

Cenário de incertezas pressiona índices e impede governo de atingir metas de inflação

Todos os índices de preços apurados em 2002 acusaram aumento significativo em relação a 2001. Pelo segundo ano consecutivo, o Banco Central não conseguiu cumprir a meta de inflação baseada no IPCA - Índice de Preços ao Consumidor Amplo, cujo teto era de 5,5% - a variação atingiu 12,53%. Em 2001, o IPCA registrou 7,67%, ultrapassando o intervalo superior da meta, fixado em 6%. De modo geral, a desvalorização cambial provocada pelos choques externos, de 18,7% no ano passado e 52% em 2002, e a conseqüente pressão sobre os preços administrados/monitorados¹ - que subiram 10,4% e 15,3%, mantida a base de comparação - responderam pelo não cumprimento do objetivo nesses dois anos. No primeiro semestre de 2002, a variação média mensal do IPCA foi a mesma observada em igual período de 2001 (0,49%), mas no segundo semestre alcançou o dobro: 1,5%, contra 0,75%.

Diante da piora das expectativas de

inflação e do excesso de liquidez no mercado monetário na segunda metade do ano, o Banco Central elevou compulsórios e criou alíquotas adicionais sobre os depósitos bancários, com o intuito de evitar pressões extras de demanda sobre os preços internos. Apesar disso, a política monetária adotada - principalmente no que diz respeito à definição da taxa de juro - não foi capaz de realizar o ajuste

macroeconômico necessário, diante da deterioração do cenário econômico doméstico.

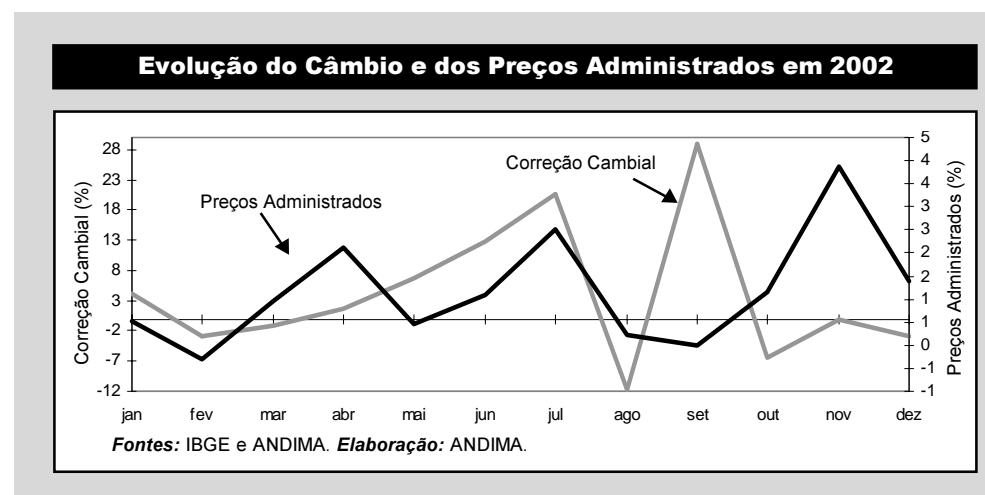
Inflação

A despeito de um início de ano favorecido pela excelente safra agrícola, que propiciou uma variação acumulada no primeiro semestre de apenas 0,60% para o item Alimentação do IPCA, a desregulamentação

do setor de combustíveis, associada à persistente elevação dos preços internacionais do petróleo - fruto do acirramento das relações entre EUA e Iraque -, já indicava um potencial foco de pressão sobre os preços liberados.

De fato, visando implementar tarifas mais realistas para o setor, o governo decidiu que, a partir de janeiro de 2002, os reajustes e revisões de preços dos derivados básicos de petróleo e gás natural praticados pelas unidades produtoras ou de processamento deixariam de seguir diretrizes e parâmetros até então definidos pelos ministérios da Fazenda e de Minas e Energia. Tal flexibilização teve impacto direto sobre os preços desses produtos, em especial sobre os subsidiados, como o gás de cozinha, que acusou alta de quase 50% no ano, sendo superado apenas pelo óleo diesel (53%). Álcool (31,5%) e gasolina (12,1%) também registraram fortes reajustes.

Adicionalmente, a partir de abril, o câmbio começou a desempenhar papel



decisivo na trajetória da inflação, dado o gradativo repasse da alta da moeda norte-americana tanto para os preços administrados/monitorados como para os livres, que subiram 11,5% no ano.

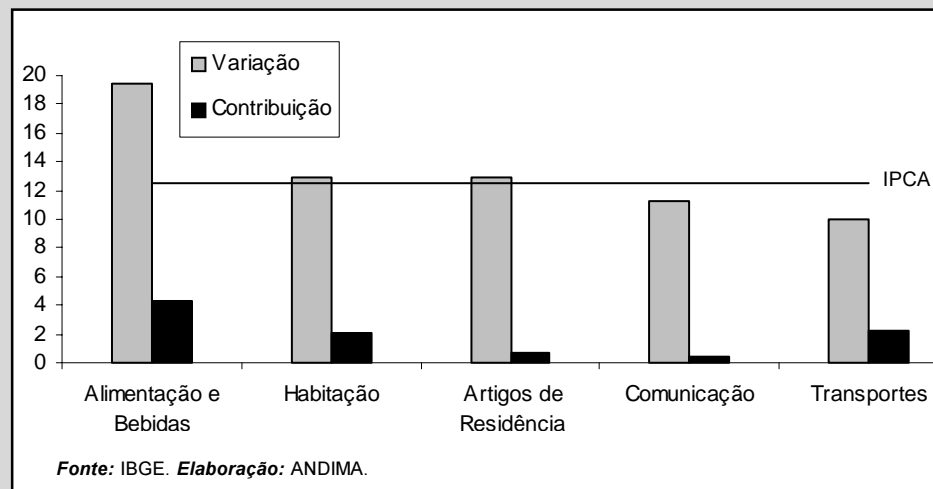
Embora estejam sujeitos a critérios de reajuste preestabelecidos ou orientados pelo governo, os preços monitorados sofreram, no segundo semestre, aumentos influenciados pelo comportamento do dólar, não apenas porque parte deles tem seus contratos atrelados ao Índice Geral de Preços - altamente sensível às variações do câmbio, por conta do peso dos produtos no atacado -, mas também pelo fato de os próprios insumos serem cotados na moeda norte-americana. É o caso do setor elétrico, que paga em dólar uma parcela da energia consumida da hidrelétrica de Itaipu, e, por conseguinte, teve suas tarifas reajustadas em quase 20% no período.

A análise do IPCA a partir dos seus principais segmentos revela que o item Alimentação e Bebidas, que tanto ajudou

a manter a inflação baixa nos primeiros meses do ano, passou a ser o maior responsável pela piora do índice a partir de junho, como resposta ao aumento do câmbio, ao começo da entressafra e à subida dos preços internacionais das *commodities*. No ano, esse item teve participação de 4,36% no índice final e acumulou variação de 19,47%, sendo 18,76% apenas no segundo semestre - comportamento bem distinto do observado em 2001, quando as altas ficaram muito próximas em ambos semestres (4,40% e 5,01%, respectivamente).

Em relação ao IGP-M - Índice Geral de Preços de Mercado, a estrutura de pesos dos seus componentes, que confere maior importância aos preços no atacado², fez com que o resultado final em 2002 fosse o maior já registrado desde a implementação do Plano Real: 25,31%. A desregulamentação do mercado de derivados do petróleo a partir de janeiro, aliada à desvalorização cambial e à entressafra, no segundo semestre, levou

IPCA - Principais Segmentos
% ao ano



o IPA-M a alcançar 33,64% no ano. Já no que diz respeito ao IPC-M, contrariando a expectativa inicial de que o aumento nos custos das empresas seria rapidamente repassado para os preços ao consumidor, a variação ficou em apenas 11,87% no ano. É provável, contudo, que essa inflação represada seja gradualmente transferida ao varejo ao longo de 2003.

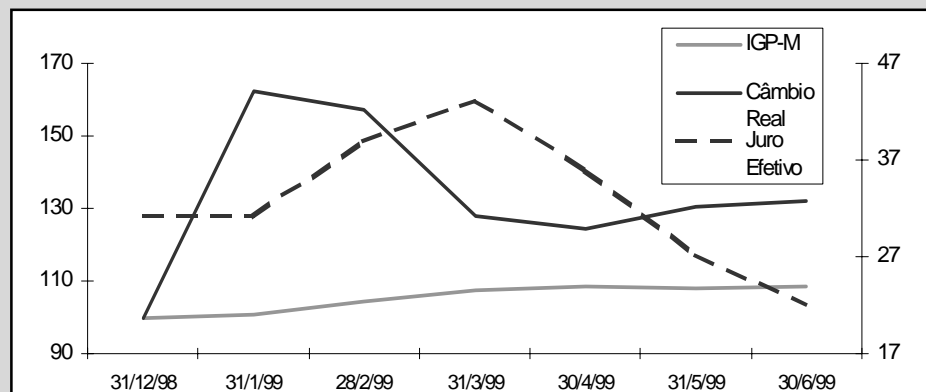
Política Monetária

A política monetária adotada em 2002 e seus desdobramentos macroeconômicos podem ser analisados tendo em perspectiva a crise do Balanço de Pagamentos de

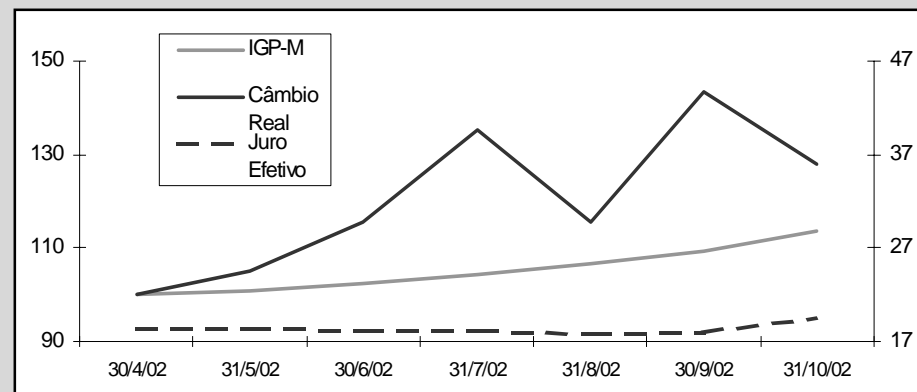
1999, que levou à má desvalorização da moeda nacional no dia 13 de janeiro daquele ano.

As suspeitas de que o Brasil não seria capaz de honrar seus compromissos financeiros internacionais começaram a aumentar a partir de junho de 1998, após o anúncio da moratória russa. A crise internacional subsequente, que afetou a maioria das economias emergentes, agravou as incertezas no mercado interno, levando a Taxa Básica de Juro da economia (TBC), que permanecera em 19% desde o início de setembro, a subir para 29% em meados de dezembro. O pacote de

Evolução de Indicadores em 1999



Evolução de Indicadores em 2002



ajuda concedido pelo FMI-Fundo Monetário Internacional em outubro não foi suficiente para impedir o colapso do sistema de bandas cambiais já no início de 1999, nem a posterior má desvalorização da moeda nacional, que em janeiro superou 62% em termos reais. Premido pelas circunstâncias desfavoráveis, mas dispondo de capital político considerável - conquistado após vitória em primeiro turno na eleição presidencial de 1998 -, o governo adotou uma política monetária fortemente contracionista, elevando o juro para 45% em março. A decisão fez parte de um grupo maior de medidas, que também incluía a implementação do sistema de metas de inflação (*inflation targeting*). Na ocasião, a política monetária foi

eficiente no controle do *pass through*, e a inflação estabilizou-se já a partir do terceiro mês após o início da crise.

Diferentemente do ocorrido em 1999, a condução da política monetária em 2002 foi marcada por maior cautela na sinalização das expectativas. A meta da Taxa SELIC, fixada em 18,5% desde março, caiu para 18% em julho, mantendo-se nesse patamar até outubro, quando foi elevada para 21%. Embora a meta tenha permanecido baixa ao longo do ano, o custo de financiamento da dívida interna cresceu sensivelmente, sobretudo com o aumento dos deságios aceitos nas colocações de LFT e das taxas exigidas pelo mercado para comprar papéis cambiais³. A trajetória de aumento da cotação do

dólar, iniciada em abril, foi interrompida brevemente em agosto, com a assinatura de novo acordo com o FMI. No entanto, as incertezas associadas ao cenário eleitoral voltaram a pressionar a moeda.

Com o dólar em patamar elevado e a opção do governo de manter inalterado o juro básico da economia, a inflação iniciou trajetória consistente de alta, que só mostrou sinais de amortecimento a partir de novembro, sete meses após o início da crise. A título de comparação, o IGP-M acumulado nos sete meses posteriores ao início das crises em 1999 e 2002 atingiu 9,96% e 19,50%, respectivamente. Cumpre ressaltar que as expectativas conservadoras de repasse gradual da alta do dólar para os preços

domésticos, baseadas no exemplo de 99, foram amplamente frustradas, e o repique da inflação acabou surpreendendo grande parte do mercado. É possível que o choque de juros aplicado logo após o início da crise em 99 tenha limitado o efeito do *pass through*, o que acabou não se repetindo em 2002.

Embora não se possa afirmar que a adoção de uma política monetária mais restritiva teria sido mais eficaz, é importante não minimizar o papel da sinalização das expectativas no controle dos preços internos.

Quanto aos agregados monetários, cabe destacar o crescimento atípico registrado nos componentes dos meios de pagamento de junho de 2002 até o final do ano. Especificamente, a evolução

Alterações da Meta da Taxa SELIC EM 2002

Reunião n°	Data	Período de Vigência		Meta da Taxa SELIC % ao ano	Taxa SELIC		IPCA	IGPM
		De	Até		% ao mês	% ao ano	% ao mês	% ao mês
		67 ^a	23/1/02	24/1/02	20/2/02	19,00	1,25	19,05
68 ^a	20/2/02	21/2/02	20/3/02	18,75	1,38	18,80	0,36	0,06
69 ^a	20/3/02	21/3/02	17/4/02	18,50	1,28	18,45	0,60	0,09
70 ^a	17/4/02	18/4/02	22/5/02	18,50	1,62	18,35	0,80	0,56
71 ^a	22/5/02	23/5/02	19/6/02	18,50	1,26	18,07	0,21	0,83
72 ^a	19/6/02	20/6/02	17/7/02	18,50 (2)	1,35	18,40	0,42	1,54
73 ^a	17/7/02	18/7/02	21/8/02	18,00	1,64	17,86	1,19	1,95
74 ^a	21/8/02	22/8/02	18/9/02	18,00 (2)	1,31	17,87	0,65	2,32
75 ^a	18/9/02	19/9/02	14/10/02	18,00	1,18	17,90	0,72	2,40
76 ^a (1)	14/10/02	15/10/02	23/10/02	21,00	0,53	20,90	1,31	3,87
77 ^a	23/10/02	24/10/02	20/11/02	21,00	1,44	20,90	1,31	3,87
78 ^a	20/11/02	21/11/02	18/12/02	22,00	1,58	21,90	3,02	5,19
79 ^a	18/12/02	19/12/02	22/1/03	25,00	2,05	24,90	2,10	3,75

(1) Extraordinária. (2) Viés de baixa. **Fontes:** Banco Central, IBGE e FGV. **Elaboração:** ANDIMA.

de 29,3% no saldo do M1 acumulado no ano - de R\$ 74,6 bilhões, em janeiro, para R\$ 108,3 bilhões, em dezembro - deveu-se a diversos fatores que influenciaram a demanda dos agentes econômicos por moeda. O mais importante deles foi o aumento da preferência das instituições financeiras e de parte dos quotistas dos fundos de investimento por liquidez.

Com relação às instituições, a introdução do novo Sistema de Pagamentos Brasileiro, as incertezas do quadro eleitoral e o aumento da aversão ao risco, interna e externamente, levaram os bancos a evitar a compra de títulos públicos de longo prazo. Tal orientação dificultou a venda definitiva desses papéis e levou a um crescimento significativo do volume de resgates líquidos de títulos por parte do governo, deixando o mercado constantemente *undersold*⁴.

Já no que toca aos quotistas, houve fuga de recursos a partir do final de maio, refletindo o recuo na rentabilidade de alguns fundos de investimento financeiro,

como conseqüência do aumento da volatilidade dos preços dos títulos públicos naquele momento.⁵ Esse processo, que desencadeou um movimento de saques superiores a R\$35 bilhões no bimestre seguinte, somente foi revertido após agosto, quando o Banco Central modificou as regras de marcação a mercado dos fundos de investimento.

Mesmo assim, os volumes de papel-moeda em poder do público e de depósitos à vista (componentes dos meios de pagamento) continuaram a crescer, influenciados por outro fator circunstancial: ainda em julho, o governo, por força de lei, passou a liberar recursos referentes

ao crédito de complemento de atualização monetária aos titulares de contas vinculadas do FGTS. Segundo o Banco Central, do início das liberações até novembro, foram creditados em conta corrente ou pagos em papel-moeda R\$ 6,8 bilhões.

Diante da forte liquidez do mercado, o BC aumentou em junho os recolhimentos compulsórios incidentes sobre depósitos a prazo de 10% para 15%, e sobre os depósitos de poupança, de 15% para 20%. Dois meses depois, foi instituída exigibilidade adicional, a ser cumprida em espécie, sobre os recursos à vista e depósitos a prazo (3%), e sobre os depósitos de poupança (5%). Em outubro,

essas alíquotas foram elevadas para 8% e 10%, respectivamente, revelando a preocupação do governo em evitar que o excesso de dinheiro nos bancos e na mão do público fosse mais um foco de pressão sobre os índices de preços, via aumento do consumo de bens e serviços.

Em 2003, a perspectiva para o mercado monetário é de liquidez mais apertada do que em 2002, já que, de um lado, não se espera a repetição dos saques dos fundos de investimento e, de outro, o novo governo deve conseguir realizar - após sinalizar firmemente o compromisso com os regimes de metas para inflação, câmbio flutuante e responsabilidade fiscal - os leilões de títulos públicos em volumes adequados à gestão da dívida pública, reduzindo a posição *undersold* das instituições financeiras.

Dalton Boechat e Flávio Bertolossi
Analistas Econômicos da ANDIMA