

ANÁLISE MENSAL

Nº 14 - Fevereiro de 2013

Editores

João Basílio Pereima

Fernando Motta Correia

Alexandre Porsse

Equipe Técnica

Luiz Carlos Neduziak

André Duarte de Novais

Antonio Luiz Gomes

Gislaine Joice Pereira

Caroline Pruss

Três simulações para o crescimento em 2013

**Opções de política monetária:
instrumentos convencionais ou surpresas?**

Esta e outras edições da **Análise Mensal** estão disponíveis para
download em: <http://www.economiaetecnologia.ufpr.br>

Este encarte é disponibilizado para *download* gratuito no endereço <http://www.economiaetecnologia.ufpr.br>



Apresentação

A **Análise Mensal** é uma publicação realizada pela equipe técnica da *Revista Economia & Tecnologia* (RET), é divulgada toda última semana de cada mês e esta disponível para *download* no endereço: <http://www.economiaetecnologia.ufpr.br>.

O objetivo da **Análise Mensal** é tratar de dois temas relevantes de conjuntura macroeconômica que estejam em evidência nas agendas nacional e internacional. Todo o conteúdo é debatido e escrito coletivamente pela equipe técnica da RET, sendo que as opiniões emitidas são de responsabilidade dos Editores.

Nesta edição da **Análise Mensal** continuamos tratando do problema do crescimento, já abordado na última edição, e do problema da inflação. No caso do crescimento, realizamos uma simulação com três cenários para o crescimento econômico de 2013, no qual a taxa de investimento desempenha papel chave na restauração do crescimento perdido em 2010 e 2011. Os cenários, baseados em contabilidade agregada, mostram que se o total de investimento crescer 5%, 10% e 15% em relação à 2012, o país poderá crescer 2,66%, 3,72% ou 4,86% respectivamente, considerando contribuição nula do setor externo. A questão relevante é se os investimentos privados vão desempenhar o seu papel nesta história. Do lado da inflação o problema central da autoridade monetária consiste na retomada ou não do curso tradicional de execução de política monetária baseada em regras, mais do que a discricionariedade usada recentemente, tendo em vista que as expectativas podem estar se desancorando e ameaçando as metas.

Boa Leitura!

João Basílio Pereima

Editor Chefe (E-mail: ret@ufpr.br)

Simpósio - Macroeconomia - 18/04 - Curitiba-PR

Crescimento e Mudança Estrutural: O Brasil em Transição

A Revista de Economia & Tecnologia (RET) estará debatendo no vol 9(1) janeiro/2013 o problema do crescimento econômico brasileiro com a organização do simpósio **“Crescimento e Mudança Estrutural: O Brasil em Transição”**. A revista é editada pelo Programa de Pós-Graduação em Desenvolvimento Econômico (PPGDE) da UFPR em parceria com a Secretaria de Ciência e Tecnologia do Estado do Paraná (SETI). Por ocasião deste número especial estaremos realizando um evento presencial onde o tema será debatido com a presença de importantes convidados.

Data	18/Abril/2013
Horário	08:00hs as 18:00hs, com pausa para almoço
Realização	Programa de Pós-Graduação em Desenvolvimento Econômico - PPGDE
Local	Universidade Federal do Paraná - UFPR Setor de Ciências Sociais Aplicadas SCSA Departamento de Economia
Endereço	Av. Prefeito Lothário Meissner, 632, Jardim Botânico

Programação completa será disponibilizada em breve

Mais informação pode ser obtida pelo e-mail ret@ufpr.br.

Visite também o site da RET: www.economiaetecnologia.ufpr.br.



Três simulações para o crescimento em 2013

As expectativas de crescimento da economia brasileira em 2013 têm oscilado entre 3% e 4% entre os analistas. A mediana das expectativas apontadas pelo Boletim Focus em 22/02 aponta para um crescimento de 3,10%. Após as reações do governo baixando juros e desvalorizando o câmbio em 2011-2012, além de outras medidas microeconômicas e políticas de investimento públicos que prometem surtir efeito em 2013, as incertezas quanto a retomada do crescimento são grandes, contaminadas que estão pelas decepções sequenciais de baixo crescimento observadas nos últimos dois anos. No intuito de explorar as possibilidades de crescimento para 2013 realizamos nesta edição da *Análise Mensal* um exercício de simulação com três cenários para a taxa de crescimento do PIB impulsionada pelo comportamento do investimento, tudo mais constante. Duas variáveis que determinarão o crescimento são o setor externo e os investimentos, que é onde tem havido retração nos últimos anos. Os cenários não constituirão em previsões determinísticas, mas servem de parâmetro para analisar o PIB que resultará das variações dos seus componentes a partir de uma lógica de identidades contábeis¹.

Antes de entrar nos cenários propriamente ditos, uma breve explanação retrospectiva do crescimento será útil para nossos propósitos. O ciclo de crescimento da economia brasileira de 2004-2010, como mostramos na *Análise Mensal Nº 13 - Janeiro/2013*, foi determinado pela expansão do consumo das famílias e em segundo lugar pelos investimentos (FBKF) e pontualmente por variações nos gastos públicos e setor externo (exportações e importações de bens e serviços²). A variável relevante que tem causado ciclos econômicos de curto prazo, e que produz uma dinâmica não sustentada do crescimento é o investimento. Isto pode ser observado nos gráficos 1A e 1B. O gráfico 1A mostra que o crescimento acumulado da economia entre 2004 (inclusive) e 2012 foi de 43,0% e que os componentes que mais contribuíram ao longo de todo o período foram o consumo das famílias e o investimento (29,8% e 12,8% respectivamente).

O setor externo (incluindo serviços) teve contribuição negativa uma vez que o saldo total foi deficitário: $X - M = 5,6 - 14,0 = -8,4\%$. Em outras palavras

¹ Do ponto de vista contábil, a renda pelo *lado do dispêndio* é determinada pela seguinte identidade contábil: $Y = C + G + FBKF + X - M$, onde FBKF é a formação bruta de capital fixo (investimento) e X-M engloba balança comercial e serviços.

² Atualmente, a balança comercial é superavitária, mas a balança de serviços é deficitária e em termos líquidos, o resultado total tem sido negativo. Em termos de efeitos demanda sobre a taxa de crescimento, importa para análise o saldo total de balança comercial e serviços.

o setor externo, em termos líquidos, retirou 19,5% do crescimento acumulado de 43,0% desde 2004. Se os efeitos defasados da política cambial que desvalorizou o câmbio em termos reais em 27% entre 2011 e 2012 contribuir para reduzir o déficit em comércio mais serviços, então o setor externo poderá ter efeitos importantes na retomada de 2013. Isto não está garantido, por dois motivos: o cenário externo para exportações está deteriorando devido a guerra comercial dos países em crises; e devido a problemas internos em que o câmbio pode ter um papel coadjuvante (via valorização ou interrupção de desvalorização acima de R\$ 2,00/US\$) na tentativa de evitar uma escalada inflacionária interna.

A segunda variável, esta mais relevante para a determinação do PIB em 2013 e nos próximos anos, é o investimento. Como pode ser observado no gráfico 2B os ciclos de variações no PIB são altamente correlacionados com as variações na no montante de investimento. O gráfico mostra que o investimento é altamente volátil e é comum uma variação positiva de 10%, bem como variações negativas da ordem de -6%. A variação de 4,7% e -2,9% observadas em 2011 e 2012, que em boa medida explicam o baixo crescimento deste período tem um significado importante para 2013 e 2014. Por um lado refletem uma acomodação dos altos investimentos de 2010, quando a FBKF cresceu incríveis 21,3%. E dois anos é um prazo razoável para o amadurecimento destes projetos de investimentos e uma nova retomada, especialmente do setor privado, não pode ser desprezada, justificada até como uma reação ao crescimento negativo do investimento observado em 2012. Não há motivos evidentes para se travar a retomada do investimento em 2013, especialmente num ano que se acumulam os estímulos macroeconômicos adotados em 2012 na forma de redução de juros e desvalorização cambial.

Gráfico 1a - Percentual de Crescimento Acumulado 2004 a 2012 (3º trim)

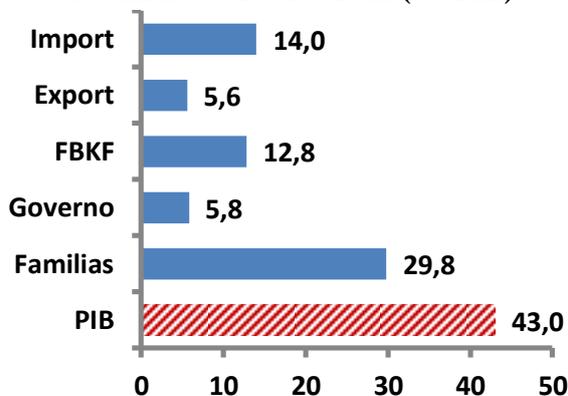
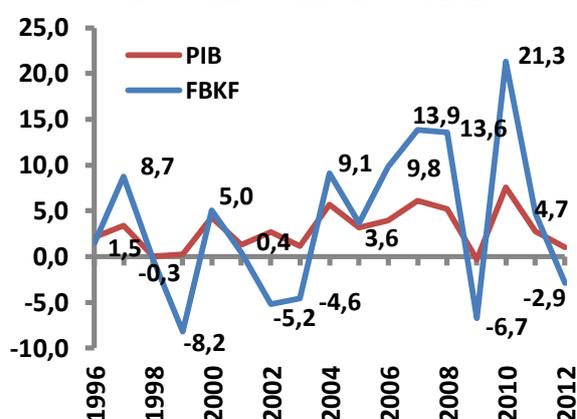


Gráfico 2a - Variação anual do PIB e da taxa de Investimento - FBKF



Fonte: IBGE. Gráfico 1a, percentuais ponderados pelo tamanho relativo de cada componente do PIB. O gráfico 2a mostra variações reais ao ano a partir dos valores totais em R\$.

Cenários

Em função da centralidade do investimento na composição da taxa de crescimento, é interessante analisar a trajetória de expansão da economia sob diferentes hipóteses a cerca do comportamento do investimento. Para isso desenvolvemos três cenários que mostram a taxa de crescimento que poderá ser obtida pela economia a partir destas hipóteses. Como mostrado na tabela 1, pressupomos que o consumo das famílias e as despesas do governo aumentem 2,0% em termos reais em 2013, que é o valor aproximado com que cresceram em 2012. Com uma taxa de desemprego baixa a expansão do mercado de trabalho é menos elástica atualmente do que nos últimos 8 anos. Igualmente, supomos que a política de desvalorização cambial tenha um impacto defasado líquido positivo no setor externo também de 2,0% em 2013. Tomando estas variações, o que diferencia um cenário do outro é o comportamento do investimento, que supomos variar 5,0%, 10% e 15% em cada cenário. Isto significa uma recuperação modesta (cenário 1), uma recuperação mais forte (cenário 2) e uma recuperação agressiva (cenário 3) do investimento.

Tabela 1 - Parâmetros do Cenário

Cenários	Composição em 2012	Variação % em 2012	Variações % em 2013		
			Cenário 1	Cenário 2	Cenário 3
PIB	100,0%	1,00			
Famílias	64,0%	2,08	2,00	2,00	2,00
Governo	19,0%	2,36	2,00	2,00	2,00
FBKF	20,0%	-2,88	5,00	10,00	15,00
Exportações	12,0%	-0,07	2,00	2,00	2,00
Importações	15,0%	0,11	0,00	0,00	0,00

As premissas acima produzem, conforme tabela 2, taxas agregadas de crescimento de 2,89%, 3,95% e 5,08% e as respectivas taxas de investimento de 20,05%, 20,81% e 21,50%. A taxa de investimento de 20,05% do cenário 1, mesmo após um crescimento de 5,0% do investimento em relação ao ano anterior, é praticamente a mesma taxa observada em 2012. A taxa de investimento de 20,81% do cenário 2, é muito semelhante a taxa praticada pelo país em 2011, a qual ficou em 20,07%. Esta taxa foi a maior taxa de investimento observada desde 1996. Por fim o cenário 3 produz uma taxa de investimento de 21,55% do PIB a qual, se concretizada, seria um feito importante na história macroeconômica dos últimos 20 anos, uma conquista semelhante a da queda estrutural da taxa de juros. Se a queda da taxa de juros está se consolidando como uma conquista no curriculum da Presidente Dilma,

a obtenção de uma taxa de investimento de 21,5% ou algo próximo, além dos efeitos macroeconômicos óbvios, seria também um feito de repercussões políticas da mesma ordem de grandeza daquele da queda dos juros. Evidentemente que tal conquista só terá méritos se for perene e persista por alguns anos de forma a produzir um crescimento sustentado.

Tabela 2 - Composição da taxa anual de crescimento com contribuição externa

Cenários	Cenário 1	Cenário 2	Cenário 3
PIB	2,89	3,95	5,08
Famílias	1,27	1,26	1,25
Governo	0,38	0,38	0,37
FBKF	1,00	2,08	3,23
Exportações	0,23	0,23	0,23
Importações	0,00	0,00	0,00
Taxa de Investimento - FBKF/PIB	20,05	20,81	21,55

Variações da taxa de investimento, em nível, da ordem de 15% não são de todo, grandezas inatingíveis. Em 2007 e 2008, antes da crise financeira chegar ao Brasil, o montante de investimentos aumentou em 13,9% e 13,4% respectivamente, mesmo após uma sequência de aumentos de 9% em anos anteriores. No pós-crise Brasil, em 2010, a formação bruta de capital fixo aumentou 21,3%. Estes números mostram que uma variação de 15% tal como concebida no cenário 3, mesmo sendo ousada, não é tão irrealista. No entanto atingir tal taxa em 2013 é um desafio grande, que vai requerer muito mais ações do que as tradicionais políticas monetárias e fiscais e passa inclusive pelo comportamento do setor privado. Uma taxa de crescimento de 5% do PIB, portanto, somente seria obtida mediante uma recuperação drástica da taxa de investimento, uma vez que os demais componentes do PIB possuem certa rigidez, cada um por seus motivos. Não se pode negar que o governo está se esforçando em aumentar os investimentos públicos, especialmente via parcerias com o setor privado. O que não significa que isso seja suficiente, pois há ainda muito entulho burocrático que impede uma agilidade maior no processo decisório público.

Mas também é verdade que a oligopolizada economia brasileira e a fraca atuação das agências reguladoras favorecem estratégias defensivas dos grandes conglomerados privados que se refugiam em medidas protecionistas, como é o escandaloso caso do setor automobilístico e de telecomunicações, que lutam politicamente para manutenção das suas altas taxas de lucros e só recorrem a estratégias agressivas de investimento, inclusive em inovação tecnológica, se tiverem incentivos ou coerção pública.

As razões pela qual a taxa de poupança não ultrapassa os 20,0% do PIB vão além das políticas públicas. Elas também decorrem de uma mentalidade e oportunidade empresarial dependente das benesses do governo para realizar investimento, como fica evidente na atuação do BNDES como a fonte dominante, posto que barata e subsidiada, de recursos para financiamento de longo prazo. Uma comparação com o que ocorre a forma de financiamento dos investimentos na China ilustra bem as diferenças. Há uma curiosidade, ainda pouco estudada, no caso do capitalismo socialista/comunista chinês. O Brasil, uma suposta economia capitalista de mercado, tem uma taxa total de endividamento da ordem de 148% do PIB, somando governo, setor não financeiro, empresas financeiras e famílias. Do total, aproximadamente 60% corresponde à dívidas do governo, 30% à dívidas do setor empresarial não financeiro, 30% do setor financeiro e 28% dívida das famílias. O caso chinês, com uma taxa de investimento da ordem de 45% do PIB e cujo capitalismo teria a mão pesada do Partido Comunista, tem uma estratégia de financiamento oposta e surpreendente. Com uma dívida total de 184% do PIB, somente 30% correspondem à dívida do governo, 100% corresponde a empresas não financeiras, e aproximadamente 27% de endividamento do setor financeiro e outros 27% de endividamento do setor financeiro³. Aqui o financiamento depende do governo, na China, as próprias empresas produtivas se endividam para financiar seu crescimento. Tais números indicam que aqui a taxa de investimento contém um alto grau de dependência do governo.

O aumento da taxa de investimento no Brasil deve passar por reformulação das estratégias de financiamento do setor privado. O governo fica entre a cruz e a espada. Se reduz os financiamentos baratos do BNDES a taxa de investimento despenca. Se os mantém realimenta a dependência e mantém fluindo o leite quase gratuito que vai abastecer as estratégias empresariais. As empresas, que tanto acusam o governo de intervencionismo econômico, deveriam recorrer aos lucros acumulados e ao mercado de capitais, ao invés de bater na porta do governo. Mas os custos aí são mais elevados e, portanto, vale mais a pena cristalizar a institucionalidade do BNDES como o supridor mais importante de recursos para financiar o investimento. Com isso queremos dizer que aumentar a taxa de investimento para 22% ou até mesmo 25% do PIB *não depende só do governo*. A equação é mais complexa. É uma condição estrutural para isso ocorrer já foi dada, com a redução estrutural da taxa básica de juros, que ainda não se transmitiu para o financiamento de toda a dívida pública. Algumas modalidades de títulos ainda pagam juros reais de 6 a 7% ao ano, mantendo o financiamento do governo uma atividade mais

³ Fonte: McKinsey e The Economist

interessante e menos arriscada que o financiamento dos investimentos privados.

Por fim para concluir o exercício dos cenários, realizamos um experimento final que é não contar com um empurrão do setor externo para alavancar o crescimento da economia. Como afirmado, o setor externo sofre restrições com a crescente competitividade externa e com os limites à desvalorização cambial impostos pela ainda alta inflação interna. Sendo assim, podemos esperar que nem mesmo tenhamos uma ajuda líquida do setor externo de 2,0%. Se o setor externo continuar como foi em 2012, com contribuição nula ao crescimento, então o impacto na taxa agregada de crescimento seria aquele mostrado na tabela 3 a seguir. Como pode ser observado o impacto é muito reduzido e isto se deve ao baixo grau de abertura da economia brasileira. Se o isolamento relativo da economia brasileira ajudou-a se proteger da crise, agora ele atua no sentido de limitar os efeitos no crescimento de possíveis melhorias no setor externo. Na equação inconciliável de promover o crescimento e reduzir a inflação, uma política cambial mais agressiva teria, no curto prazo, pouco efeito sobre o crescimento e um efeito alto sobre a inflação.

Com isso a tabela 3 resume, a nosso ver, os resultados mais prováveis para o crescimento da economia brasileira em 2013. Para que tenhamos um crescimento da ordem de 3,7% seria necessária uma elevação de 10% no montante de investimentos. Isto, e até mais, é plenamente possível, se a fonte de financiamento não for apenas o governo.

Tabela 3 - Composição da taxa anual de crescimento sem contribuição externa

Cenários	Cenário 1	Cenário 2	Cenário 3
PIB	2,66	3,72	4,86
Famílias	1,27	1,26	1,25
Governo	0,38	0,38	0,37
FBKF	1,00	2,09	3,24
Exportações	0,00	0,00	0,00
Importações	0,00	0,00	0,00
Taxa de Investimento - FBKF/PIB	20,10	20,86	21,60

Opções de política monetária: instrumentos convencionais ou surpresas?

Nos últimos anos tem ocorrido um debate expressivo nas discussões acerca da política cambial brasileira em relação a um valor que satisfaça diferentes setores, e o controle da inflação.

Recentemente a trajetória da inflação parece suscitar o insucesso do Banco Central (BC) em fazer com que o alvo da meta de inflação seja atingido. É sempre bom lembrar que, dada a função do BC, não se podem ter dúvidas quanto aos instrumentos utilizados pela política monetária com o intuito de debelar a inflação, haja vista o uso do regime monetário “metas de inflação”.

Independente do “insucesso” quanto aos resultados da política monetária brasileira, existe dúvidas quanto ao uso dos instrumentos à disposição do BC. Ou seja, qual ou quais os instrumentos que poderiam ser mais eficazes na busca por uma inflação mais moderada e mais próxima ao alvo da meta de inflação? Câmbio, juros, controle de preços (Petrobrás), tarifas estão entre os instrumentos utilizados. O debate parece ser divergente e intenso. Os próprios analistas de mercado sempre trabalham com a ideia de que o uso da taxa juros deve ser o principal instrumento para conter o aumento de preços e com isso ancorar as expectativas de preços via aumentos da taxa de juros. Há quem defenda a ideia de passividade do BC dado que os recorrentes saltos nos índices de preços se devem a choques exógenos e de certa forma o BC deveria esperar os choques exógenos se dissiparem.

Nessa linha, as diferentes opiniões parecem refletir a própria indefinição por parte do BC na formulação de uma estratégia de perseguição da meta de inflação. Como se sabe um dos objetivos centrais do regime de metas é justamente ancorar as expectativas de mercado que, de forma geral, orientam o processo de formação de preços na economia. Na medida em que o BC anuncia sua estratégia de política monetária e comunica a avaliação das condições econômicas, o mercado avalia o padrão de resposta da política monetária aos choques e com isso os movimentos de política monetária passam a ser mais previsíveis ao mercado no médio prazo e as expectativas de inflação podem ser formadas com mais eficiência e precisão. O problema em questão está em primeiro lugar na defasagem temporal no acionamento dos instrumentos e em segundo no problema da inconsistência temporal da política monetária.

Em relação ao primeiro problema, podem-se distinguir dois tipos de defasagem no uso dos instrumentos de política monetária, a primeira é a

defasagem *interna*, ou seja, o período de tempo que transcorre entre o choque econômico e a ação da autoridade monetária em resposta a tal choque; a segunda defasagem, a defasagem *externa*, é o horizonte de tempo entre o acionamento dos instrumentos de política monetária e a propagação dos seus efeitos sobre a economia. A defasagem interna ocorre devido a capacidade de percepção e reação dos *policy makers*, ao passo que a defasagem externa ocorre devido ao fato de que os instrumentos de política econômica não exercem um impacto instantâneo sobre as variáveis alvo, que no caso da política monetária dependem dos chamados mecanismos de transmissão da política monetária. No caso do governo, o que está em discussão hoje é a defasagem interna, posto que segundo alguns analistas o BC já deveria estar agindo mais agressivamente para controlar a inflação, por meios dos instrumentos e mecanismos tradicionais.

Os chamados mecanismos de transmissão da política monetária são os canais pelos quais mudanças na taxa de juros básica (principal instrumento da autoridade monetária) afetam o comportamento de outras variáveis econômicas, principalmente preços e produto. Os principais mecanismos refletem o grau de influência de alterações no instrumento de política monetária sobre os componentes da demanda agregada, as expectativas dos agentes econômicos, os preços dos ativos (inclusive a taxa de câmbio), os agregados monetários e de crédito, os salários e o estoque de riqueza.

Dependendo dos horizontes temporais estabelecidos tanto na defasagem interna quanto na defasagem externa, a velocidade de ajuste das variáveis pode acontecer de forma mais lenta ou mais rápida, sobretudo quando associado ao grau de discricionariedade da política monetária.

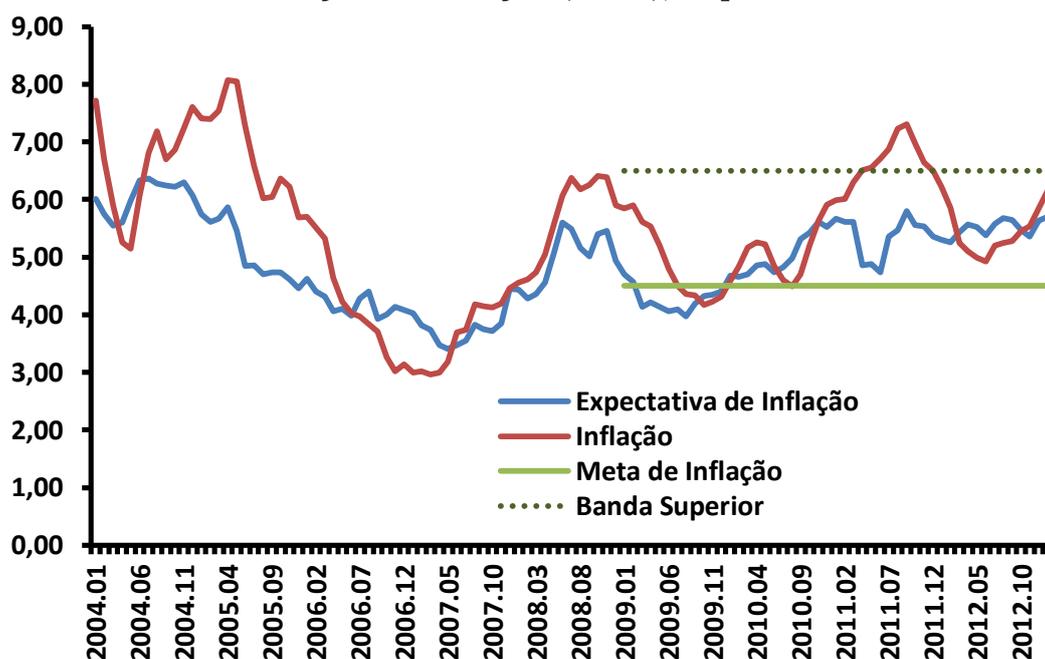
Como o regime de metas de inflação⁴ não conflita com a utilização de outras variáveis de natureza secundária, como por exemplo, o câmbio, desde que fiquem claros os motivos do uso desses elementos secundários, há uma tentativa de um controle estreito e visível desta âncora e isso é prontamente compreendido pelos agentes. Se assim for, o uso discricionário de instrumentos na administração da política monetária para perseguir a meta ou ancorar as expectativas, mesmo que aparentemente contraditório ao uso de regras rígidas que coagem o Banco Central a agir de uma determinada maneira, contribui para reduzir o problema da inconsistência temporal dinâmica da política monetária. O problema da inconsistência surge quando em alguns momentos o Banco Central pode desejar anunciar com antecedência os instrumentos que serão utilizados com o objetivo de influir sobre a expectativa dos agentes.

⁴ Onde o BC independente, no caso brasileiro, é livre para escolher os instrumentos e a dosagem.

Depois, quando a expectativa dos agentes convergirem para a meta desejada pelo BC, a autoridade monetária pode sentir-se tentada a renegar seus anúncios, exatamente por que já os alcançou. Daí a inconsistência, no curto prazo.

Mesmo sabendo que o uso de discricionariedade é um elemento importante na execução dos instrumentos monetários, pode existir dúvidas por partes dos agentes sobre o uso correto de tal discricionariedade quando a manipulação de instrumentos diversos apontam para objetivos diferentes como, por exemplo, baixar juros para estimular o crescimento e valorizar o câmbio para combater inflação. Isto causa dúvidas e confusão na leitura dos agentes, podendo se transformar em um problema de desancoragem das expectativas, especialmente de inflação quando esta não convergiu para a meta, mesmo num momento de baixíssimo crescimento, como de fato está ocorrendo.

Gráfico 1: Evolução da Inflação (IPCA), Expectativas e Metas



Fonte: BCB

O que estamos vendo na execução de política monetária atual são problemas de comunicação da autoridade monetária junto aos agentes e que de certo modo pode justificar os desvios da inflação em relação à meta de inflação que se observam nos últimos meses. Não por culpa dela, mas do governo como um todo. Como pode ser observado no gráfico 1, os desvios para acima da taxa de inflação em relação ao alvo definido pelo BC são persistentes desde 2010, o que nos mostra agentes com baixo grau de confiança na tentativa do BC em

cumprir com o que vem prometendo – a tal convergência, ainda que não linear, para o centro da meta. É por conta disso que recentemente tanto o Presidente da autoridade monetária, quanto o Ministro da Fazenda anunciaram publicamente e em uníssono que a política monetária está comprometida com a inflação e não com o crescimento da economia. Segundo Tombini "Nossa meta é inflação, então temos que ajustar e calibrar nossas políticas para atingir nossas metas. Crescimento não é uma meta para o Banco Central"⁵. O Ministro da Fazenda, Guido Mantega, por sua vez, tem afirmado nos últimos dias que "o controle da inflação é prioridade no Brasil. Jamais relaxaremos esse controle"⁶. Um problema de coordenação persiste, dado o histórico do Ministro da Fazenda em defender crescimento em detrimento da inflação.

Em resposta a uma inconsistência temporal manifestada recentemente, o governo agora se junta para dar mostrar de que a inflação é o problema maior e isto poderá entrar em conflito com o esforço, do próprio governo, em retomar o crescimento perdido dos últimos dois anos.

A resiliência da alta inflação, acima da meta, embora dentro da banda, recebeu reforços nos últimos meses de vários choques de oferta, especialmente nos alimentos. É evidente que a difusão dos choques de preços tem deixado a autoridade monetária em alerta, e nos parece claro que as expectativas em deterioração ajudam para o fato de que em períodos futuros, tais expectativas se transformarão em elevação da inflação efetiva. Aí não serão mais os choques passageiros que produzirão inflação. Na tentativa de conter esses movimentos, pressupondo que o canal das expectativas seja importante, o Banco Central poderá em breve retomar o uso dos instrumentos convencionais de política monetária, abandonando a discricionariedade com que usou os instrumentos até então, voltando a acionar a regra tradicional de um sistema de metas monocórdio, formado de um objetivo só, a inflação, controlado por um único instrumento, o juro.



⁵ The Wall Street Journal, 25/02/2013.

<http://online.wsj.com/article/SB10001424127887323384604578324783327154730.html>

⁶ Tal como citado por Exame.com, em 26/02/2013.

<http://exame.abril.com.br/economia/noticias/vamos-cumprir-a-meta-de-inflacao-em-2013-diz-mantega>