

ANÁLISE MENSAL

Setembro de 2012

Autores:

João Basílio Pereima (PPGDE/UFPR)
Fernando Motta Corrêa (PPGDE/UFPR)
Alexandre Porsse (PPGDE/UFPR)

Equipe Técnica:

Antonio Luiz Costa Gomes | Caroline Prüss
Gislaine Pereira | Matheus Teixeira | Ronald Conceição

O fim do bônus demográfico daqui 8 anos

Fundamentos e ameaças à Selic baixa

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 publicada toda última semana de cada mês e está disponível para *download* no endereço: <http://www.economiaetecnologia.ufpr.br>.

O objetivo da **Análise Mensal** é tratar de dois temas macroeconômicos relevantes 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 do Editor.

Nesta edição de setembro, discutiremos a transição demográfica brasileira, a qual passa por profundas transformações estruturais. Projeções populacionais indicam que o bônus demográfico terminará em 2020, a população economicamente ativa (PEA) começará diminuir a partir de 2030 e a população como um todo diminuirá a partir de 2040. Os impactos sobre a economia e o bem estar são enormes. A segunda análise aborda a redução da taxa real de juros e a reorientação recente da política monetária argumentando que o sistema de metas de inflação não está ameaçado, como interpretam alguns analistas, e que o Banco Central tem um razoável espaço de manobra para manter a taxa de juros baixa nos próximos dois anos por conta de uma inflação sob controle e pelo equilíbrio no setor externo. No entanto, a forte desaceleração do crescimento não foi acompanhada de queda de preços, mantendo o sinal amarelo aceso, e mais preocupante ainda, é o fato de que o equilíbrio externo é instável, pois depende de ingresso de capital financeiro, de natureza volátil. O atual “equilíbrio” de juros, inflação e balanço de pagamentos é confortável no curto prazo, preocupante no médio.

Boa Leitura!

João Basílio Pereima

Editor da Revista Economia e Tecnologia (E-mail: ret@ufpr.br)

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

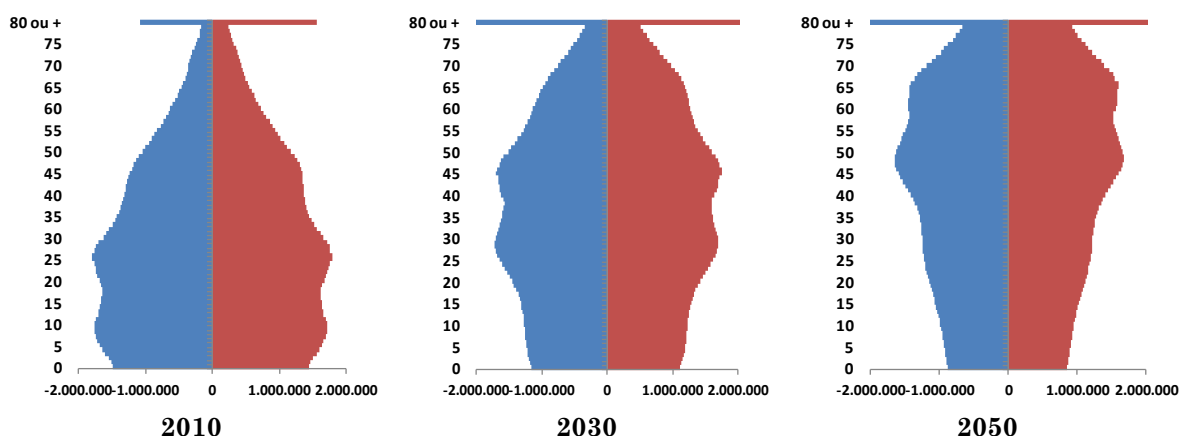


O fim do bônus demográfico daqui 8 anos

As transformações demográficas observadas na economia brasileira nas últimas décadas e as projeções até 2100 mostram mudanças profundas no perfil etário da sociedade. Os efeitos destas mudanças são diversificados e alguns devastadores. O bônus demográfico, iniciado em 1960, terminará tecnicamente em 2020 quando a razão de dependência (população jovem e idosa em proporção ao total) começará a subir. Os impactos desta mudança no mercado de trabalho, na renda do trabalho e na distribuição de renda, na formação de poupança, no perfil dos gastos públicos e na capacidade de crescimento da economia já estão se fazendo sentir. Se a passagem do bônus demográfico, e seu fim em breve, será uma coisa boa ou ruim para a sociedade brasileira dependerá de medidas tomadas desde já.

O Brasil multiplicou sua população por cinco no século XIX e por dez no século XX. Após esta explosão demográfica projeções apontam que a população brasileira, mantida a desaceleração atual, começará a diminuir a partir de 2040, quando atingirá o máximo de 219 milhões de habitantes segundo o IBGE¹. A queda na taxa de fecundidade começou já nos anos 1960, alcançou a taxa de reposição de 2,1 filhos por casal em 2005 e continua caindo desde então, até chegar aos atuais 1,8. A população brasileira continuará aumentando até 2040 graças ao impulso recebido antes de 2005. Após 2040 os efeitos negativos da redução recente da fecundidade serão maiores que os efeitos positivos do crescimento das velhas gerações, quando terá início então a diminuição da população. Fenômenos assim já atingiram outras nações, como Japão e Alemanha e não é desconhecido no mundo moderno. Além disso, está em curso uma mudança significativa na composição etária da população, como mostrado no gráfico 01.

Gráfico 01 – Evolução da população por faixa etária



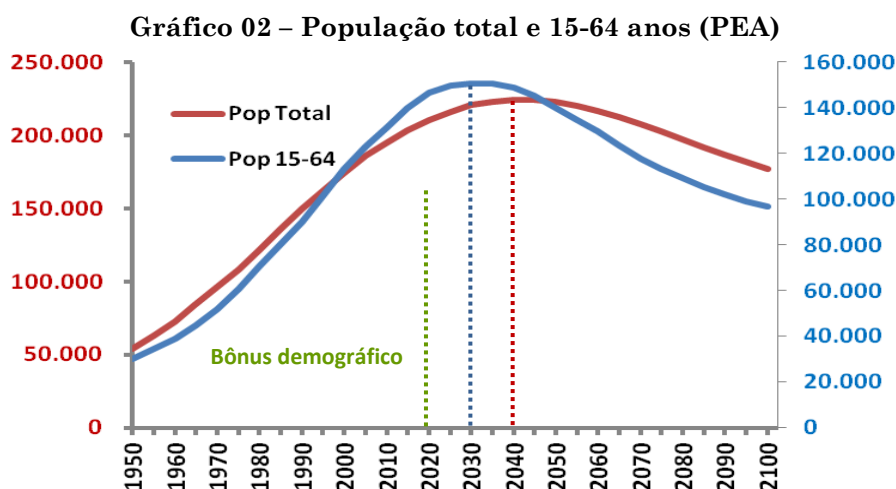
Fonte: elaborado a partir de dados do IBGE. Obs.: o sinal negativo do eixo horizontal, não tem significado real.

Como é possível observar, em 2010 parte significativa da população brasileira foi formada por pessoas jovens até 30 anos de idade. Em 2030 a proporção de população jovem diminuirá devido à menor taxa de natalidade e parte significativa da população será

¹ De acordo com as projeções das Nações Unidas, por meio da *Population Division*, a população máxima será de 224 milhões de habitantes, na mesma data. As projeções seculares levam em conta, obviamente, a tendência atual e não incluem mudanças, difíceis de prever, nas taxas de natalidade nas próximas décadas, especialmente pós 2050.

concentrada entre 25 e 50 anos de idade, e por fim em 2050, boa parte da população envelhecerá e terá idade superior a 45 anos. Estas mudanças globais incorporam outros efeitos que merecem ser destacados, em especial os impactos sobre o bônus demográfico e sobre o crescimento da população economicamente ativa (PEA), a qual também pode ser interpretada como a oferta potencial de mão de obra da economia, desde que se assuma que todos desejem trabalhar. Os próximos dois gráficos mostram estas relações. No gráfico 02, pode-se observar que o crescimento da população (linha vermelha) atingirá o máximo em 2040, quando o total alcançar 224 milhões de habitantes.

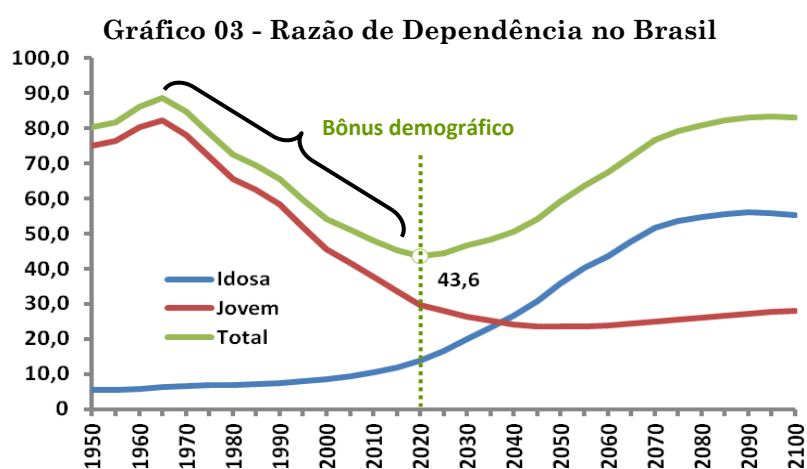
No entanto as projeções da PEA, a população entre 15 e 64 anos, indicam que ela atingirá o máximo e começará a cair com *uma década de antecedência*. E mais ainda, conforme mostrado no gráfico 03 mais adiante, o bônus demográfico terminará com *duas décadas de antecedência* em relação à população total. Em ambos os casos os impactos econômicos da transição demográfica no Brasil acontecerão mais cedo do que em geral tem-se assumido. E 2020 está aí, muito próximo. Acreditamos que estas duas antecipações ainda não estão muito bem avaliadas pela sociedade brasileira, muito embora nos meios acadêmicos o assunto já tenha sido muito estudado por Arbache (2011), Alvez *et all* (2010) e Mason (2005), entre outros. A queda antecipada da PEA e o fim do bônus demográfico é de grande interesse, pois a primeira afeta diretamente o mercado de trabalho enquanto o segundo atinge a estrutura da demanda efetiva, com impactos na composição da cesta de consumo da sociedade, na taxa de poupança e na capacidade de crescimento da economia.



Fonte: IBGE, United Nations, Department of Economic and Social Affairs: Population Division, Population Estimates and Projections Section: <http://esa.un.org/wpp/Excel-Data/population.htm>. Mudanças demográficas pós 2010: projeções com base no cenário médio.

Analisamos brevemente a passagem do bônus demográfico, com a ajuda do gráfico 03. O bônus demográfico pode ser entendido como o período de tempo em que a população economicamente ativa está aumentando em relação à população total. Isto significa dizer que a proporção de pessoas entre 15 a 64 anos de idade está aumentando mais rapidamente que a população jovem, de 0 a 14 anos, e a população idosa, com 65 anos ou mais. O fenômeno recentemente anunciado de que a classe média brasileira atingiu 53% da população é explicado em grande parte pela mudança demográfica, além, evidentemente, da melhoria recente na distribuição pessoal de renda que elevou a renda das classes D e E. Mas este bônus demográfico, que já dura 50 anos desde que começou em 1960, está com os dias contados. Terminará em 2020, daqui 8 anos, ou mais dois mandatos presidenciais apenas. O bônus

demográfico pode ser visto com clareza no gráfico 03, onde mostramos a evolução da *razão de dependência* da população brasileira. A razão de dependência é calculada de três modos, pelo total da população e em seguida desagregada em dependência da população jovem e idosa. O significado da razão de dependência é intuitivo e mostra o percentual da população improdutiva ou dependente, aquela que pelo motivo idade não trabalha e, portanto, não produz, em relação a população total. Uma razão de dependência de 60%, por exemplo, significa que 60% da população (jovens e idosos) dependem da população economicamente ativa, aquela situada entre 15-64 anos de idade, que será de 40% do total. Como indicado no gráfico 03, o bônus demográfico é identificado como o período de queda da razão de dependência, que iniciou no Brasil em 1960 e terminará em 2020, quando o mínimo de 43,6% for atingido. A desagregação por idade mostra também outra mudança demográfica de grande significado social e econômico. A dependência populacional cai dramaticamente na população jovem (linha vermelha) e aumenta na população idosa (linha azul).



Fonte: IBGE, United Nations, Department of Economic and Social Affairs: Population Division, Population Estimates and Projections Section: <http://esa.un.org/wpp/Excel-Data/population.htm>. Mudanças demográficas pós 2010: projeções com base no cenário médio.

Os impactos da passagem do bônus demográfico, e do seu fim, são enormes. Em geral, se um país aproveita seu bônus demográfico com políticas adequadas pode emergir ao fim do processo com enormes avanços econômicos e sociais. Analisar as consequências da passagem do bônus demográfico nestes 60 anos está além do objetivo desta análise. Mas gostaríamos de chamar a atenção para alguns impactos que já são sentidos no mercado de trabalho.

Bônus Demográfico e Mercado de Trabalho

A queda da taxa de crescimento da PEA que está em curso, e que culmina no seu máximo em 2030, já esta tendo impactos diretos importantes no mercado trabalho, por conta da redução da oferta de trabalho em idades mais jovens. Se hoje é fácil recrutar mão de obra barata, devido à inexperiência, doravante isto ficará progressivamente mais difícil e tanto o setor público e em especial o setor privado terão que se adaptar ao novo contexto. A oferta abundante de mão de obra está diminuindo rapidamente e, portanto, a era de salários próximos ao nível de sobrevivência que caracterizou a economia brasileira no passado está chegando ao fim. Isto já tem sido observado e documentado na literatura recente². Há

² Ver por exemplo vários artigos publicados na *Revista Economia e Tecnologia*, Vol. 8(2), Abril/Junho – 2012, por ocasião do **Simpósio: Brasil Rumo ao Pleno Emprego**, entre outros.

quem diga que já passamos o “*Lewis turning point*”, isto é, o ponto onde, de acordo com o famoso modelo dual de crescimento econômico de Arthur Lewis, a oferta ilimitada de mão-de-obra mantém os salários baixos, mesmo no setor mais produtivo. Estima-se que o mercado de trabalho entre 2002 e 2011 tenha incorporado aproximadamente 15 milhões de pessoas, muitos das quais recrutadas como primeiro emprego. O fim próximo do bônus demográfico significa uma maior restrição à ampliação da oferta da economia, pois a facilidade de contratação de mão de obra será menor.

Tais números de criação de postos de trabalhos não ocorrerão mais. As oportunidades de acumulação de capital serão mais restritas e a economia dependerá essencialmente de aumento de produtividade e inovação tecnológica para continuar aumentando a renda *per capita*. Há uma grande discussão, ainda inconclusiva, acerca do fato de a economia brasileira estar chegando ao fim do crescimento baseado predominantemente em acumulação de capital, com um nível de salários e renda per capita muito baixo. A oferta de trabalho mais inelástica, em relação à renda, poderá ser uma poderosa força atuante no sentido de melhorar a renda real dos trabalhadores e promover uma melhor distribuição pessoal da renda. No entanto, também significará pressão de custos e fonte de inflação gerada na forma de um conflito distributivo entre salários e lucros. As empresas doravante terão que aperfeiçoar suas estratégias de retenção de pessoal bem como aprender recrutar mão de obra num mercado de trabalho que progressivamente caminha para uma situação de pleno emprego.

Nos oito anos que restam, e talvez mais um pouco por conta do período de transição da razão de dependência, a expansão no mercado de trabalho poderá se dar pela absorção de mão de obra hoje alocada no setor informal e ou de baixa qualificação. Neste ponto o Brasil tem sido de certa forma relapso, uma vez que o nível educacional da força de trabalho é muito baixo e insuficiente para preparar a população para a passagem do bônus demográfico. As políticas educacionais não estão dando conta de formar pessoas qualificadas na velocidade e quantidade necessária no nível técnico. O quadro é mais grave ainda no nível universitário e de pós-graduação, cujo ciclo de formação de capital humano é mais longo. As restrições de capital humano requeridas para impulsionar uma economia baseada em inovação serão sentidas com cada vez mais intensidade nos próximos anos. O período de acumulação intensiva de capital, chegará ao fim com o atual ciclo de investimentos em infra-estrutura e daí em diante uma parte considerável do crescimento da renda per capita terá que ser obtido por produtividade e inovação, mais a última que a primeira. Está em curso uma mudança estrutural do padrão de crescimento da economia e a passagem e extinção do bônus demográfico em 2020 é um dos sinais mais evidentes.

Alves, J. E. D.; Vasconcelos, D. de S.; Carvalho, A. A. de. (2010). “Estrutura etária, bônus demográfico e população economicamente ativa no Brasil: cenários de longo prazo e suas implicações para o mercado de trabalho”, *Textos para Discussão CEPAL - IPEA* n. 10, Brasília.

Arbache, J. (2011). “Transformação demográfica e competitividade internacional da economia brasileira”, *Revista do BNDES*, Vol. 36: 365-392.

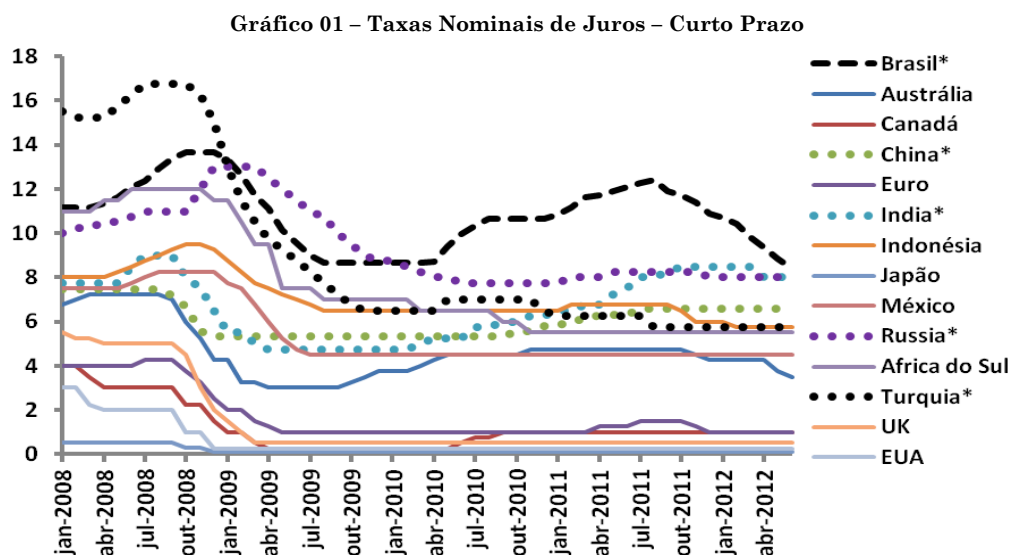
Mason, A.; (2005). Demographic transition and demographic dividends in developed and developing countries. Ciudad del Mexico: *United Nations Expert Group Meeting on Social and Economic Implications of Changing Population Age Structure*.



Fundamentos e ameaças à Selic baixa

Com uma taxa nominal de juros de 7,5%aa e seu equivalente real de 2,5%aa, o Banco Central (BC) corajosamente trouxe a taxa real de juros para seu nível mais baixo desde a implantação do sistema de metas inflação, há exatos treze anos e cinco meses. O movimento de queda do juro, antecipando-se ao mercado e formuladores de expectativas sintetizadas no boletim Focus, e os resultados do crescimento da economia brasileira, mostrou que o diagnóstico e as medidas da autoridade monetária até o momento foram corretos. Assimilada a política monetária expansionista, o país debate-se hoje em torno de dois pontos macroeconômicos importantes para os próximos dois anos, objetos desta análise: o primeiro questiona se o BC abandonou ou colocou em segundo plano o sistema de metas de inflação; e o segundo se o nível baixo de taxa de juros poderá ser mantido assim nos próximos anos.

Embora o nível baixo da taxa de juros esteja sendo considerado um evento histórico, inédito nos últimos 20 anos, o Brasil nada mais fez do que convergir para taxas de juros observadas em outros países em desenvolvimento, conforme se observa no gráfico 01. O nível de 7,5%aa nominal ou 2,5% real, por esta razão, não deve ser considerado um piso para a taxa de juros, mas um valor próximo ao que se poderia chamar de paridade internacional ou “paridade descoberta da taxa de juros” para usar o jargão técnico. Se havia alguma coisa errada na taxa de juros e na política monetária no Brasil este erro era o *nível* em que ela era operada no passado. Na história macroeconômica do país 2012 poderá entrar nos anais como o ano da convergência da taxa de juros para padrões internacionais, muito embora ainda seja uma taxa alta em relação ao contexto internacional e ao que se passa em outros países em desenvolvimento.



Fonte: elaborado a partir de dados do Bacen.

Sistema de Metas de Inflação não foi abandonado

Com uma taxa real de juros de 2,5%aa e uma taxa neutra entre 4,0% e 5,0%aa a política monetária atualmente é claramente expansionista, pró-crescimento. Num ambiente de persistência inflacionária e num regime oficial de metas de inflação apontar a política

monetária para o crescimento aparenta um abandono *de facto* do sistema de metas, embora não *de jure*.

A visão purista dos regimes de metas de inflação, como por exemplo a de Kenneth Rogoff (1985), um dos defensores da independência do BC e do seu foco exclusivo em combater a inflação, afirma que uma autoridade monetária não pode servir à dois deuses simultaneamente, cabendo-lhe apenas um mandato exclusivo e autônomo dirigido para combater inflação. O serviço escravo da autoridade monetária atuando como vigilante permanente da inflação garantiria sua reputação e com isso seria necessário menos custo social, na forma de desemprego, para combater as expectativas inflacionárias. Um aumento de 0,5%pp de inflação teria mais efeito se vindo de um BC crível do que de um BC desacreditado, o qual provavelmente precisaria de 1,0%pp ou mais de choque monetário para conseguir o mesmo resultado. Crescimento econômico, nesta visão, é de responsabilidade de outras políticas macroeconômicas. Os ganhos de curto prazo em abrir mão da inflação em prol do crescimento, seriam perdidos no longo prazo, pelo enfraquecimento da reputação.

Infelizmente, para a visão purista, a realidade é mais complexa e a taxa de juros tem efeitos colaterais que devem ser levados em conta pela sociedade, o que inclui a própria autoridade monetária. A versão purista em geral não leva em conta estes outros efeitos, obcecada que está na inflação. Uma elevação da taxa de juro não apenas afeta o canal do crédito ao consumo e ao investimento, mas também provoca fluxos de capitais intensos, valorização cambial e outras consequências adicionais do cambio sobre a indústria, sobre exportações e importações e novamente sobre fluxos de capitais financeiros realimentando a ciranda. O Brasil conhece bem o mecanismo auto-alimentador do *carry trade* que até 2011 garantiu polpudos rendimentos financeiros ao capital especulativo. Mas até mesmo um defensor do sistema de metas na versão mais *hard* admite que haja momentos em que a autoridade monetária deve comportar-se *discricionariamente* ao invés de agir por regras. Tais momentos seriam aqueles em que há uma profunda mudança na realidade, a ponto de provocar quebra estrutural no comportamento temporal das variáveis macroeconômicas. Nestas ocasiões as forças de correlações entre as variáveis mudam e a economia não se comporta da forma prevista. E neste caso se a autoridade continuar comportando-se segundo a regra vigente irá cometer erros crassos na condução da política monetária, com consequências desastrosas para a economia. Nem mesmo Alan Blinder, ex-vice presidente do FED, EUA e um dos economistas que encampou parte do discurso da independência do BC, praticou na totalidade a tese rigorosa de Rogoff. Conforme Alan Blinder expressou em seu famoso e sintético livro *Bancos Centrais, Teoria e Prática*, “um governo que queira, digamos, estabilizar o índice de inflação em 2% não pode substituir seu banco central por um computador e jogar a chave fora” (p. 58).

Nossa análise é de que o momento atual, especialmente pela conjuntura internacional, configura uma quebra estrutural macroeconômica, e de que o Banco Central vem se comportando *de facto* de forma independente. É exatamente esta independência, no seu sentido amplo, que inclui independência do sistema político bem como independência dos interesses do mercado financeiro, o que tem permitido a autoridade monetária mudar o curso da política monetária. Que o sistema de metas não foi *de facto* abandonado nos parece evidente, pelo gráfico 01 acima, pois o mesmo Banco Central que agora baixa os juros, não deixou de aumentar a taxa nominal de juros de 10,81% para 12,50% entre janeiro a julho de 2011 quando a inflação e as expectativas estavam em alta.

O problema não é se o sistema de metas está em jogo, ou se o Banco Central esta perseguindo um “triplo mandato”, com política monetária orientada ao crescimento,

desvalorização cambial e a si mesma, mas sim se as ameaças que rondam e se escondem na névoa do futuro podem comprometer a manutenção da baixa taxa de juros.

Ameaças à Selic Baixa

Estas ameaças existem e são elas que podem fazer a autoridade monetária voltar à política tradicional de juros altos para combater inflação. São duas as principais ameaças: a inflação em si, que parece desafiar a teoria econômica na medida em que uma intensa retração do crescimento em 2012 não foi capaz de fazer a inflação ceder e convergir para centro da meta ou mesmo abaixo; e o equilíbrio do setor externo, que atualmente incorre em um déficit de aproximadamente US\$ 60 bilhões/ano em transações correntes (o maior da história) o qual torna o país dependente de fluxos de capital financeiro.

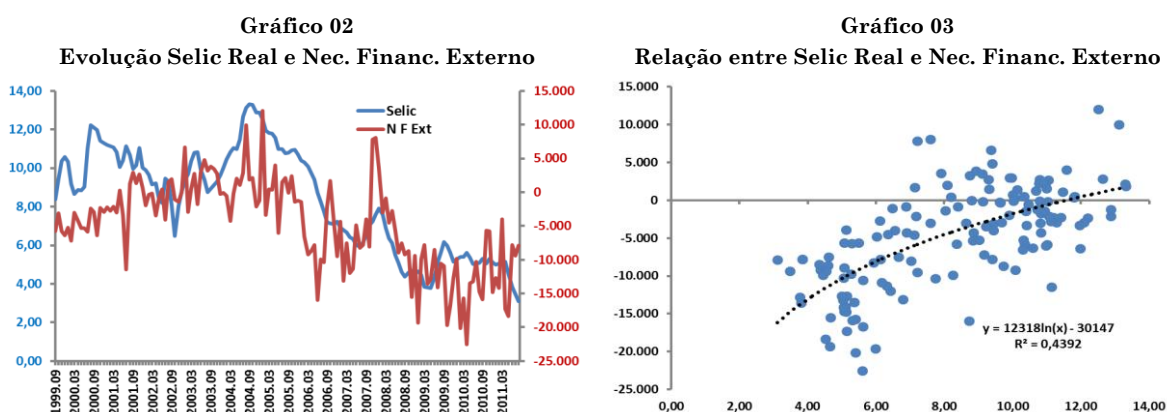
No *front* interno, ou seja da inflação, se ela teima em não baixar o suficiente durante o período de forte desaceleração do PIB, o que será dela quando a economia voltar a crescer? Na verdade houve uma redução da inflação no período, pois em agosto de 2011 o IPCA acumulado em 12 meses foi de 7,23% e agora, em agosto de 2012 caiu para 5,24%. A afoiteza de muitos deseja que esta queda deva ser maior, a ponto de convergir a inflação para a meta neste período. A inflação persiste alta basicamente em função de bens de consumo não durável (alimento, bebidas e serviços), enquanto é negativa em bens de consumo durável, especialmente eletrodomésticos e bens intensivos e tecnologia. Isto é um problema futuro para os canais de transmissão da política monetária, uma vez que bens de consumo não duráveis em sua maioria são comprados à vista e não com crédito. Como a política monetária atua sobre o canal do crédito, especialmente agora que a relação crédito/PIB supera 50%, combater uma inflação em bens de consumo não durável será extremamente difícil e exigirá talvez super doses de política monetária contracionista para surtir efeito. Elevação de juros é uma política monetária eficiente quando a origem da inflação é causada pelo consumo excessivo baseado em crédito. Não parece ser esta a origem da inflação recente que foi, além dos bens de consumo não durável e serviços, muito impactada por uma recuperação de preços de *commodities* no mercado internacional. Segundo o relatório de inflação recém publicado (dia 27/09) estes choques de oferta podem ser menor nos próximos meses o que atenuaria a ameaça do retorno da inflação como causa de uma futura elevação dos juros. A economia pode estar caminhando para uma acomodação de preço, mais que uma escalada futura. Mas só o tempo dirá. No *front interno*, portanto, não parece haver pressões excessivas sobre a inflação a ponto de fazer a autoridade monetária mudar o curso de sua política.

No *front* externo as ameaças de aumento de juros por ora estão controladas, mas não se pode negar que o país caminha para uma situação externa não muito confortável, quando em 2012 incorrerá no maior déficit em transações correntes de todos os tempos: US\$ 60 bilhões, ou quase R\$ 120 bilhões. Hoje isto não constitui uma ameaça em si para o equilíbrio externo porque o fluxo de capital financeiro na forma de investimento estrangeiro direto (IED), investimento em carteira (renda fixa e variável) cobrem com folga a saída de divisas pelo lado do setor real da economia. Entre janeiro e agosto de 2012, saíram pelas contas de transações correntes US\$ 31,6 bilhões e entraram pela conta capital e financeira do balanço de pagamentos o equivalente à US\$ 53,0 bilhões. Uma situação, portanto, confortável.

No entanto sabe-se que os fluxos de capitais financeiros, mesmo na forma de IED, são altamente instáveis e mais voláteis ao passo que exportações, importações, rendas, serviços tendem a variar de forma mais suave e consomem tempo para se ajustar. O equilíbrio atual, portanto, é perigoso. Numa eventual retração do fluxo de capitais ou numa possível saída de capitais o Banco Central teria que, ou permitir o câmbio desvalorizar com o risco de trazer

inflação, ou queimar suas reservas e ganhar tempo, ou elevar as taxas de juros colocando-a acima do nível internacional para atrair os investidores estrangeiros evitando o choque cambial. Aliás, foi isso o que BC fez, predominantemente, entre 1994 e 2011, sendo esta uma das razões pelas quais a taxa de juros foi tão elevada no passado recente.

A relação entre taxa interna de juros e necessidade de financiamento externo³ pode ser visualizada por meio do gráfico 02 e 03. O gráfico 02 mostra a evolução da taxa Selic em termos reais e a necessidade de financiamento externo (NFE). Uma NFE é negativa significa que está entrando mais recursos (divisas) via balanço de pagamento do que saindo. Quando a NFE é positiva o país *necessita* de financiamento externo para cobrir seus déficits. O gráfico 03, um diagrama de dispersão, mostra a correlação positiva e forte entre as duas variáveis. A inclinação positiva e acentuada da curva logarítmica ajustada (linha pontilhada no gráfico 03) corrobora tal afirmação.



Fonte: elaborado a partir de dados do Bacen.

Felizmente, a conjuntura internacional é favorável à entrada de capital financeiro, dada a inigualável liquidez internacional. A liquidez internacional hoje é muito maior do que na década de 1980 quando da reciclagem internacional dos petro-dólares. A continuidade da política de juros baixo e das políticas monetárias expansionistas dos países desenvolvidos, que fazem uso dos tradicionais e velhos instrumentos quantitativos de emissão de moeda e monetização de dívidas, tende a manter o cenário atual por mais um ou dois anos, pelo que as autoridades monetárias de outros países tem afirmado. Se isto continuar assim o BC brasileiro terá um confortável espaço de manobra e fôlego para manter a atual política de juros baixo.

Até o momento não há sinais de trovoadas no horizonte próximo que justifiquem uma mudança de rota na condução da política monetária. A taxa de juros, ao que tudo indica, ficará próxima dos 2,5% reais nos próximos meses e se houver variações, para cima ou para baixo, serão muito pequenas.

ROGOFF, K. The optimal degree of commitment to an intermediate target. *Quarterly Journal of Economics*, nº 100, 1985.



³ Diferença entre o saldo em transações correntes e a conta capital do balanço de pagamentos.