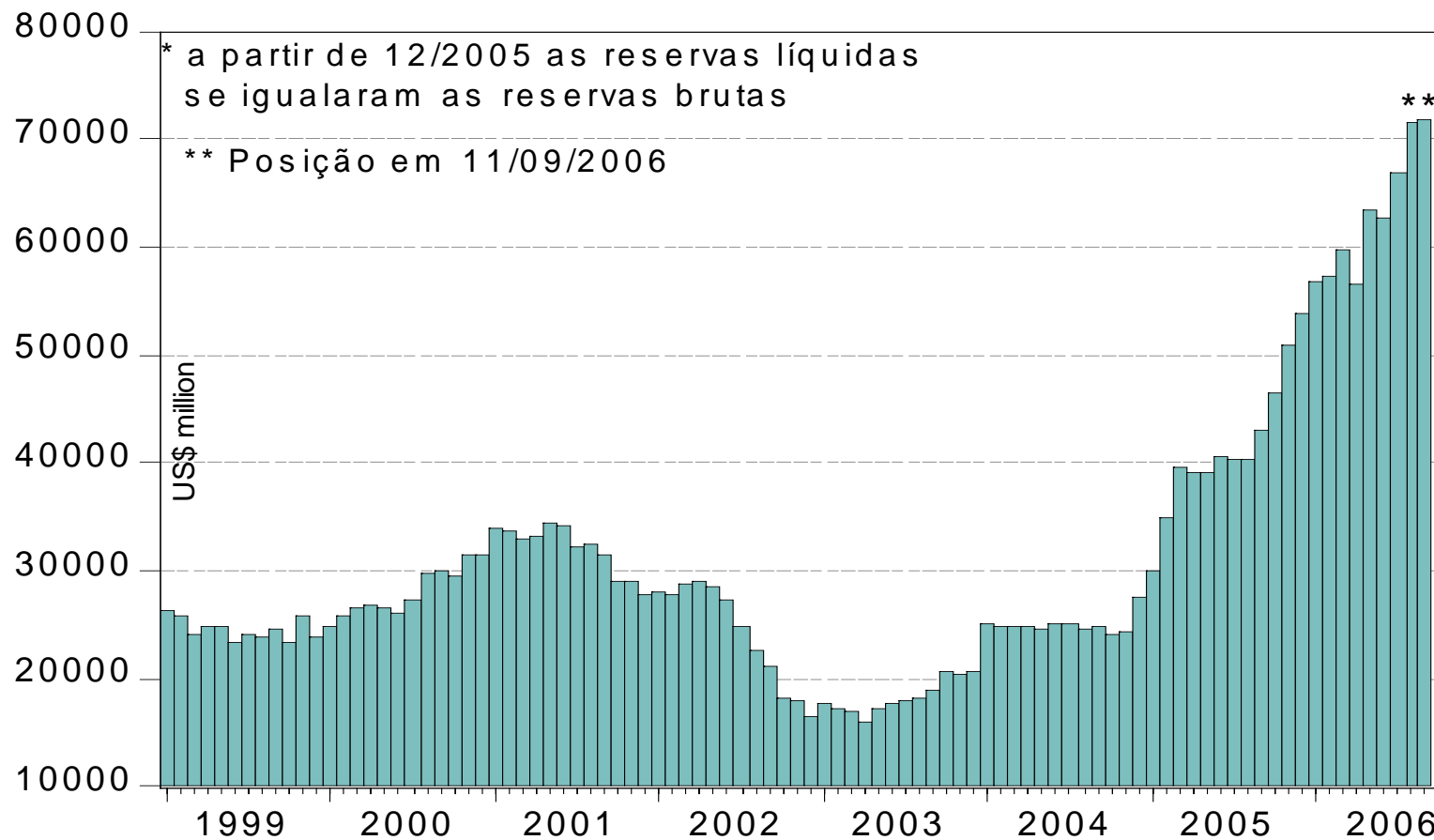
A queda da volatilidade da taxa cambial

- Quanto mais volátil for a taxa cambial, maior serão as volatilidades dos juros reais e conseqüentemente do produto
- Nos últimos anos caiu a volatilidade do câmbio, devido:
 - aos superávits nas contas correntes;
 - à queda na dívida externa;
 - à melhora no perfil de vencimentos da dívida externa;
 - ao crescimento das reservas internacionais
 - à desdolarização da dívida pública, truncando um mecanismo de realimentação para o câmbio e a inflação.

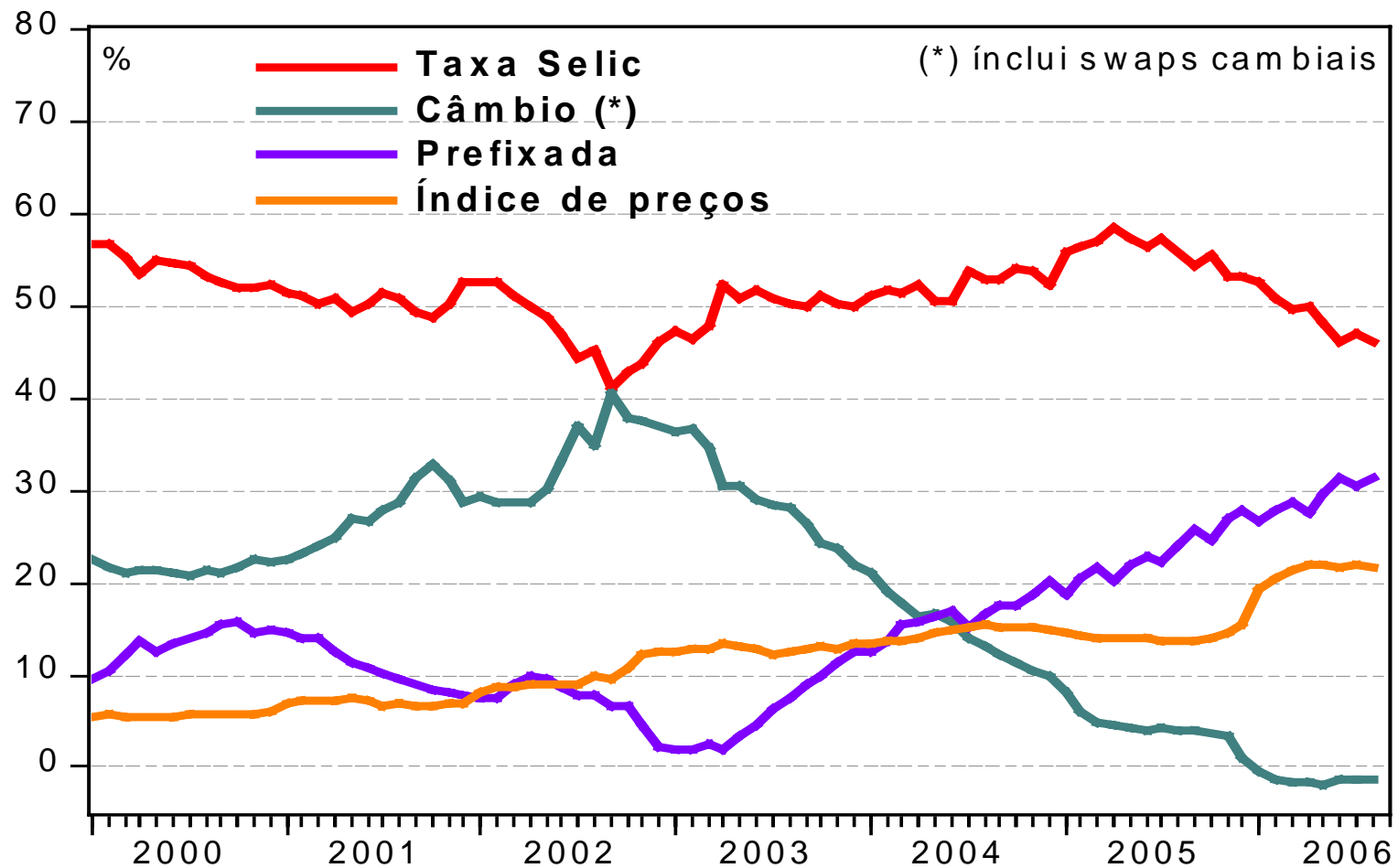
A dívida externa em relação ao PIB é atualmente menos da metade do que era em 2002,



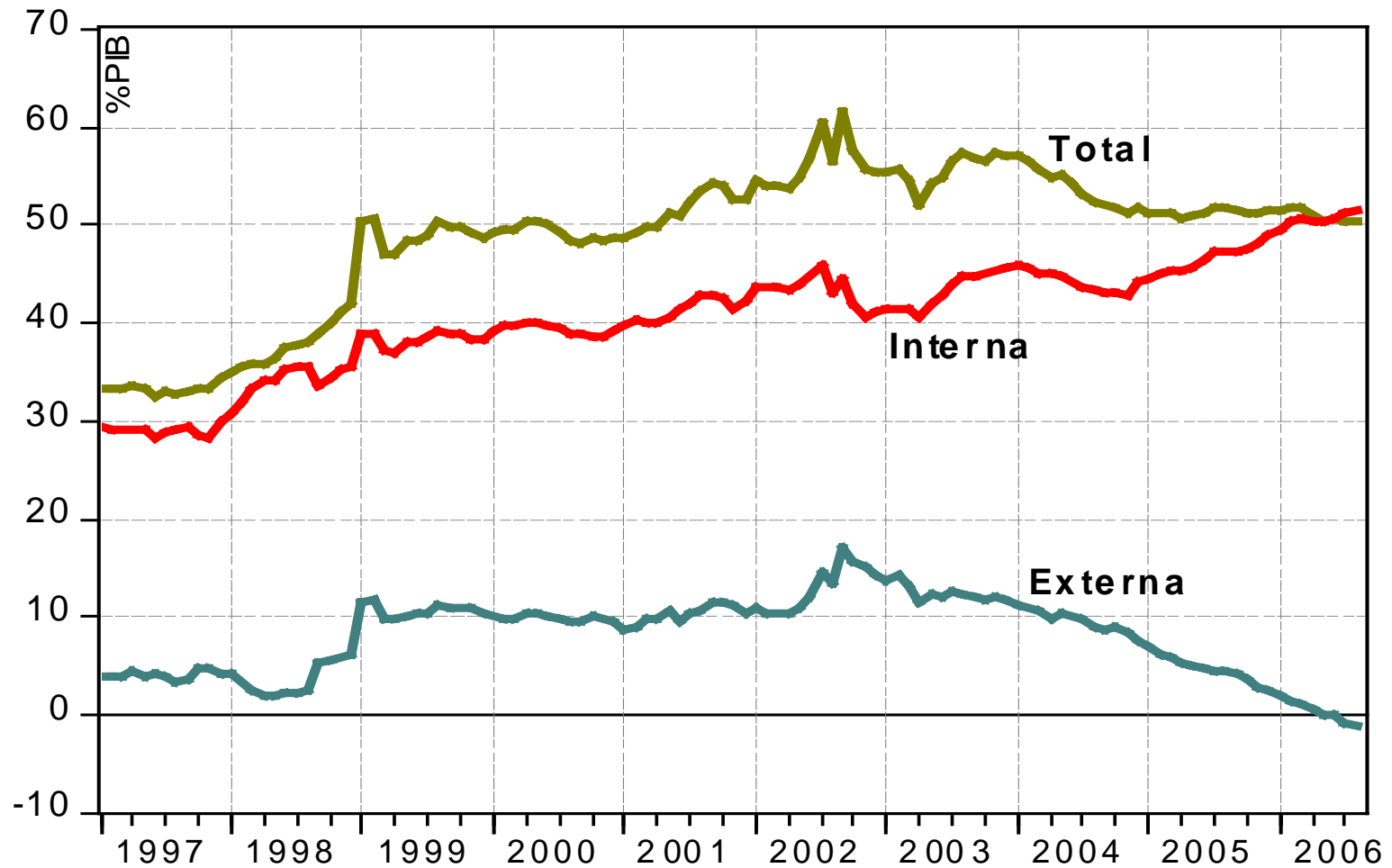
Cresceram também as reservas internacionais, cujo estoque atualmente é superior ao dobro do fluxo de amortizações em um ano.



...e finalmente ocorreu a desdolarização da dívida pública doméstica



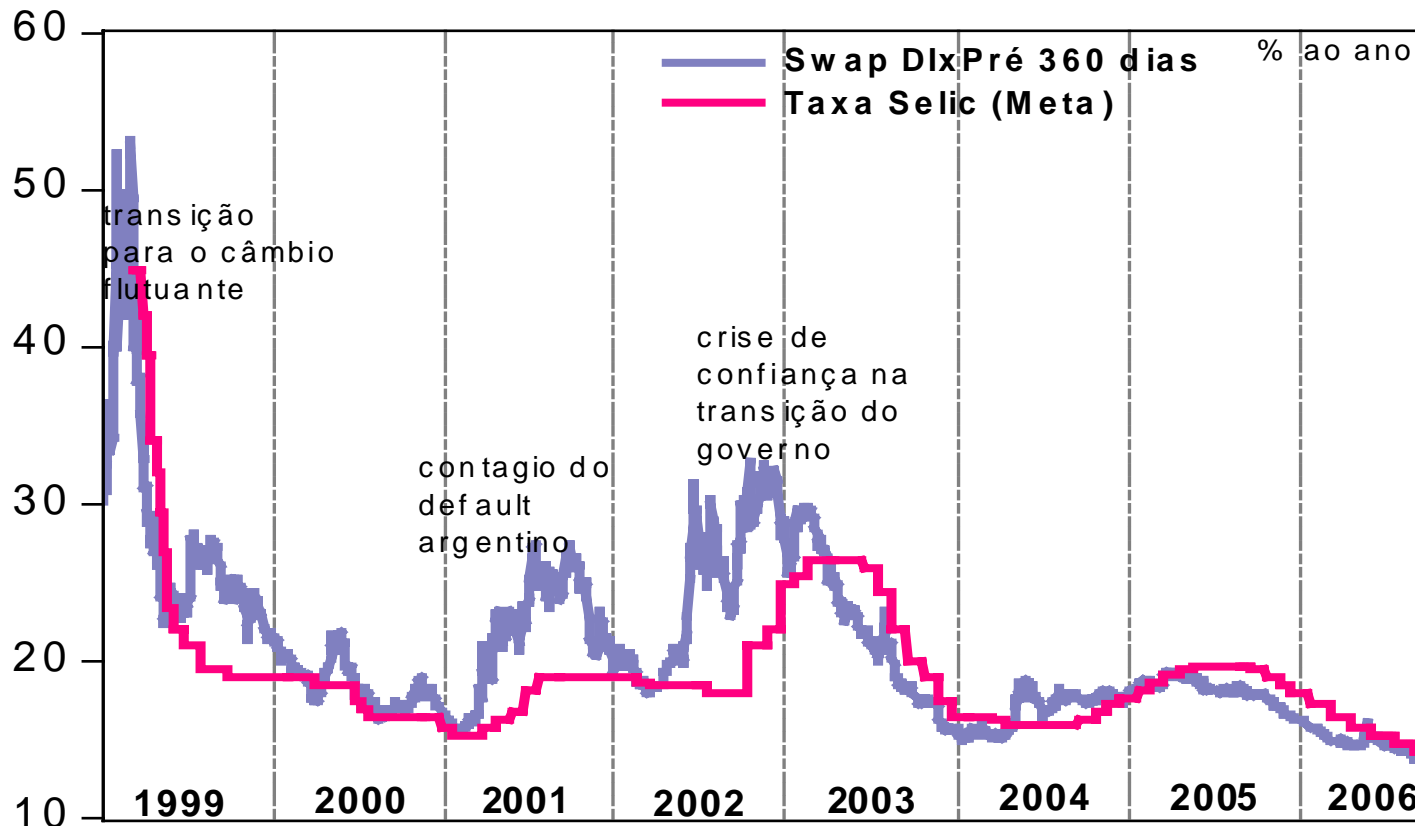
...e a redução praticamente a zero da dívida pública externa líquida.



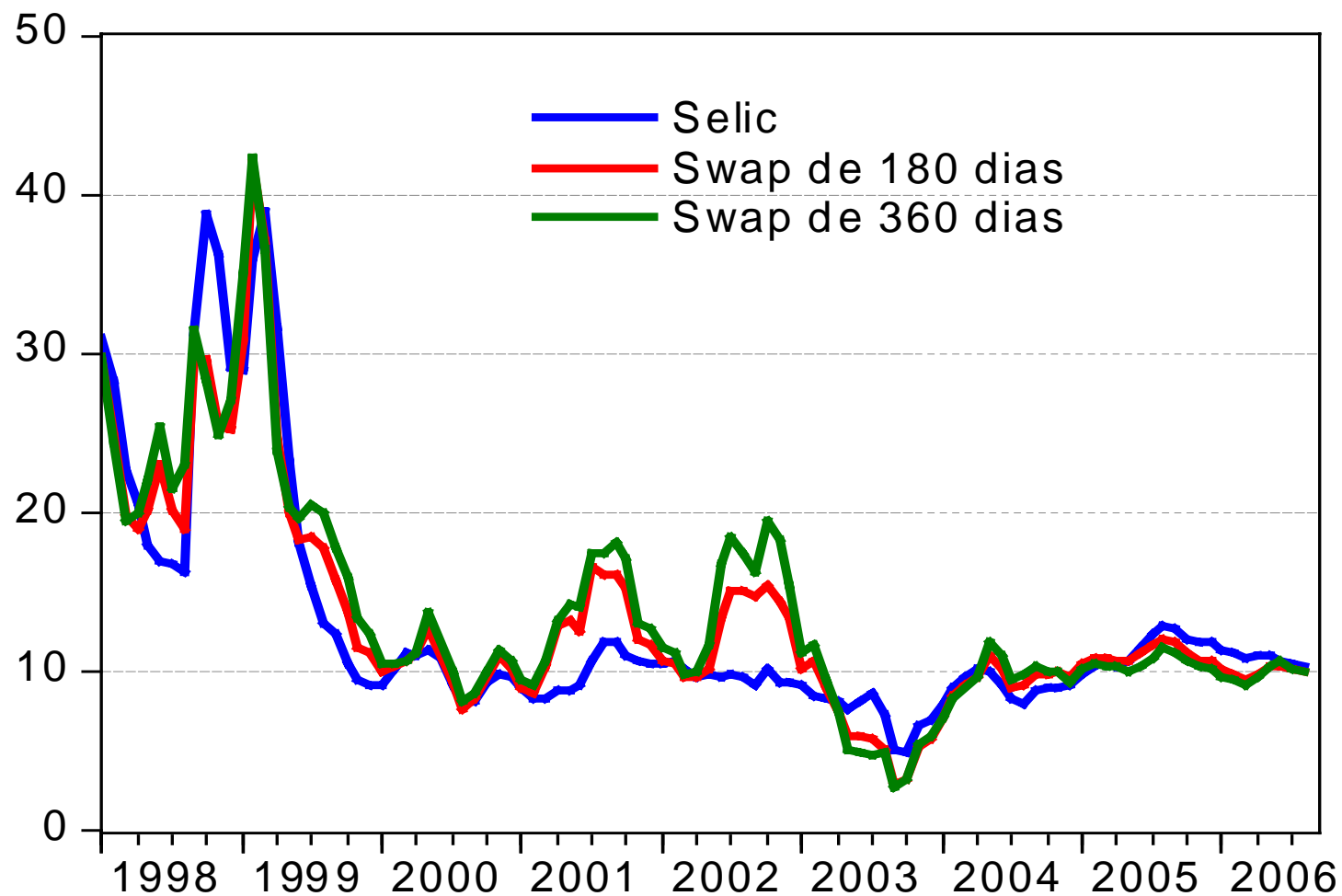
Quais são as consequências?

- A consequência mais importante é a maior estabilidade da taxa cambial.
- O “pass-through” de uma depreciação sobre os preços aos consumidores persiste aproximadamente igual ao que era há dois ou três anos atrás, mas os “choques” cambiais são agora muito menores.
- Com isso não é mais necessário elevar fortemente a taxa de juros para dissipar um efeito inflacionário derivado de uma depreciação cambial;
- ...e claramente cai a volatilidade do produto.

No passado choques externos depreciavam fortemente o real, compelindo o BC e elevar fortemente os juros

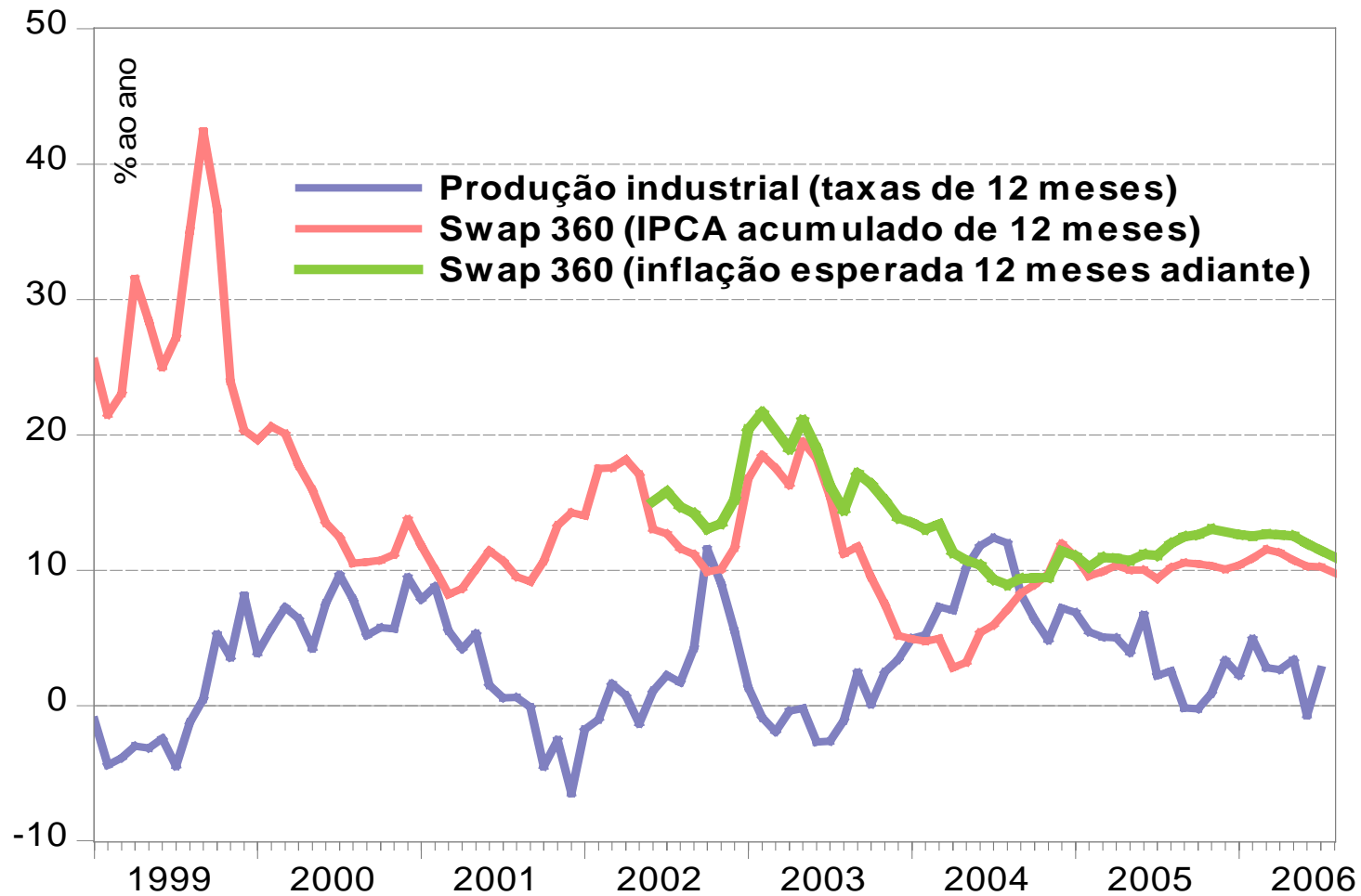


...o que migrava para os juros reais



20

...provocando a contração da produção industrial



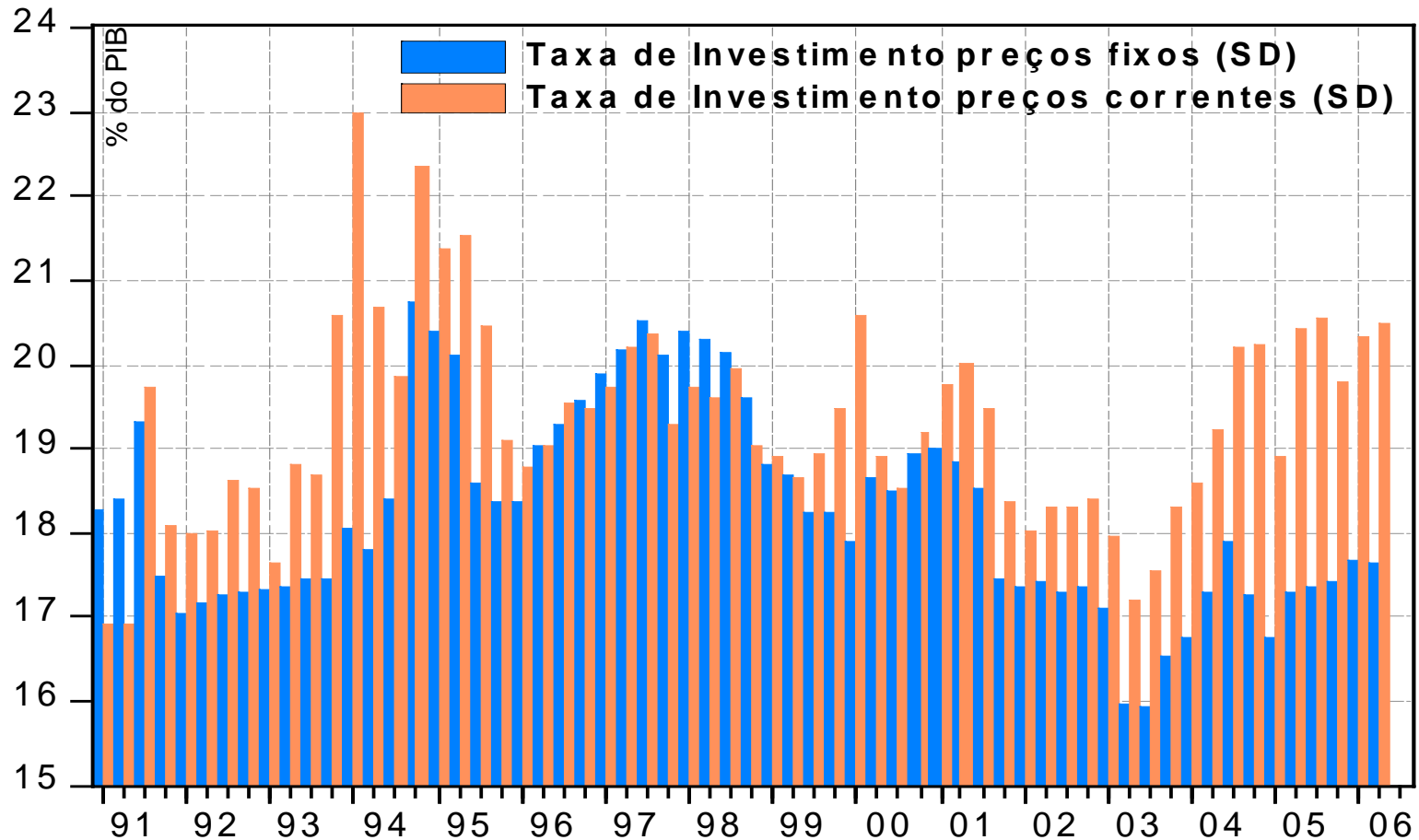
Aonde chegamos?

- A queda do peso das fortes depreciações cambiais facilitou a execução da política monetária.
- Agora ela pode concentrar-se mais na calibração da taxa de juros para ir fechando o hiato de produto, com a economia convergindo para a taxa de crescimento do produto potencial.

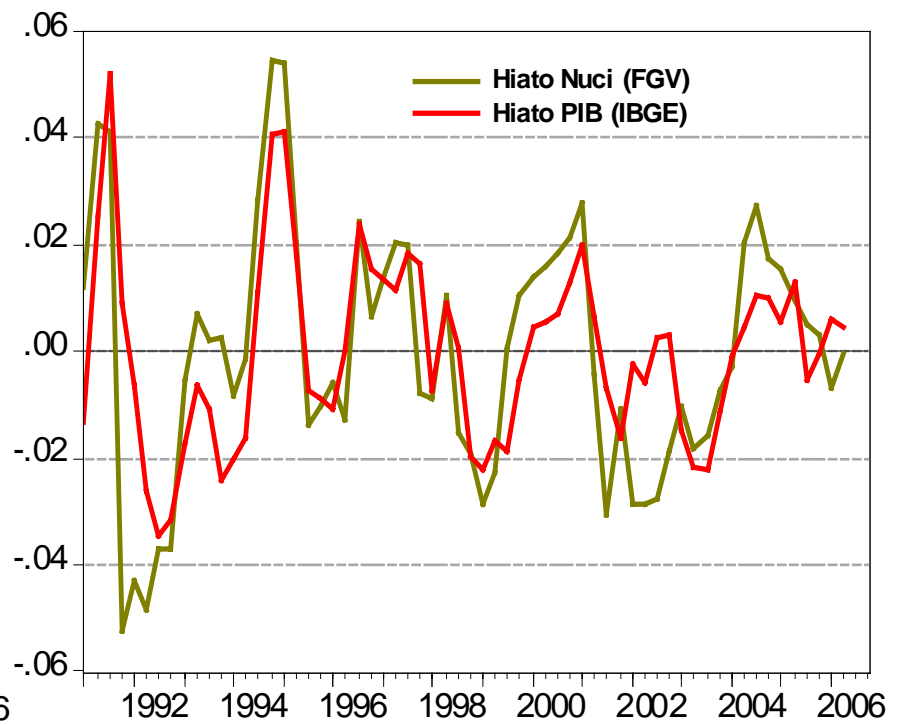
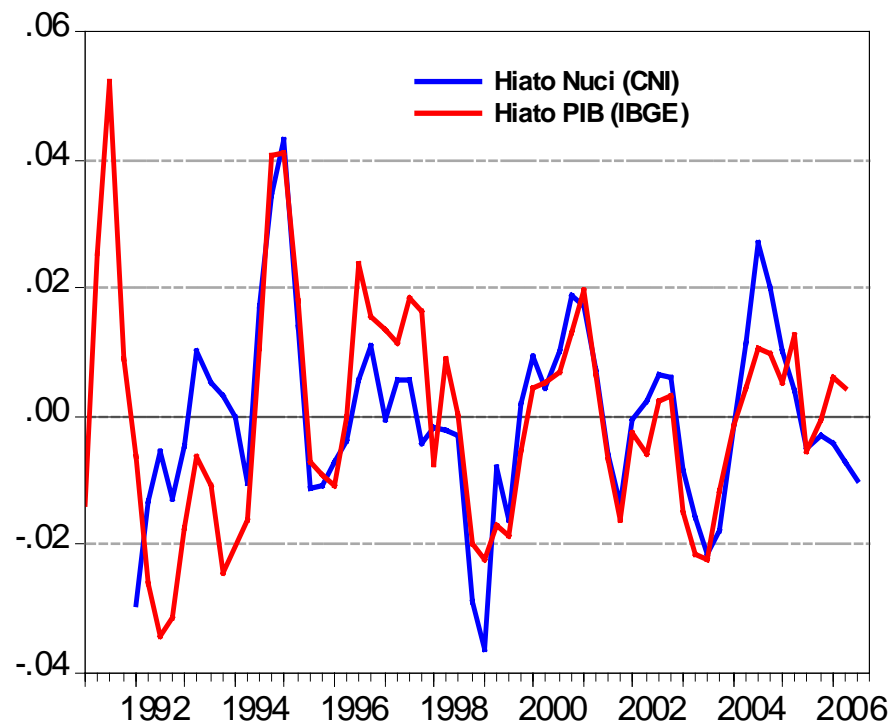
E a atividade econômica? Começamos distinguindo os problemas de longo prazo dos de curto prazo

- A longo prazo a taxa de crescimento do produto potencial é infelizmente baixa.
 - A produtividade total dos fatores é baixa e não tem mostrado sinais de crescimento
 - A taxa de investimentos é baixa
- A curto prazo o problema se resume em ir estreitando o hiato de produto.

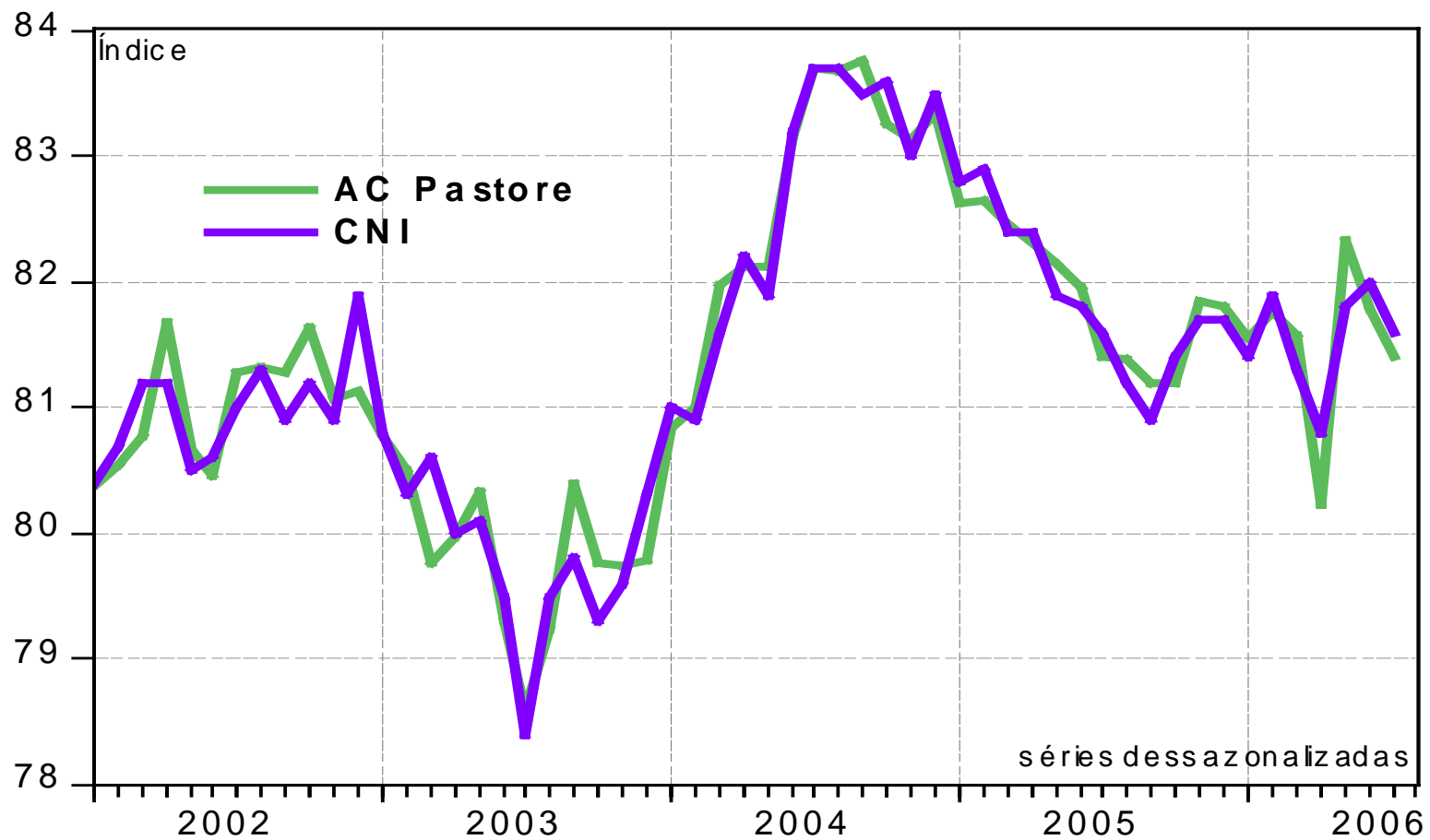
As taxas de formação bruta de capital têm oscilado, mas não mostram um crescimento. A recuperação recente deve-se ao fato de que elas são pró-cíclicas



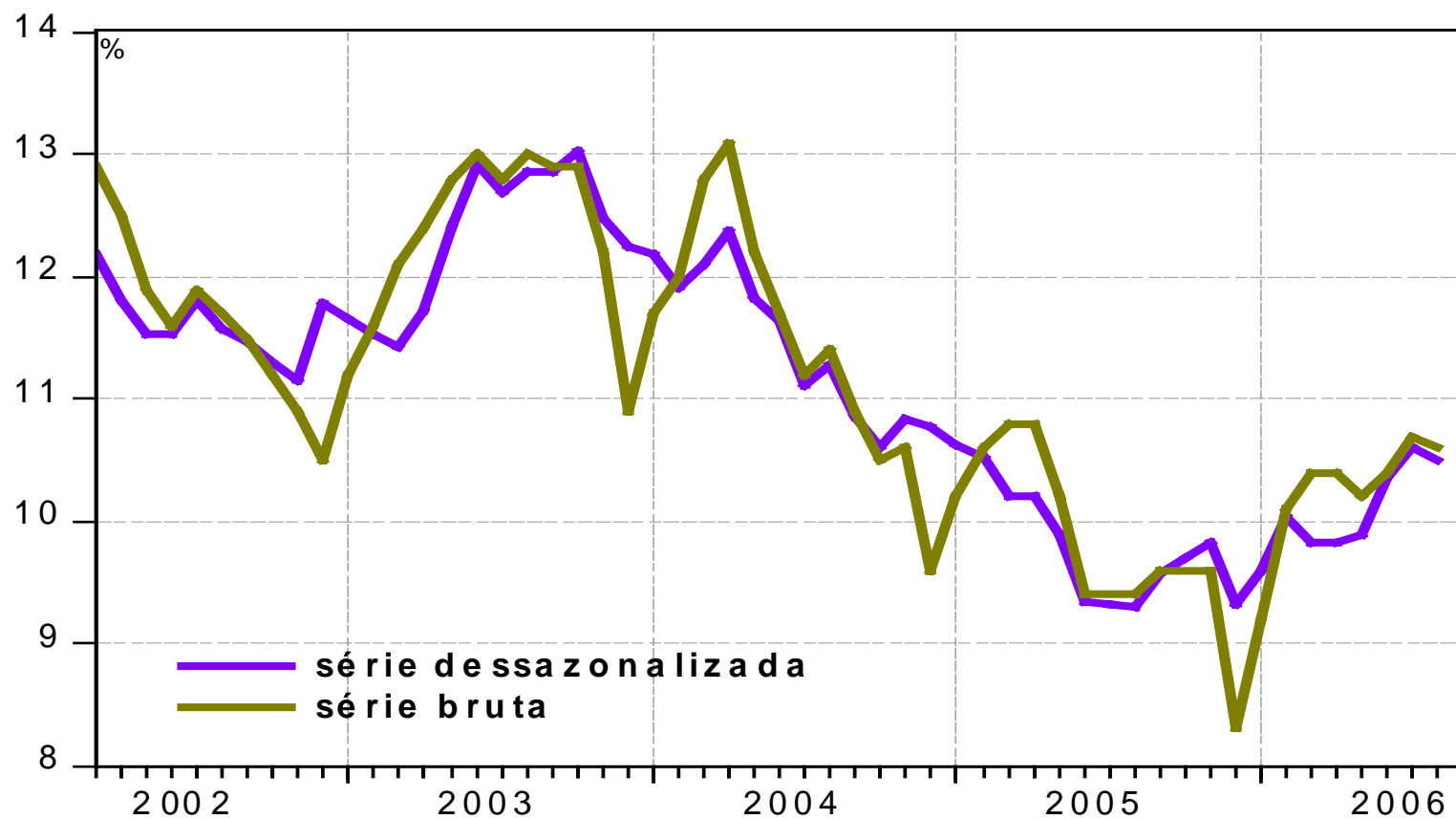
O hiato de produto varia com o índice de utilização da capacidade instalada



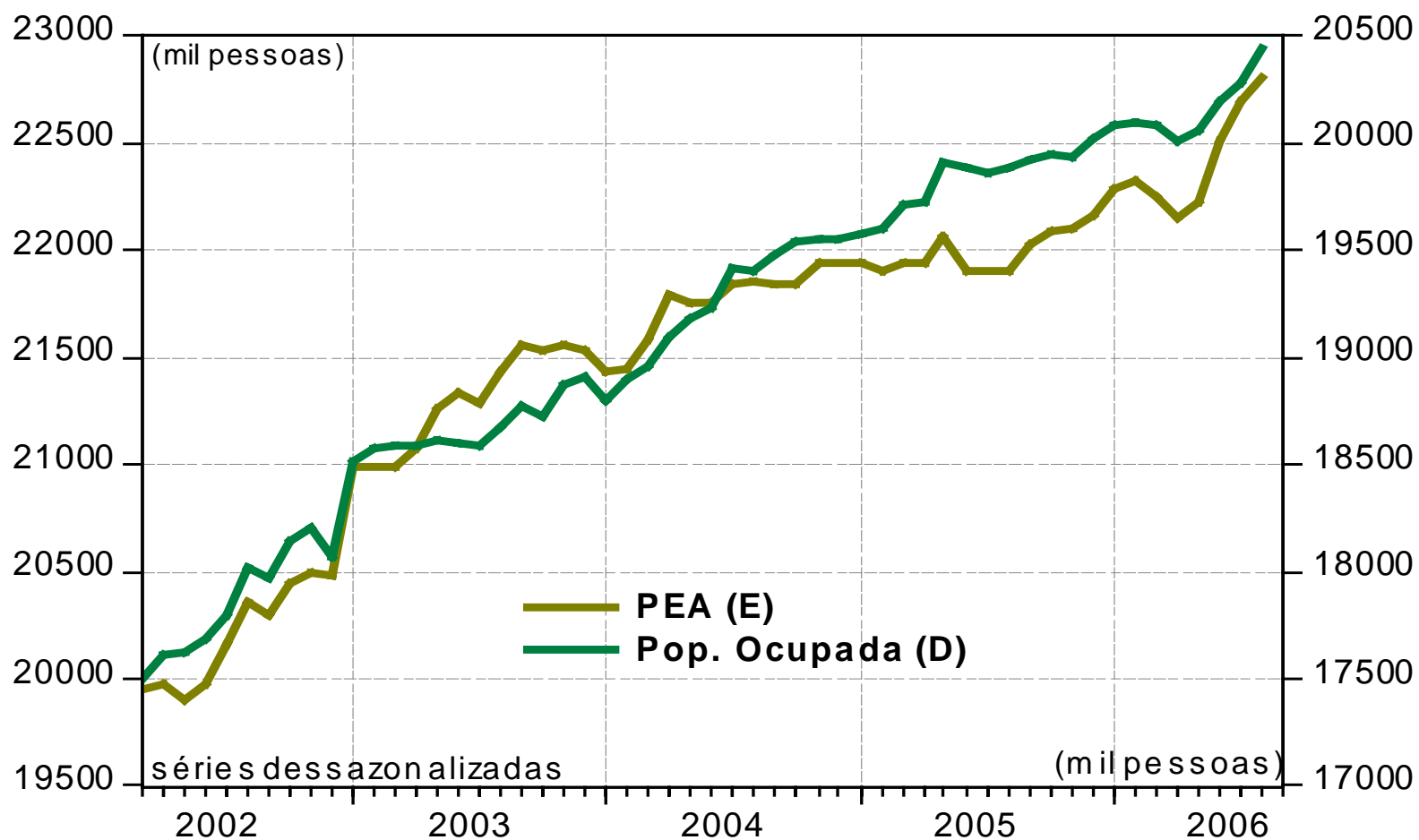
...que vem se estreitando muito lentamente



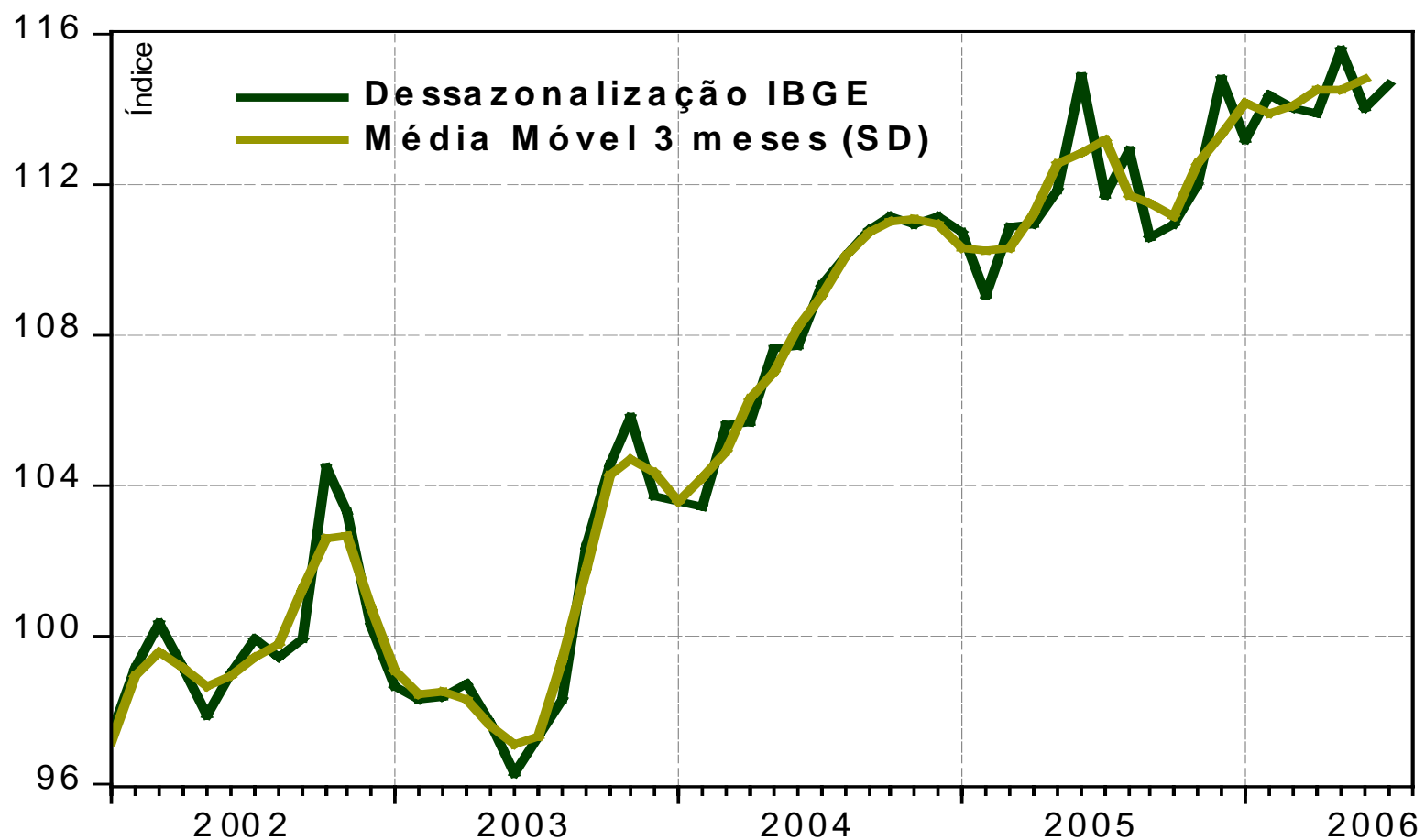
....e com o desemprego, que vem lentamente subindo



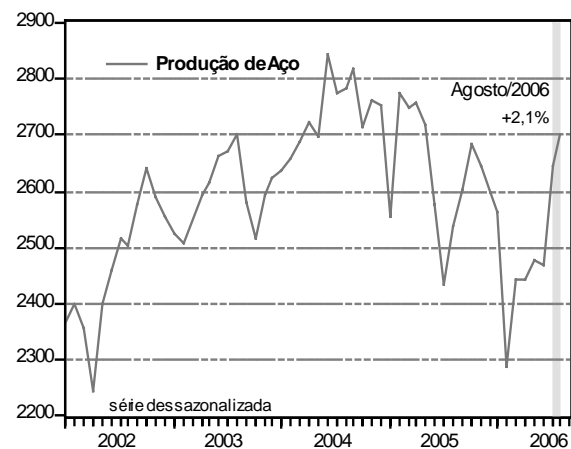
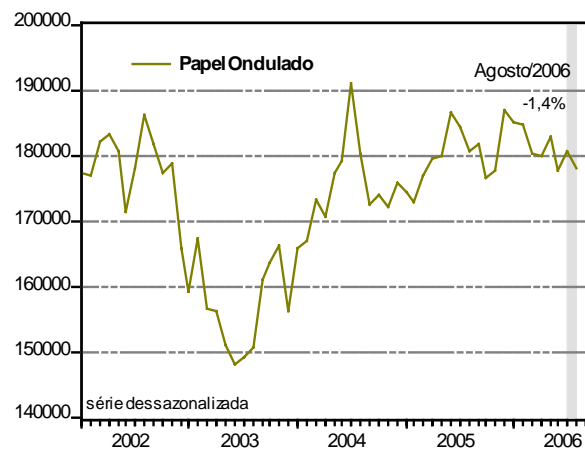
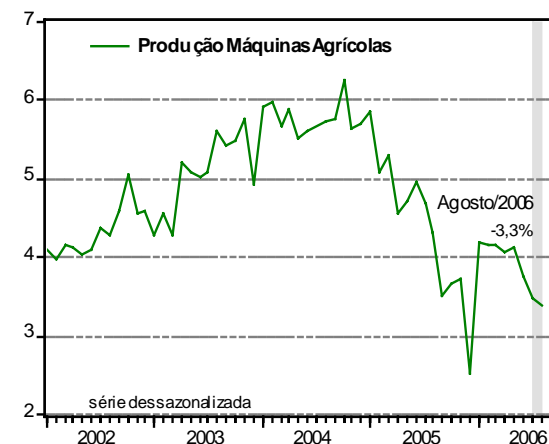
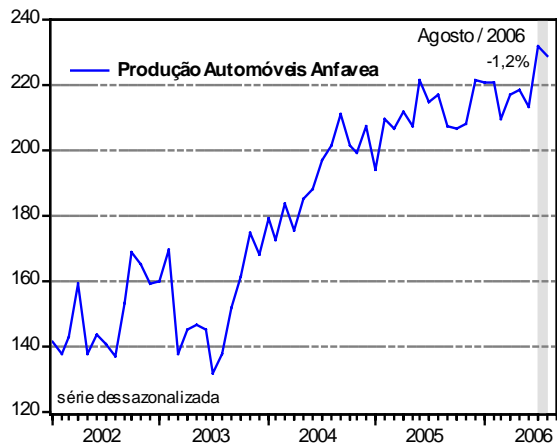
...embora devido, em parte, ao aumento da população economicamente ativa.



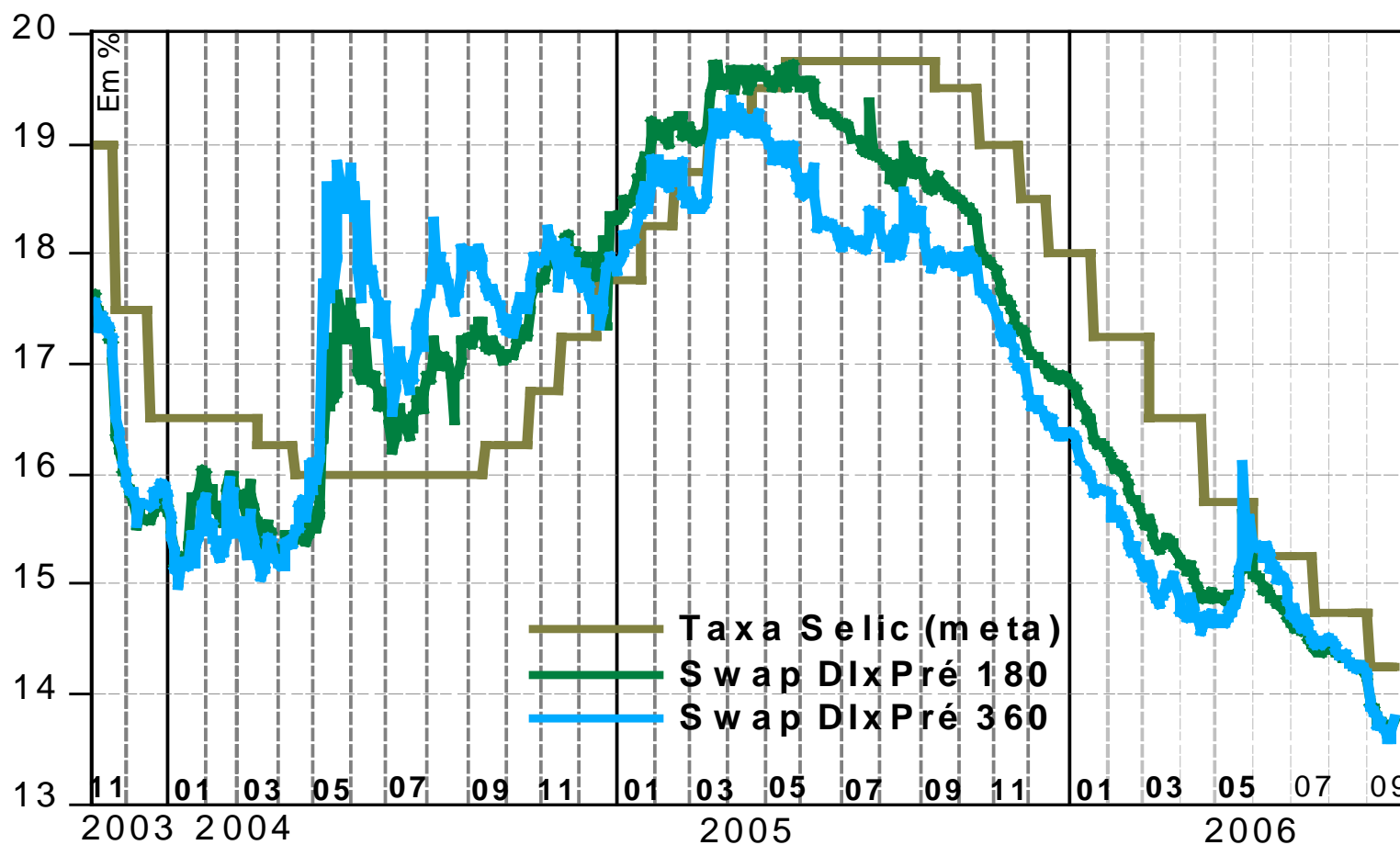
Até Julho a produção industrial mensal não mostrava sinais de aceleração.



...e os indicadores antecedentes ainda não deram sinais animadores.



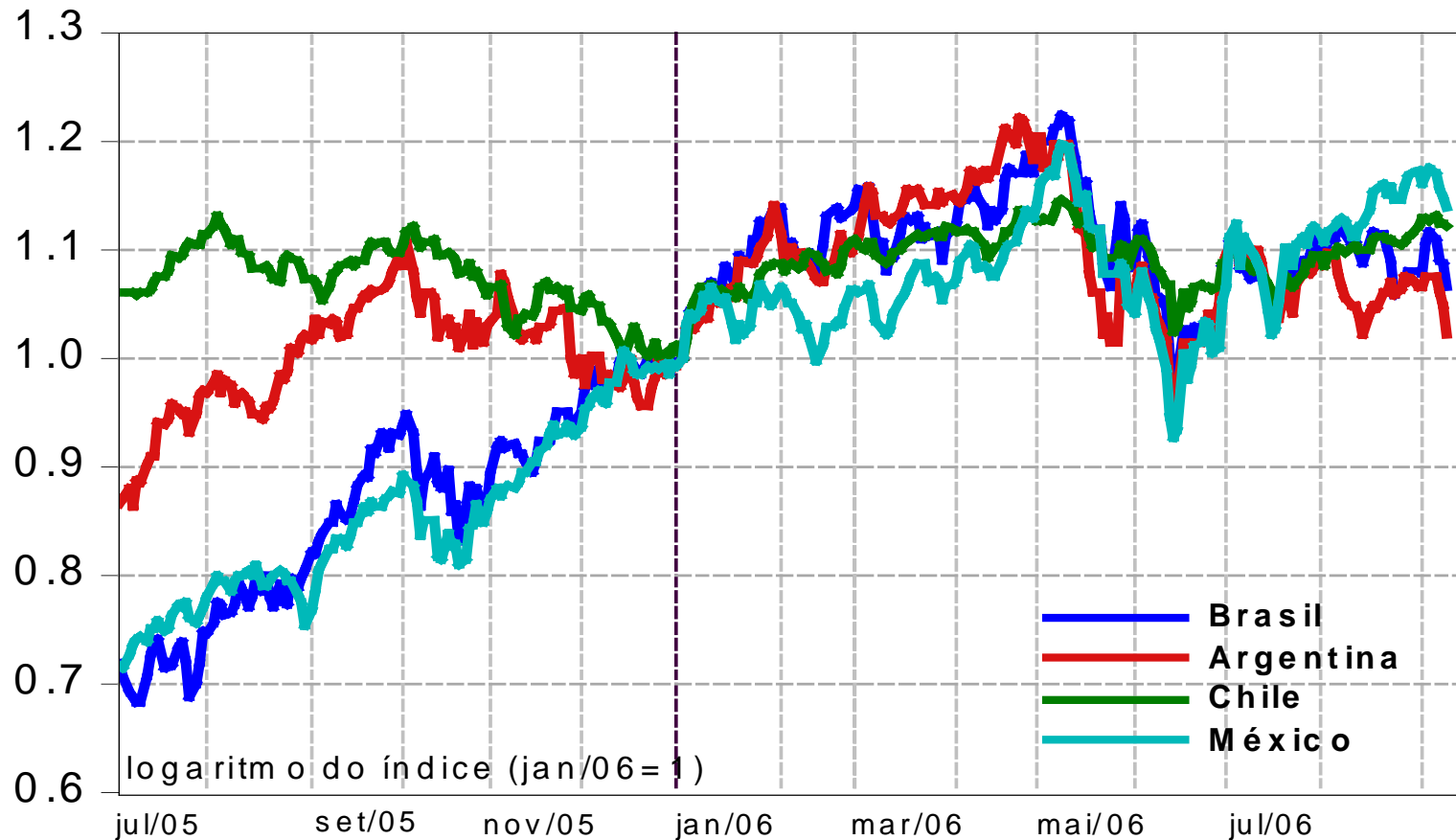
A consequência é que o ciclo de redução de taxa de juros irá prosseguir.



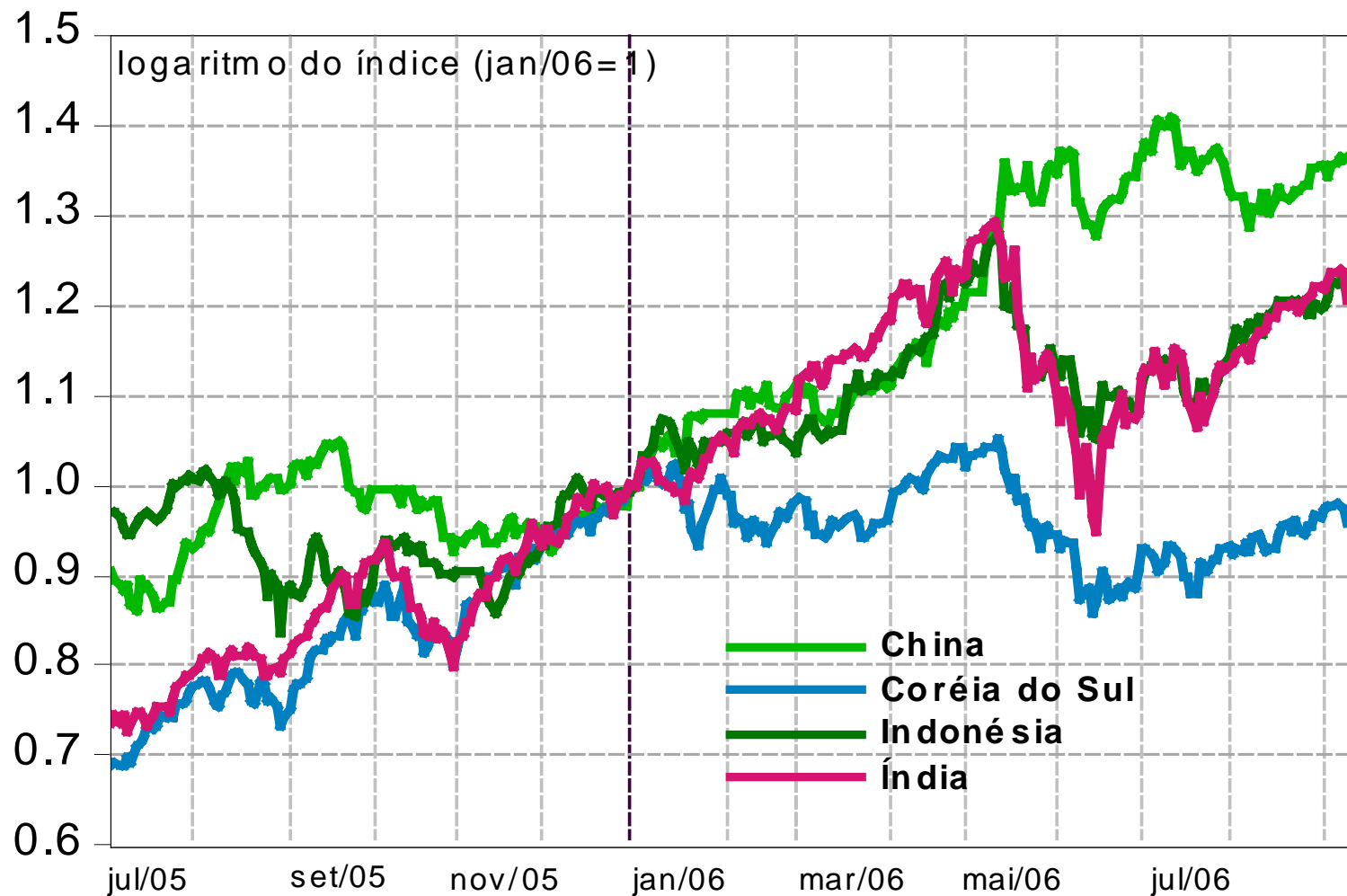
E os riscos?

- Risco externo
 - Há um desaquecimento nos EUA, compensado em parte pelo forte crescimento da Ásia, e pelo crescimento da Europa.
 - O melhor cenário é o de uma “aterrisagem suave”, com alguma redução na liquidez e uma desaceleração suave no crescimento global.
 - Redução gradual de liquidez e menor crescimento pioram as perspectivas nos mercados de renda variável
- Risco derivado da política fiscal
 - Deriva fundamentalmente do crescimento muito acelerado dos gastos públicos

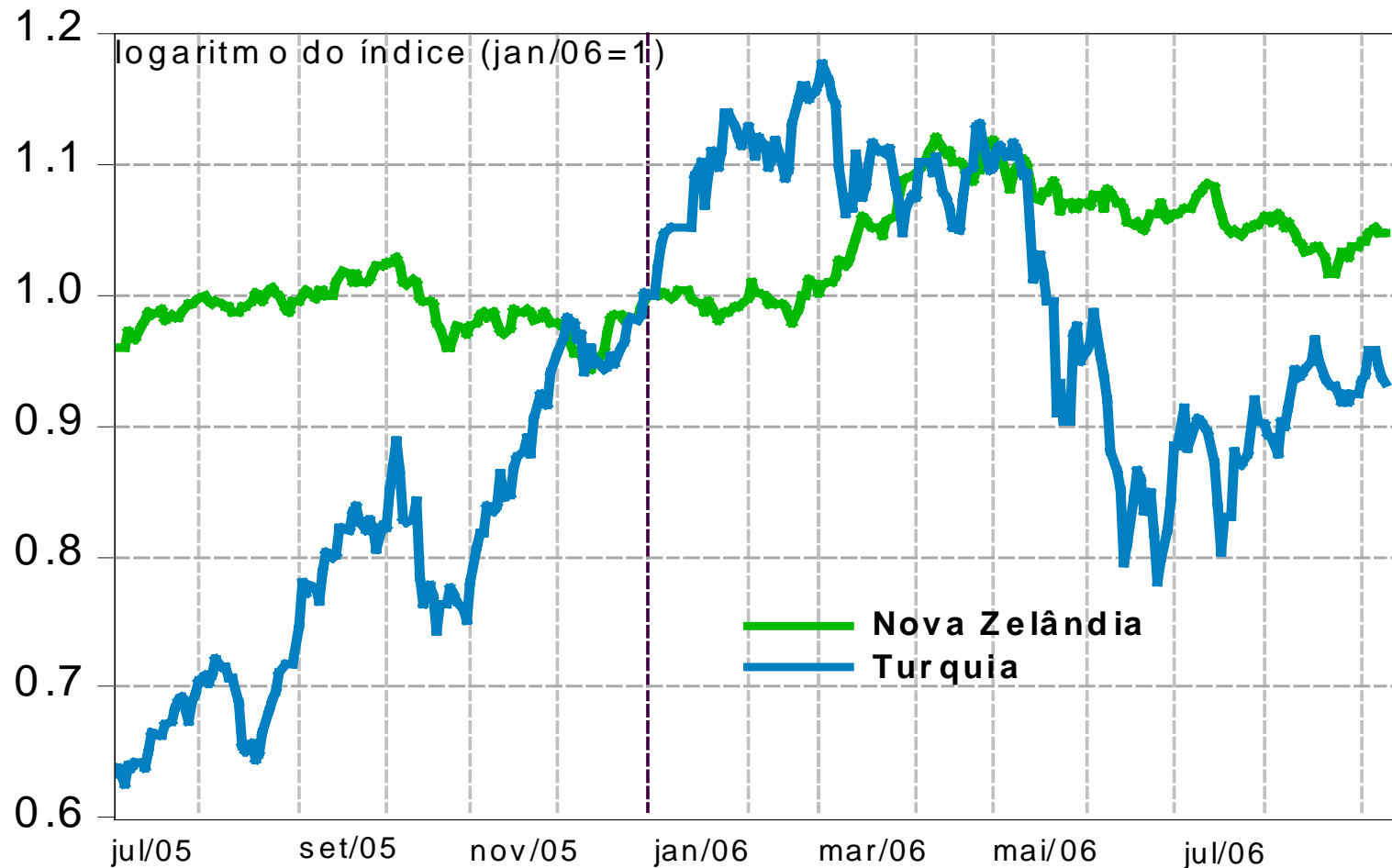
Há uma correlação positiva par a par nos índices de bolsas (nas moedas locais), como ocorre na América Latina,



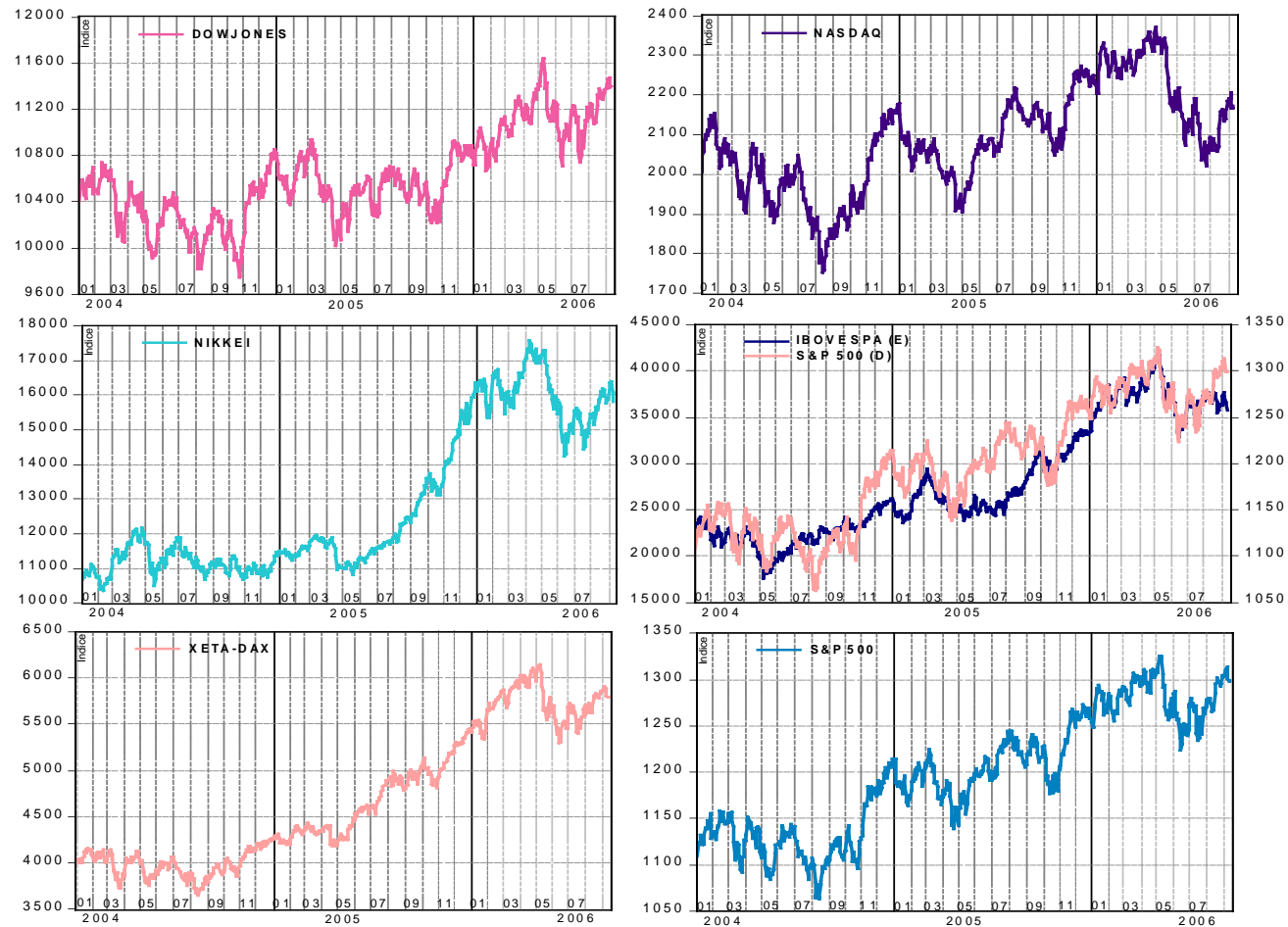
...o mesmo ocorrendo na Ásia



A Turquia, com os piores fundamentos no balanço de pagamentos, é o país que sofre mais.



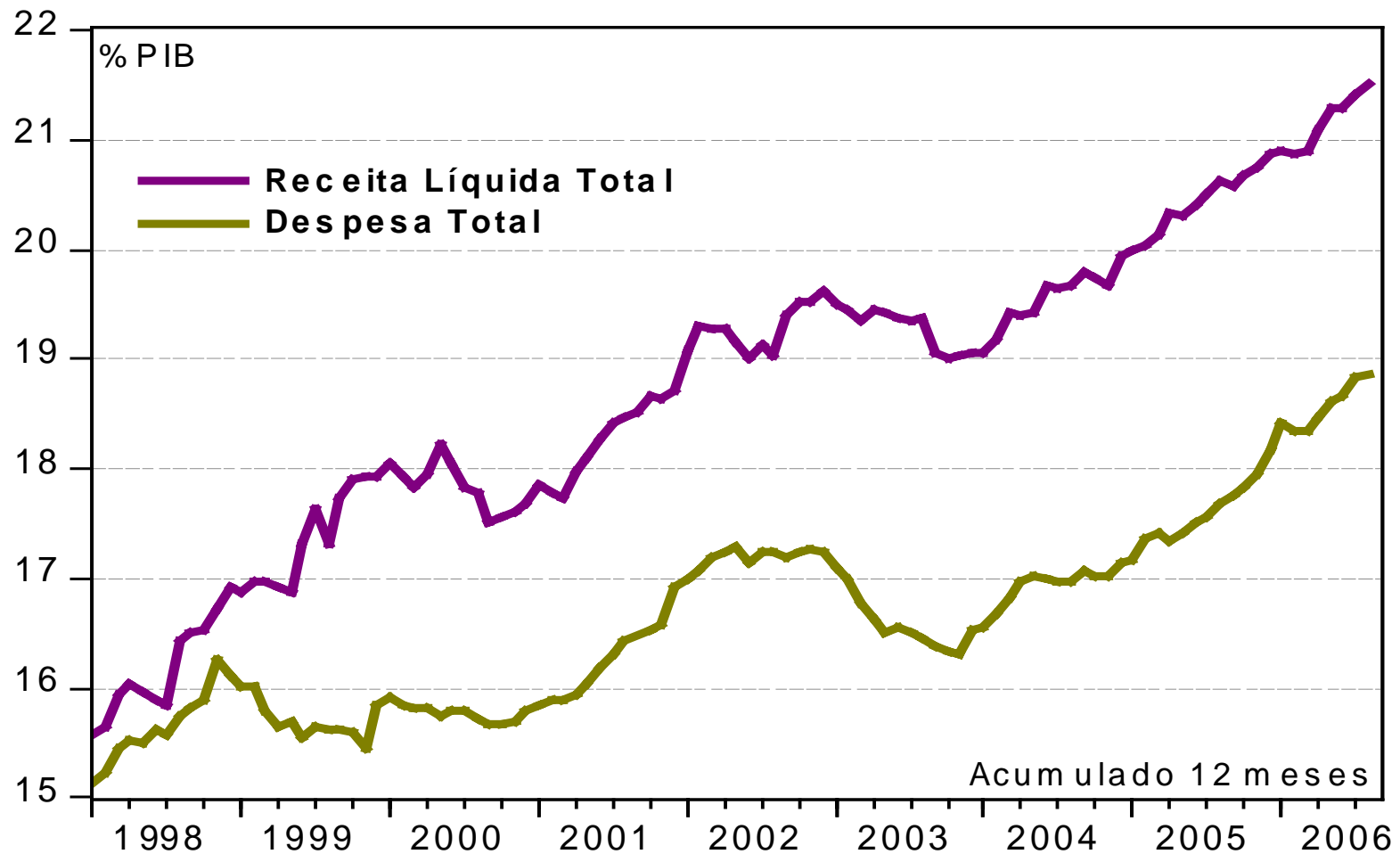
Todos os mercados de equities mostram volatilidade, inclusive nos países industrializados



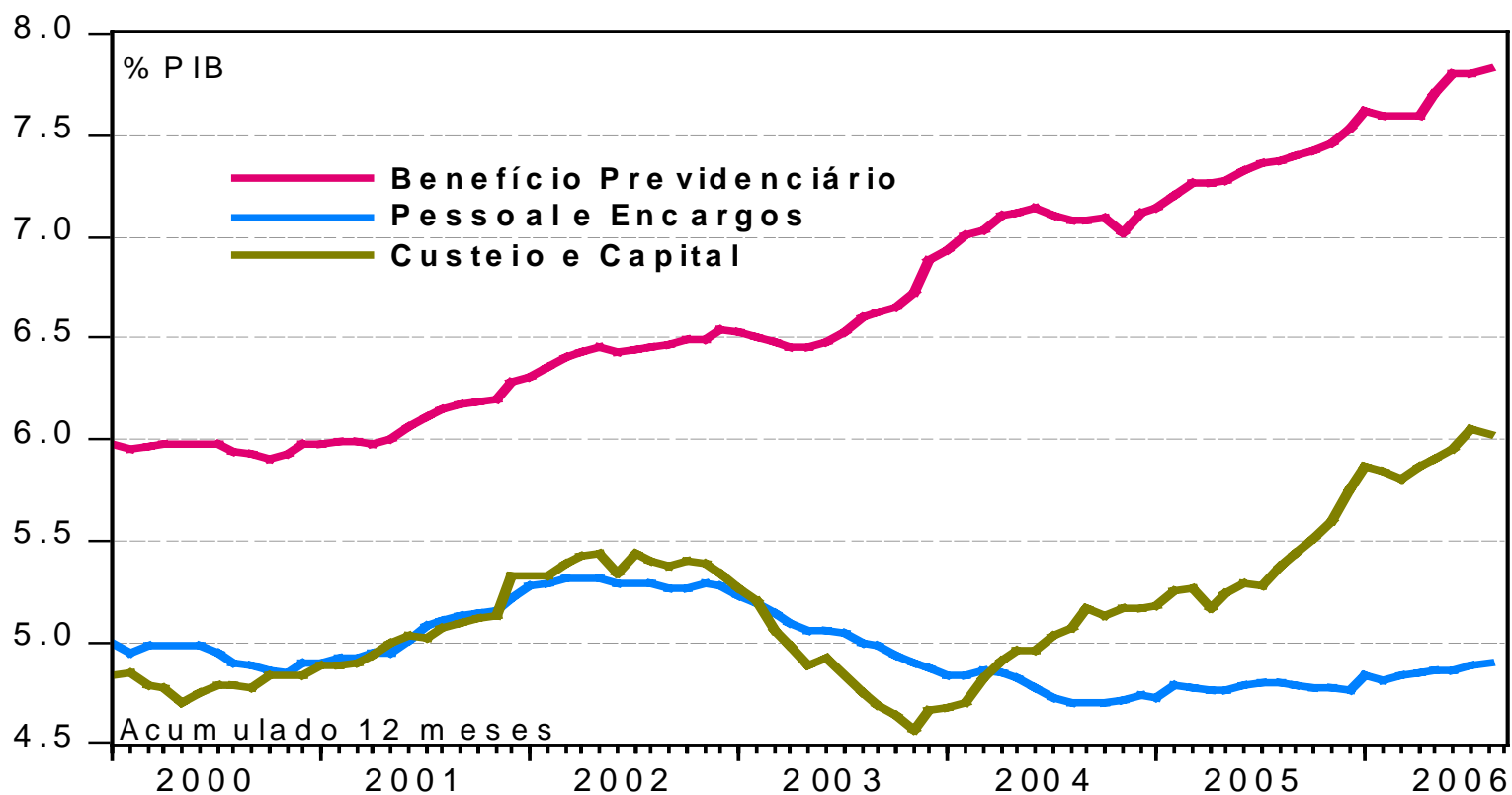
E no campo da política fiscal?

- Há uma melhora parcial na composição da dívida pública (não há mais dívida dolarizada, mas persiste a dívida em SELIC)
- As metas do superávit primário vêm sendo cumpridas
- Porém, quem vem permitindo o cumprimento das metas é o crescimento da receita, e o crescimento da despesa não é sustentável

As despesas (e receitas líquidas) do governo central vêm crescendo em relação ao PIB



...com os maiores aumentos nos benefícios da previdência e em OCC. O crescimento do salário mínimo e os gastos sociais do governo explicam esse aumento.



A necessidade de reformas

- Sem uma política fiscal austera a política monetária perde força.
- As despesas do governo central vêm crescendo a uma taxa de 10% ao ano, e seu atendimento com aumento de carga tributária reduz o crescimento do produto potencial
- Sem reformas a política fiscal joga contra o crescimento econômico