

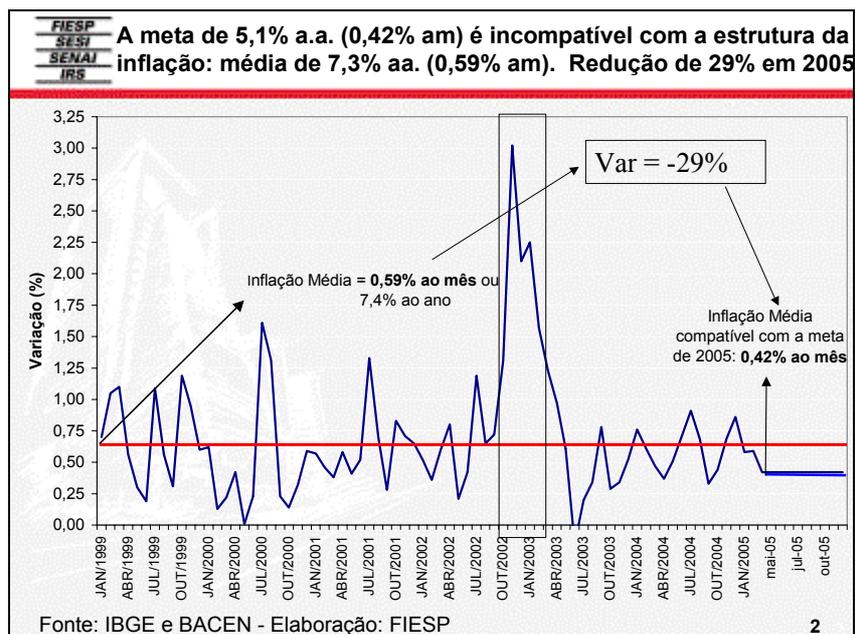
## Balanço de sete meses de alta da taxa Selic: Análise e Comentários

### 1. Meta de inflação para 2005

1.1. A inflação brasileira possui um componente de inércia residual, pois há uma série de preços que têm seu reajustes de acordo com a inflação passada. A meta de extinguir a indexação da economia não se completou. Ela persiste nos chamados preços monitorados, ou seja, aqueles contratados, relacionados a setores de atividades privatizadas e/ou regulados pelo poder público, como o de petróleo, transportes, educação e planos de saúde. Os preços desses segmentos ainda “carregam” a herança dos 30 anos de indexação da economia. Existe, ainda, um componente cultural cristalizado na revisão anual de preços e salários.

1.2. O Brasil tem uma inflação média de 7,4% ao ano (ou 0,59% ao mês), observada desde a adoção do câmbio flutuante em 1999 (desconsiderando o pico inflacionário do último trimestre de 2002, fruto do processo de sucessão presidencial) (**vide quadro 1**). O aumento dos preços monitorados, na sua maioria, pressiona os custos dos bens e serviços de preços livres.

**Quadro 1:**



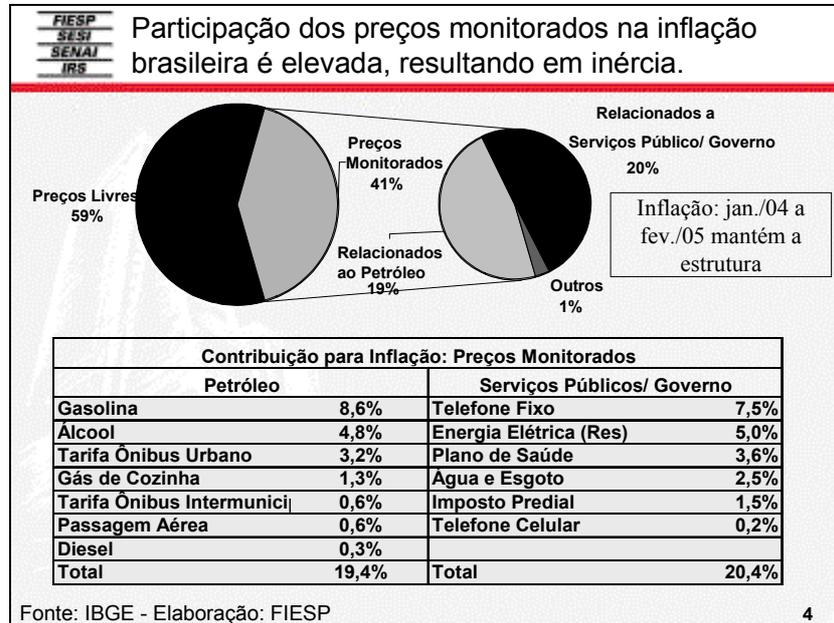
1.3. Os preços monitorados têm apresentado uma trajetória ascendente, acima da média do IPCA, com clara rigidez para baixo. Basta dizer que, de 2002 para 2004, o IPCA total caiu de 12,5% a.a. para 7,6% a.a., ou redução de 39%. Neste mesmo período, os preços monitorados caíram 33% e os livres 43% (**quadros 2 , 3 e 4**).

**Quadro 2:**

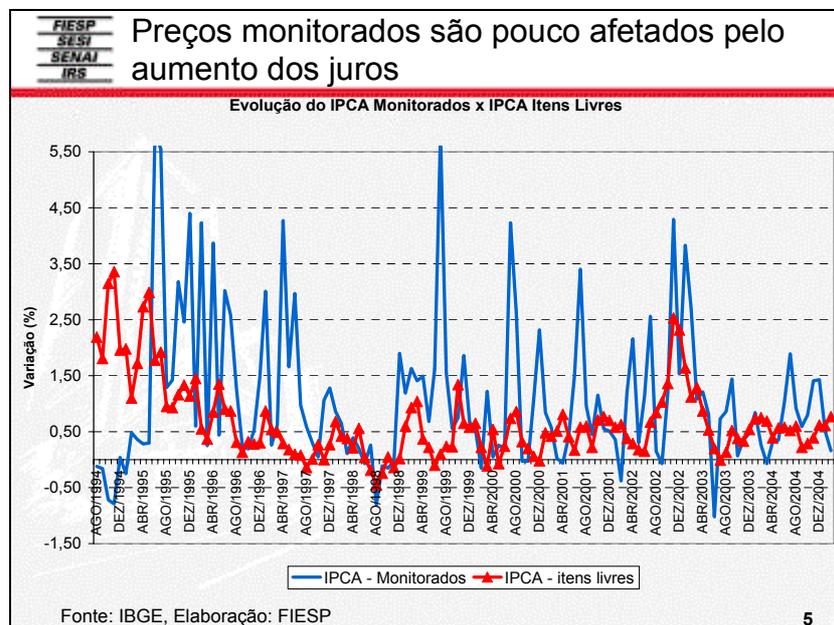
 Taxa de juros usada para controlar preços livres de modo a alcançar a meta de inflação			
Ano	IPCA	Monitorados	Livres
1999	8,9%	20,9%	6,4%
2000	6,0%	12,9%	3,7%
2001	7,7%	10,8%	6,6%
2002	12,5%	15,3%	11,5%
2003	9,3%	13,2%	7,8%
2004	7,6%	10,2%	6,5%
<b>Acum 02-04</b>	<b>32,3%</b>	<b>43,9%</b>	<b>28,0%</b>
<b>Média período</b>	<b>8,7%</b>	<b>13,8%</b>	<b>7,0%</b>

Fonte: IBGE - Elaboração: FIESP

**Quadro 3:**



**Quadro 4:**



Os preços monitorados têm sua evolução baseada principalmente na inflação passada, de forma que são pouco sensíveis à política monetária.

1.4. A meta de inflação para 2005 é de 5,1% ao ano (equivalente a 0,42% a.m.), o que implica uma redução de 30% da taxa de inflação em relação à média histórica iniciada com o regime de câmbio flutuante. A previsão de 5,1% para 2005 “carrega” intenção de inflação dos preços monitorados de 6,7%. Esta temível intenção projeta queda de 30% em relação ao verificado em 2004. “Carrega” vontade de 4,43% para os livres, com redução de 40% em relação à sua evolução de 2004.

A inflação dos preços monitorados nunca fechou um ano com variação com menos de dois dígitos, além disso a rigidez para baixo cresce à medida que a inflação diminui. Supondo que os preços monitorados estarão, na melhor das hipóteses, 15% abaixo do observado em 2004, ou seja 8,5%, restará margem de 3,6% para aumento dos livres, 50% do ocorrido em 2004.

1.5. O Copom estimava inflação dos monitorados de 6,7%, com a hipótese gloriosa de manutenção do preço do petróleo na faixa dos US\$ 40 por barril. Porém, o mercado deste produto continua bem aquecido, em janeiro/05 a média do preço foi US\$44 , em fevereiro US\$ 45, e em março a média até o dia 21 pulou para US\$ 52. Este último valor representa um acréscimo de 30% sobre a média do ano passado.

A meta de inflação para 2005, pela sua ambição, revelava forte possibilidade de intervenção do Banco Central, assim como a necessidade de estar preparado para ter ação eficaz e conseqüente.

## **2. Os motivos alegados pelo Banco Central para aumentar a taxa Selic: reunião do COPOM em setembro de 2004.**

---

A Ata do Copom de setembro de 2005 alega, principalmente, os seguintes fatores para iniciar o processo de subida da Selic, a saber:

2.1. O IPCA estaria aumentando acima do normal;

2.2. O Índice de Preços no Atacado (IPA) acumulava forte crescimento e o seu potencial repasse para o varejo provocaria um aumento ainda maior do IPCA;

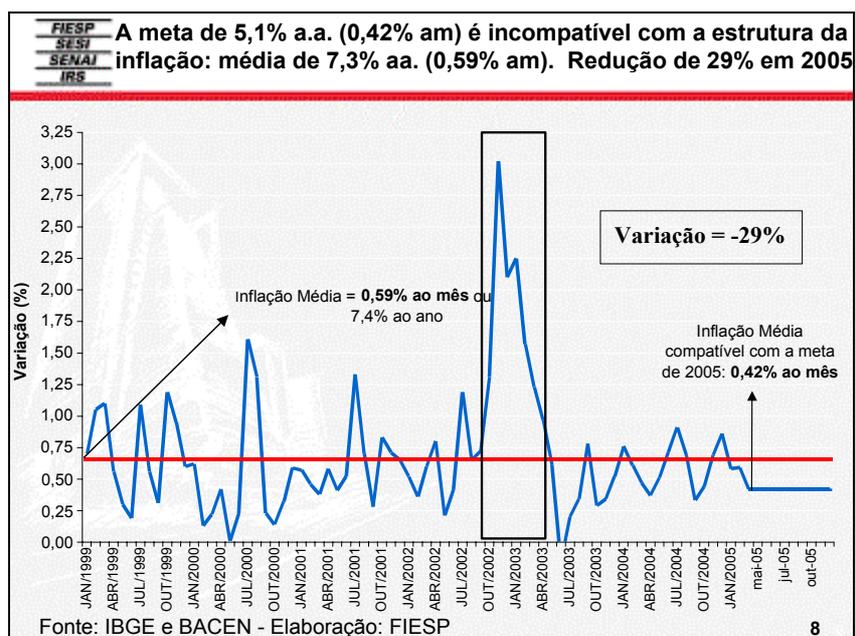
2.3. O emprego vinha de um período de expansão. O mercado de trabalho aquecido poderia provocar aumento de custos para as empresas;

2.4. A atividade econômica havia se expandido fortemente e haveria o risco de fechamento do hiato do produto, isto é, a demanda estaria crescendo em velocidade superior à capacidade de expansão da oferta, o que ameaçaria a economia com inflação por excesso de demanda. Outra forma de se identificar este fenômeno seria pelo Nível de Utilização da Capacidade Instalada na Indústria, que estaria muito elevado e poderia trazer pressões de custos.

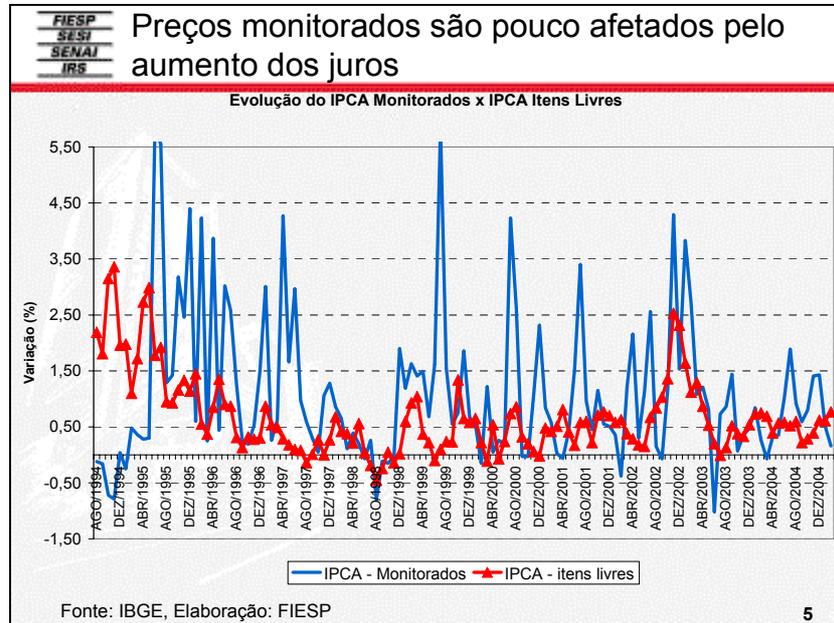
### 3. Análise dos motivos alegados para o aumento da taxa Selic

3.1. Quanto ao item 2.1. O comportamento do IPCA nos meses precedentes à reunião do COPOM, em setembro de 2004, apresentava ligeira elevação. Mas como pode ser visto no **quadro 5**, numa ótica de mais longo prazo, o IPCA seguia sua trajetória flutuante em torno da média histórica de 0,59% a.m. A variação no trimestre julho-setembro foi de 0,91%, 0,69% e 0,33%. Para os preços monitorados, a variação foi de 1,89%, 0,92% e 0,59% e para os livres, 0,52%, 0,60% e 0,22%. Note-se que, na média do trimestre, os preços livres já haviam convergido para a média histórica de 0,47% ao mês. Portanto, não havia pressão dos preços livres. Enquanto os preços monitorados apresentavam média de 1,13% a.m., superior ao valor histórico de 0,98% a.m. (**quadro 6**).

**Quadro 5:**



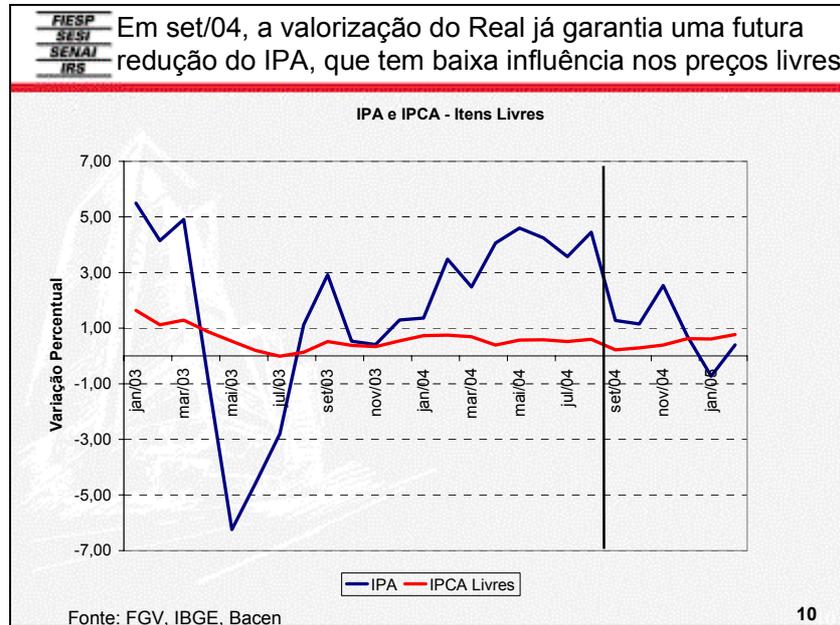
**Quadro 6:**



A trajetória do IPCA, especialmente dos preços livres, merecia, no máximo, observação, ao invés de ação.

3.2. Quanto ao item 2.2: Sabe-se que nem sempre aumentos no IPA são repassado para os preços no varejo. Além disso, como pode ser visto no **quadro 7**, existe pouca influência do IPA sobre o IPCA - preços livres.

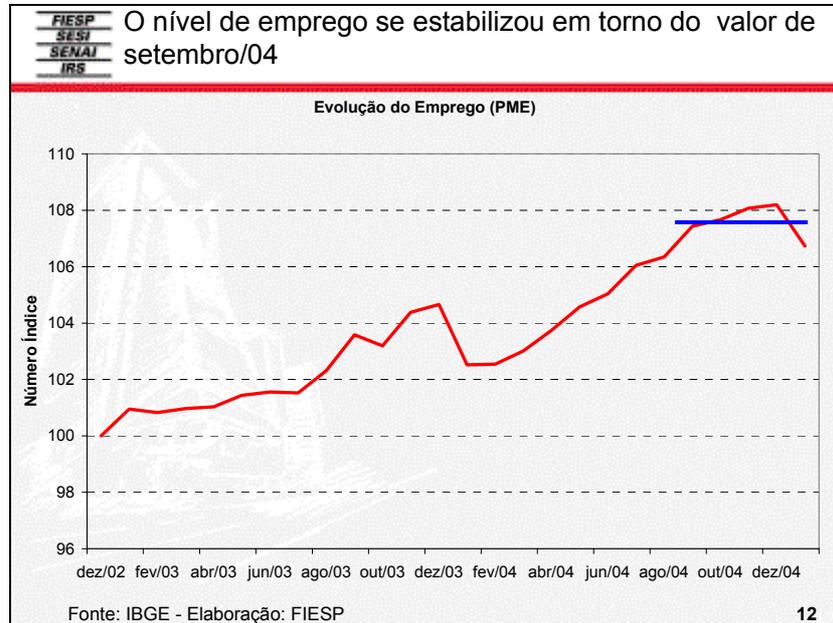
**Quadro 7:**



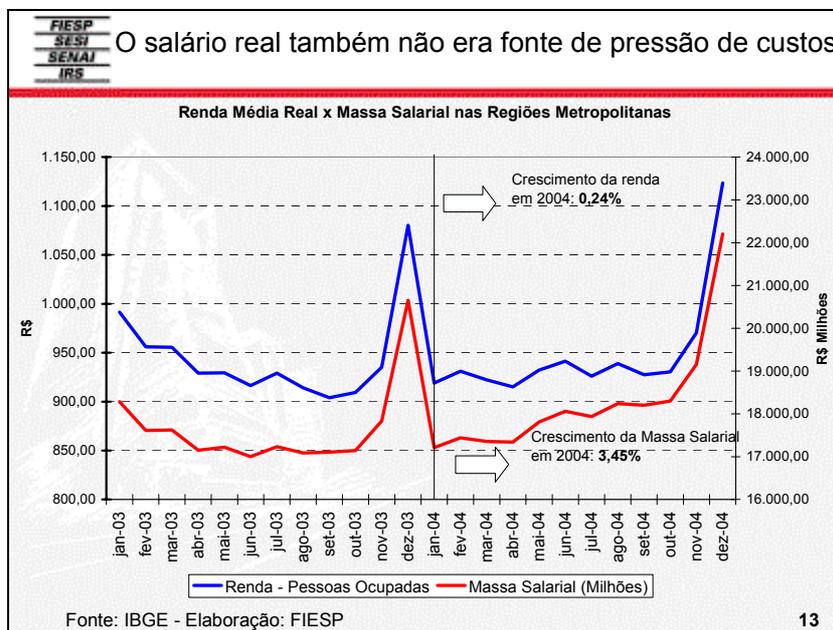
A trajetória do IPA, que não é um bom preditor para as tendências dos preços livres, merecia, no máximo, observação, ao invés de ação.

3.3. Quanto ao item 2.3: com relação ao mercado de trabalho, o COPOM alegou aumento da massa salarial e crescimento do emprego com carteira medido pelo Ministério do Trabalho (à época, 1,2 milhão). Sabe-se que o Governo Federal vem empreendendo esforços sem precedentes para o combate do emprego informal. Este esforço aumenta o número de trabalhadores com carteira, mas não o número de empregados. Em outras palavras, melhora o emprego formal, mas não surgem novos postos de trabalho. Por isso mesmo, não pode ser um indicador de pressão no mercado de trabalho. O índice de emprego nas regiões metropolitanas calculado pelo IBGE, embora tenha crescido muito no primeiro semestre de 2004, se estabilizou após agosto (**quadro 8**). O salário real médio apresentou recuperação de pouco mais de 3%, algo compatível com o aumento de 6% de produtividade observado durante a expansão econômica de 2004. A massa salarial real aumentou 3,54% em 2004 e o rendimento real médio das pessoas ocupadas 0,24%. (**quadro 9**). Este crescimento também foi compatível com a expansão da produtividade.

**Quadro 8:**



**Quadro 9:**



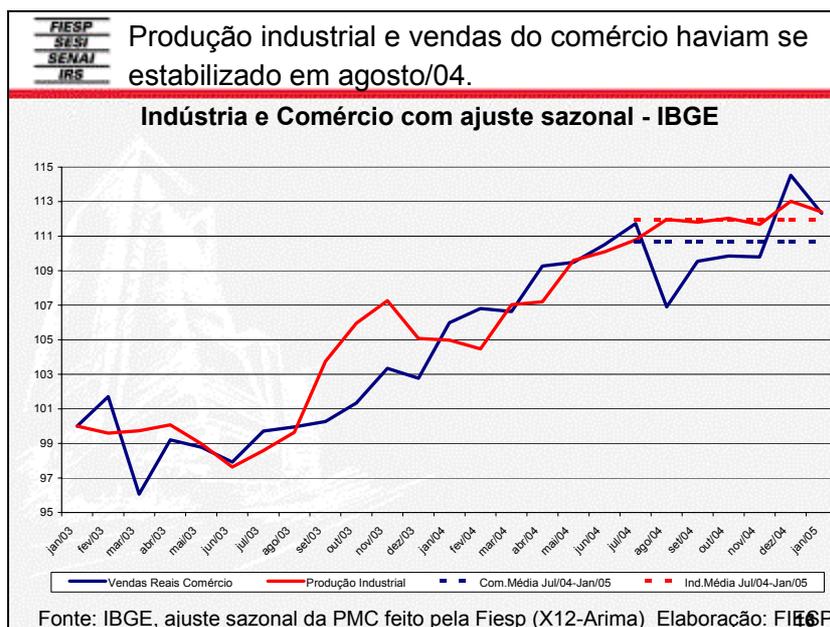
A situação do emprego em 2004 não deveria despertar tanta preocupação, muito menos ação do Copom.

3.4. Quanto ao item 2.4, o COPOM alegou como motivo para o aumento da Selic a forte expansão presenciada na economia, com risco de a demanda crescer além do potencial de expansão da oferta agregada, fenômeno chamado de fechamento do hiato do produto. A seguir, apresentaremos fatos que não confirmam a ameaça de fechamento do hiato do produto:

3.4.1 Segundo o IEDI, com base em tratamento estatístico da série de crescimento industrial, a expansão efetiva em 2004 seria de 4,8%. Os restantes 3,5% foram apenas recuperação de patamar, o que indica que a pressão do crescimento foi menor do que o considerado à primeira vista.

3.4.2 Tanto a produção física da indústria quanto as vendas reais do comércio se estabilizaram no nível de setembro/04 (**quadro 10**), num sinal claro de acomodação da economia, afastando a hipótese de pressão de custos.

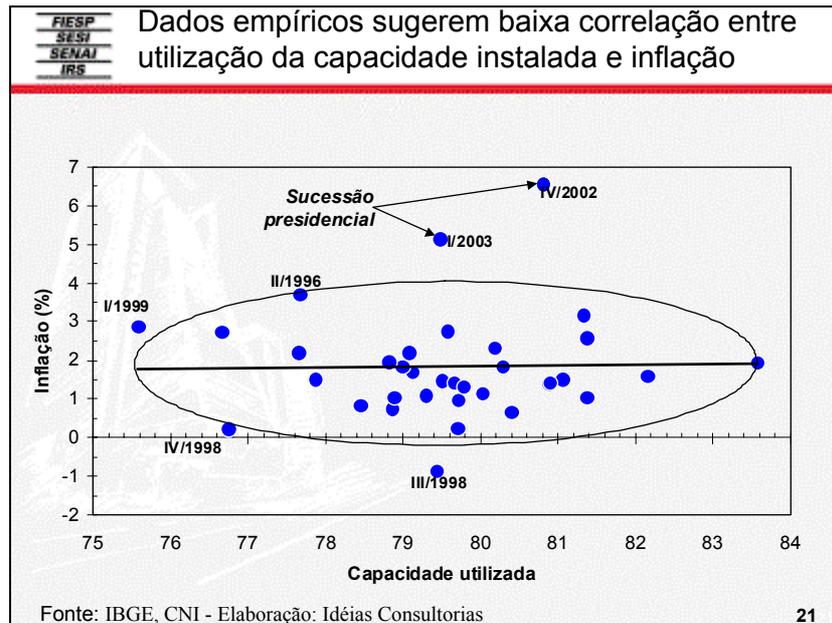
**Quadro 10:**



3.4.3 O Nível de Utilização da Capacidade Instalada é um indicador de aplicação bastante limitada para a indústria de transformação. Na maioria dos setores, o teto para a utilização da capacidade instalada é bastante flexível, pois sempre é possível ampliar a produção com horas extras, turnos adicionais e com investimentos pontuais apenas nos gargalos da produção. Devido a estes e outros aspectos, não existe correlação entre utilização de capacidade e inflação, como mostra o **quadro 11**. O indicador de Nível de Utilização da Capacidade merece maior atenção para as indústrias de processos

(química, papel e celulose, siderurgia), nas quais existe um teto efetivo de produção e a ampliação do mesmo requer o investimento de elevados montantes em novas plantas, com maiores prazo de maturação.

**Quadro 11:**



3.4.4 Outro ponto importante não considerado pelo COPOM é que altos níveis de utilização da capacidade permitem uma combinação mais eficiente de capital e trabalho, o que eleva a produtividade da economia. O **quadro 12** mostra que os ganhos recentes de produtividade foram maiores em anos de maior utilização de capacidade instalada, destaca-se o ganho de 2004 superior a 6%, o maior desde 1996. Este aumento da produtividade permite acomodar pressões nos custos.

**Quadro 12:**

**FIESP**  
**SESI**  
**SENAI**  
**IRS**

**Aumento da utilização da capacidade instalada favorece ganhos de produtividade do trabalho**

<b>Ano</b>	<b>Nível de Utilização da Capacidade</b>	<b>Varição da Produtividade</b>
2002	80,65%	4,05%
2003	79,79%	1,01%
2004	82,20%	6,10%

Fonte: IBGE (PIM-PF e PIMES) e CNI (NUCI)

22

3.4.5 O crescimento do ano passado foi puxado principalmente pelas exportações. Segundo o IBGE, o crescimento das vendas externas representaram 56% da expansão do PIB em 2004. Quando se observa os indicadores setoriais de utilização da capacidade instalada da indústria, pode ser constatado que os setores com nível acima da média são justamente os exportadores, cujo crescimento, mesmo quando excessivo, não acarreta pressão inflacionária e cuja demanda não diminuirá frente ao aumento da Selic (**quadro 13**). Ademais, não se pode considerar a hipótese de não abastecimento do mercado interno.

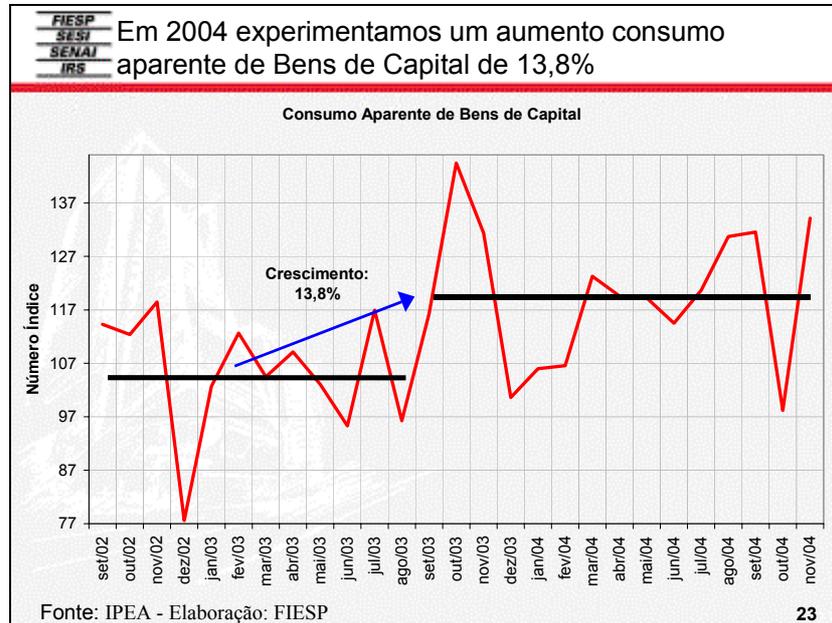
**Quadro 13:**

 Nível de utilização da capacidade é maior nos setores exportadores				
Setor Exportador Setor Mercado Interno				
Setores Industriais	Sem ajuste sazonal			
	dez-03	dez-04	jan-04	jan-05
Alimentos e Bebidas	68,50	70,00	72,60	68,80
Produtos Têxteis	84,30	84,10	85,90	84,20
Celulose, Papel e Prod. de Papel	87,10	85,90	86,10	<b>85,70</b>
Edição, Impressão e Reprodução de Gravações	77,00	77,50	66,50	71,60
Fabricação Coque, Refino Combustível Nuclear e Álcool	94,30	84,30	89,60	84,10
Produtos Químicos, Petroquímicos e Farmacêuticos	72,10	77,20	70,30	77,00
Artigos de Borracha e Plástico	78,70	75,00	83,30	<b>75,40</b>
Produtos Minerais não Metálicos	80,00	83,80	83,10	84,00
Metalurgia Básica	86,40	88,40	92,50	<b>88,60</b>
Produtos Metálicos (exclui máquinas)	72,80	74,20	74,00	74,40
Máquinas e Equipamentos	73,10	82,10	74,50	<b>81,50</b>
Máquinas, Aparelhos e Materiais Elétricos	80,60	80,50	78,40	79,70
Material Eletrônico e Equipamentos de Comunicação	77,20	83,70	73,60	80,10
Veículos Automotores	79,80	91,40	82,50	<b>92,70</b>
Outros Equipamentos de Transporte	72,90	82,30	73,40	80,00
Indústrias Diversas	74,60	78,90	78,60	79,50
<b>Agregado</b>	<b>76,50</b>	<b>79,70</b>	<b>77,70</b>	<b>79,30</b>

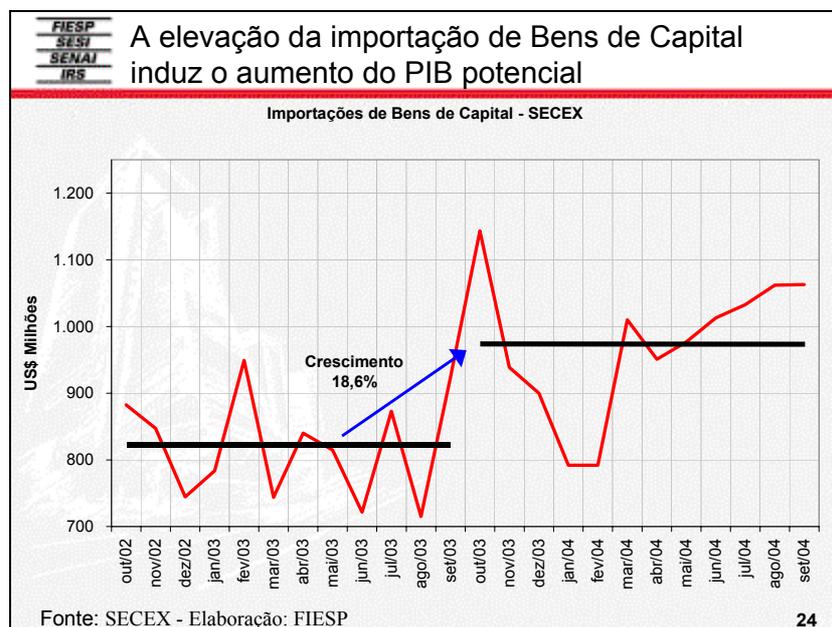
Fonte: Levantamento de Conjuntura (FIESP) 20

3.4.6 Por fim, mas não menos importante, destaca-se o forte investimento experimentado por nossa economia em 2004. O consumo aparente de bens de capital aumentou 13,8% ante ao ano anterior (**quadro 14**). A importação de bens de capital, normalmente de maior produtividade, cresceu 18,6% nos 12 meses terminados em setembro de 2004, ante igual período do ano anterior (**quadro 15**). Sondagem da FGV identificou expansão da capacidade produtiva em 8%, em 2004, e a expectativa de crescimento de mais 8% em 2005. Ou seja, a indicação é que o PIB potencial expandiu-se fortemente em 2004, de forma que o temor do COPOM não condiz com as evidências empíricas.

**Quadro 14:**



**Quadro 15:**



Em setembro/04, a atividade da indústria já dava sinais evidentes de acomodação, deixando de crescer. O abastecimento do mercado interno nunca esteve, recentemente, ameaçado pelo nível de utilização da capacidade instalada. A realidade mostra que, ocorrido um acréscimo de demanda, a atividade empreendedora operará no sentido de seu atendimento.

#### 4. Aumento dos juros: efeitos perseguidos e resultados alcançados.

4.1. Apesar disso, o COPOM elevou a taxa de juros para que o aumento da Selic fosse repassado às taxas das diversas linhas de crédito e financiamento, diminuindo a demanda a elas relacionada e, por consequência, reduzindo a procura por bens e serviços (demanda agregada). Isto forçaria produtores a aumentar menos os preços. Não é o que vem acontecendo.

4.2. O crédito total ao setor privado praticamente manteve sua taxa de expansão: 1,5% ao mês, de janeiro a setembro de 2004; passando para 1,48% ao mês, de setembro de 2004 até janeiro de 2005 (**quadro 16**).

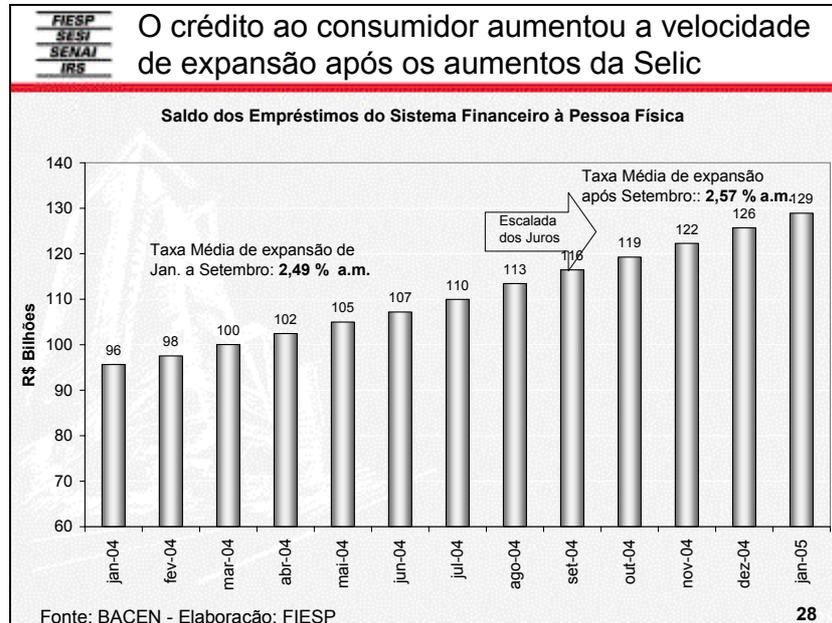
O valor dos financiamentos às pessoas jurídicas se expandia à taxa de 1,28% ao mês até setembro e passou a crescer à taxa de 1,09% após. Apesar de reduzir a velocidade, continua em forte expansão.

O crédito às pessoas físicas, a parcela que vinha crescendo em maior velocidade, acelerou depois de setembro. Basta dizer que a expansão mensal passou de 2,49% para 2,57%, utilizando a mesma base de comparação (**quadro 17**).

**Quadro 16:**



**Quadro 17:**



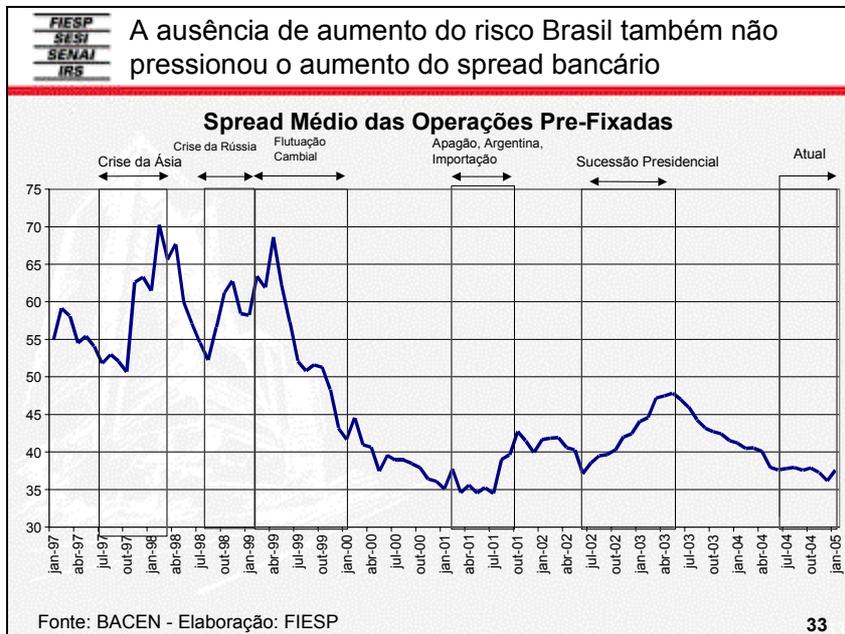
4.3. Cabe observar que os outros cinco aumentos de Selic ocorridos desde 1997 (crise da Ásia, crise da Rússia, crise cambial, racionamento de energia/Argentina e sucessão presidencial) sempre foram acompanhados de deterioração do Risco Brasil. O presente aumento da Selic, ao contrário, foi acompanhado de melhora neste indicador, como pode ser visto no **quadro 18**.

**Quadro 18:**

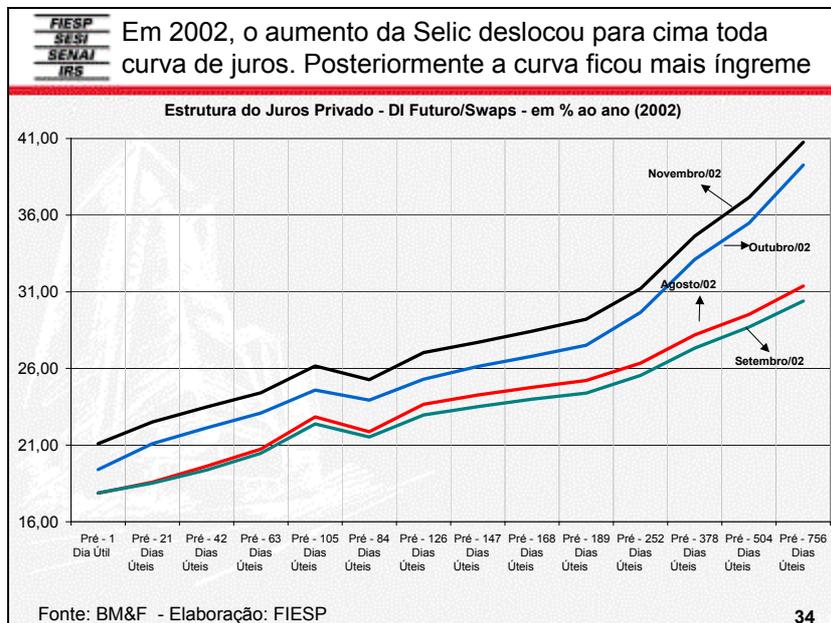


4.4. Como não houve agravamento do Risco Brasil, o sistema bancário manteve os spreads praticamente inalterados, ao contrário dos avanços anteriores da Selic (**quadro 19**). Ou seja, o aumento da taxa Selic foi percebido pelo mercado como transitório. Quando comparamos o atual ciclo de escalada da Selic com o anterior (sucessão presidencial), é possível notar um comportamento diferente da estrutura a termo da taxa de juros. Em 2002, com os sucessivos aumentos, a curva de juros deslocava-se paralelamente, com posterior crescimento da inclinação, ou seja, o mercado avaliava que, quanto mais distante o prazo, maior o risco e, portanto, maior a taxa de juros (vide **quadro 20**). No atual processo de aumento da Selic, dado que o Risco Brasil está em queda, o mercado financeiro percebe o processo como transitório. Daí a taxa de juros para períodos superiores a um ano ser menor do que as de curto prazo. Ou seja, houve uma inversão da estrutura a termo dos juros: o curto prazo é associado a taxa de juros maior do que o longo prazo, vide **quadro 21**.

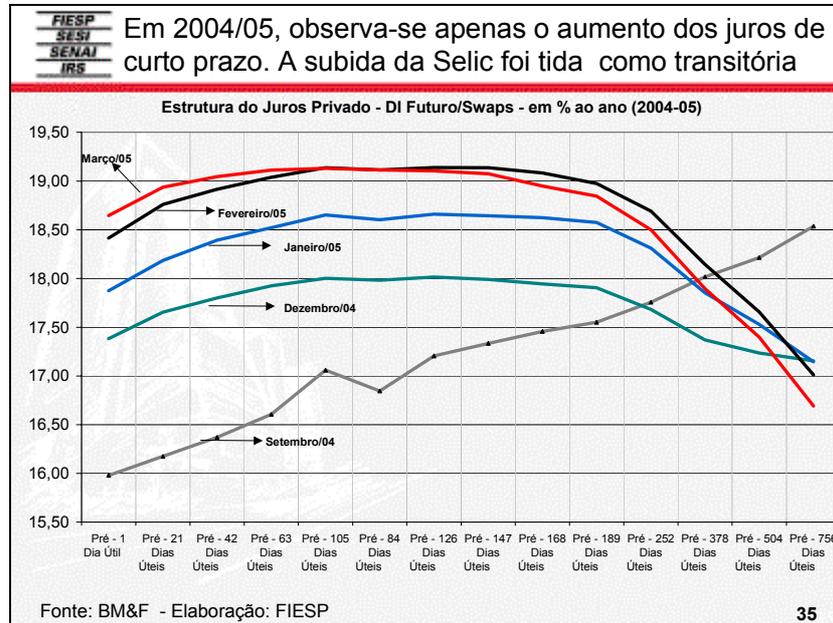
**Quadro 19:**



**Quadro 20:**

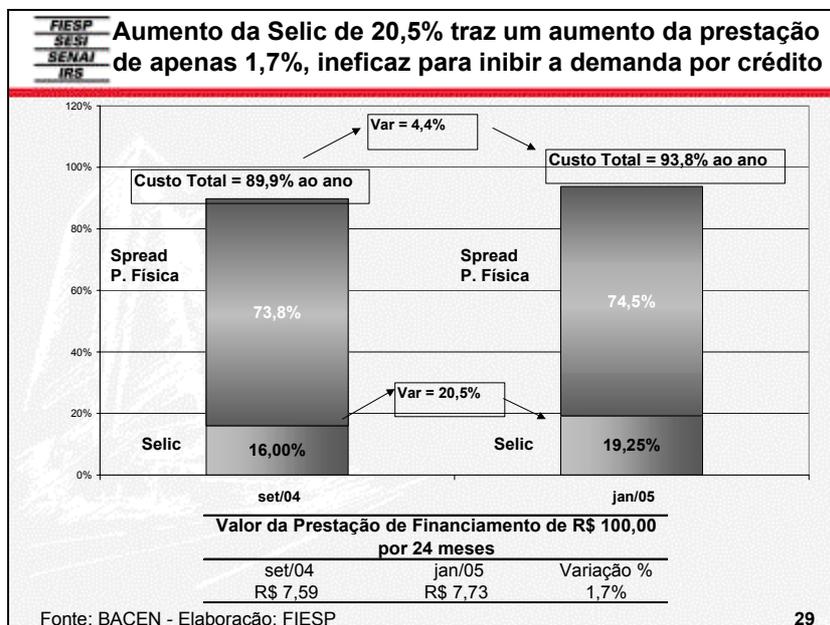


**Quadro 21:**



4.5. Dada a estabilidade do spread e a baixa participação da Selic no custo total do empréstimo à pessoa física, o significativo aumento da taxa implica uma variação reduzida na prestação dos financiamentos. Para um aumento de 20,5% da Selic (de 16% para 19,25%), o custo do financiamento subiu de 89,9% a.a. para 93,8% a.a., um crescimento de 4,4%. Enquanto isso, o valor da prestação subiu apenas 1,7%, variação sem efeito relevante sobre a demanda (**quadro 22**).

**Quadro 22:**



4.6. Outro ponto a ser considerado para explicar o aumento do crédito é o atual processo de expansão de novas modalidades, bancárias ou não. Dentre as primeiras, destaca-se o crédito consignado em folha de pagamento, fato que reduz o risco do banco e o custo para o tomador. modalidade cujo saldo atualmente sobe para R\$ 15 bilhões, teve crescimento superior a 100% no ano passado. Dentre as modalidades não-bancárias destaca-se o crédito mercantil (venda a prazo financiado pelo produtor). Segundo levantamento do Serasa junto a 60 mil empresas industriais, no primeiro semestre de 2004, as operações de crédito mercantil representaram R\$ 160 bilhões, cerca de 50% do crédito bancário no período. Por fim, há de se considerar a expansão dos fundos de investimento em direito creditório (FDIC). Em setembro de 2004, esta modalidade superou o montante de R\$ 4 bilhões, valor este 33% superior ao observado em junho do mesmo ano.

4.7. Junta-se à expansão do crédito, o aumento dos gastos públicos em 2004 (**quadro 23**). As despesas do Governo Federal foram 10,86% maiores do que em 2003. Este crescimento superou inclusive a taxa de expansão da receita no mesmo período (10,66%). Esta questão fiscal contribui para pressionar os preços e torna a política monetária menos efetiva.

**Quadro 23:**

**FIESP**  
**SESI**  
**SENAJ**  
**IRS**

Gastos públicos pressionaram a demanda agregada,  
agindo contrariamente ao aumento da Selic

---

**Brasil: Governo Central**

*Dados em R\$ Bilhões de 2004*

	2003	2004	Variação Percentual
Receitas do Governo	395,80	438,00	10,66%
Despesas do Governo	285,50	316,50	10,86%

Fonte: BACEN e STN - Elaboração: IPEA

37

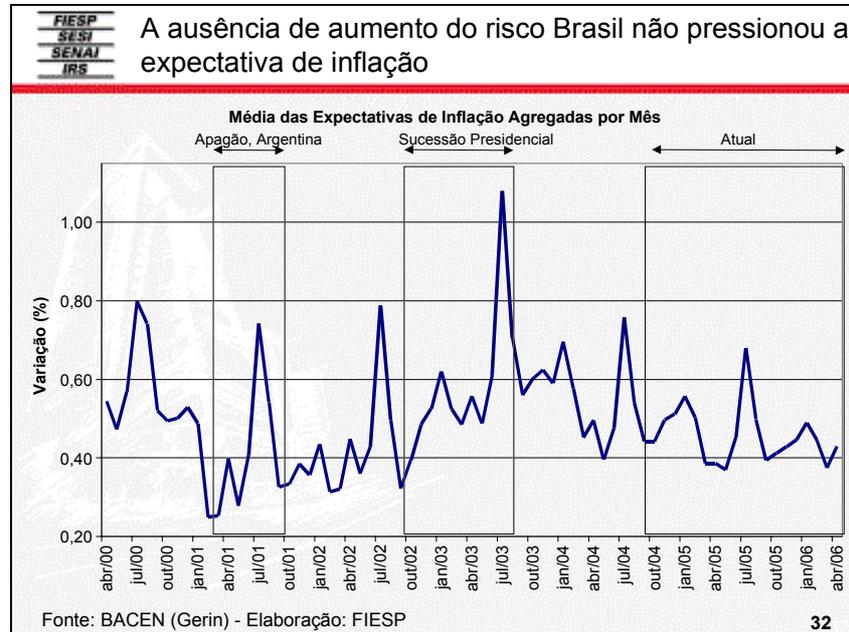
A decisão de aumentar a taxa Selic não foi capaz de impedir a expansão do crédito. O mercado internacional não aumentou o risco Brasil, nem os bancos brasileiros subiram os spreads. Só o Copom enxergou riscos para a economia brasileira.

**5. Balanço de Perdas e Ganhos**

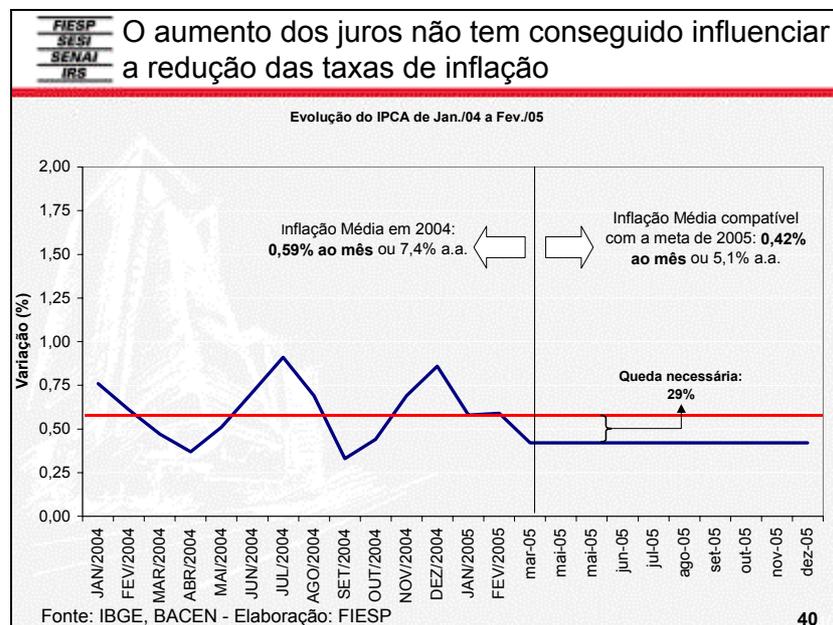
---

5.1. Em primeiro lugar, o aumento da taxa Selic pouco tem influenciado na redução da expectativa de inflação, como mostra o **quadro 24**. Em 2004, a taxa de inflação média continuou muito próxima à média histórica pós-1999: 0,59% ao mês ou 7,4% ao ano. Por outro lado, para o COPOM obter sucesso no cumprimento da meta em 2005 seria necessário uma queda de quase 30% no patamar médio de inflação (de setembro a dezembro) para o restante do ano (**quadro 25**).

**Quadro 24:**



**Quadro 25:**



5.2. A taxa de juros mais alta do mundo tem valorizado o Real acima da média de outras moedas. Basta dizer que, de maio/04 a janeiro/05, o Real se valorizou 16%, enquanto a média das moedas, 7,2%. A valorização cambial impõe perdas de rentabilidade aos exportadores e pode afetar o ritmo com que vem evoluindo as exportações brasileiras. Após grande

esforço para abertura de mercados, corremos o risco de perdê-los (**quadro 26**).

**Quadro 26:**

Intervenção tardia no câmbio reduz a eficácia e aumenta dificuldade de reversão do câmbio	
País	Var US\$
Polônia	-18,4%
<b>Brasil</b>	<b>-16,4%</b>
Coréia do Sul	-11,4%
Canadá	-8,9%
África do Sul	-7,2%
Austrália	-7,1%
Dinamarca	-6,3%
Suécia	-6,3%
Japão	-5,9%
Euro	-5,5%
Noruega	-5,3%
Suíça	-4,9%
Cingapura	-3,4%
Rússia	-3,4%
Reino Unido	-2,8%
México	-2,4%
<b>Média</b>	<b>-7,2%</b>

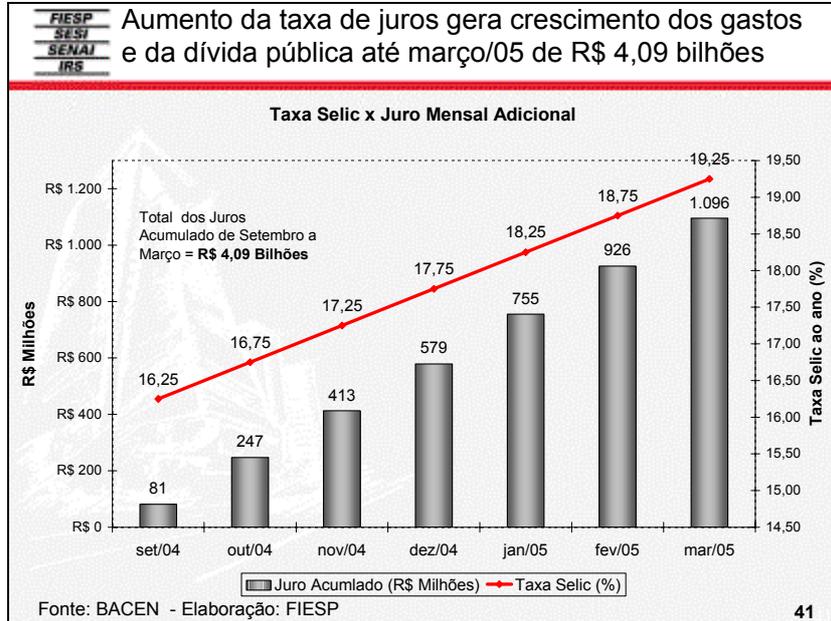
O câmbio brasileiro foi o segundo que mais se valorizou frente ao dólar de mai/04 a jan/05

Fonte: Bacen, FED, BCE. Elaboração: FIESP

5.3. A crescente abertura do diferencial de juros interno e externos, sem qualquer deterioração no risco Brasil e da expectativa de inflação, está contribuindo para a abertura de margem para fortes posições especulativas no mercado de câmbio.

5.4. Além disso, o aumento da taxa Selic tem ocasionado a elevação dos gastos adicionais para pagamento de juros ou incorporação dos mesmos na dívida pública. O **quadro 27** mostra que, desde setembro/04 até março/05, o gasto adicional acumulado apenas em função do aumento dos juros atingiu R\$ 4,09 bilhões. Se a Selic permanecer em 19,25% a.a. até o final de 2005, o custo adicional com juros totalizará R\$ 12,6 bilhões, equivalente a 130% dos investimentos federais previstos para 2005 (R\$ 9,7 Bilhões).

**Quadro 27:**



5.5. A continuar o processo de elevação da Selic, as decisões privadas de investimento em ampliação da capacidade produtiva serão revistas e, mais uma vez, assistiremos à uma interrupção precoce de um ciclo de crescimento econômico sustentável.

5.6. A insistência na execução de metas de inflação incompatíveis com a atual realidade brasileira elevará ainda mais os juros e inibirá o fomento econômico, colocando em risco todo um processo de expansão do PIB. Após anos de crescimento pífio, em 2004 obtivemos expansão próxima da de outros países emergentes. Em 2005 é esperado um diferencial maior.

Sobreposição de decisões questionáveis. Meta de inflação ambiciosa, decisão prematura de intervenção, com alto custo e risco. Perdem o investimento e a geração de emprego. Perdem o contribuinte e a atividade exportadora. Ganham os de sempre.