



XI Seminário Anual de Metas para a Inflação

14 e 15 de maio de 2009
Rio de Janeiro

Dez Anos de Metas para a Inflação

Arminio Fraga Neto

A lei 4595 de 31/12/1964 rege a vida monetária e financeira do Brasil. Seu Artigo 3º - II comanda que o Banco Central deve “regular o valor interno da moeda, para tanto prevenindo ou corrigindo os surtos inflacionários ou deflacionários de origem interna ou externa, as depressões econômicas e outros desequilíbrios oriundos de fenômenos conjunturais”. Apesar desta clara e bem redigida instrução, a mera observação dos índices de inflação acumulados ao longo dos anos nos obriga a concluir que a lei 4595 não foi cumprida. Como bem nos lembra Roberto Campos em suas memórias, “no Brasil, há leis que ‘pegam’ e leis ‘que não pegam’. A que criou o Banco Central não pegou. É que o Banco Central, criado independente, tornou-se depois subserviente. De austero xerife passou a devasso emissor” (Roberto Campos, A Lanterna na Popa, Topbooks, 1994, p. 669).

O descontrole inflacionário atingiu seu “apogeu” nos anos 80 e no início dos 90, tendo em mais do que um momento chegado às raias da hiperinflação. Várias tentativas heterodoxas de estabilização fracassaram até que finalmente em 1994 o Plano Real conseguiu derrotar a inflação com uma combinação de austeridade monetária (predominantemente uma âncora cambial) e desindexação (através da brilhante URV). O resultado foi extraordinário e teve apoio maciço da população. No entanto, passados apenas alguns anos, em 1998 a âncora cambial se viu ameaçada por uma conjuntura global adversa e por uma política fiscal frágil. Embora o governo tenha anunciado um importante ajuste fiscal antes das eleições presidenciais, não foi possível resistir à pressão sobre a taxa de câmbio. No início de 1999 o real foi forçado pelo mercado a flutuar, e as expectativas de inflação se desancoraram.



XI Seminário Anual de Metas para a Inflação

14 e 15 de maio de 2009
Rio de Janeiro

Foi neste contexto que surgiu a idéia de se adotar um sistema de metas para a inflação, seguindo o exemplo de países como o Reino Unido, a Suécia, e a Nova Zelândia. A adoção do sistema foi fruto de um processo de exclusão de alternativas tais como uma volta ao câmbio fixo ou administrado (que nunca durou muito), a criação de uma caixa de conversão como o da Argentina (um rígido “currency board”), a introdução de metas monetárias (notoriamente instáveis) ou a simples condução da política monetária sem meta explícita para a inflação.

A opção pelo sistema de metas para a inflação em momento de crise e incerteza refletiu uma enorme preocupação com o risco de perda de controle sobre as expectativas de inflação. Num país com nossa história de inflação, tal descontrole traria consigo a ameaça da reindexação e o pesadelo do retorno à instabilidade que existia antes do Plano Real. A explicitação de metas nos pareceu um bom caminho para comprometer as ações de governo com seus objetivos de médio e longo prazo e, em caso de sucesso, começar a acumular um precioso capital de credibilidade.

Apesar desta avaliação, a adoção imediata do sistema em sua versão formal final nos pareceu muito arriscada. O balanço de pagamentos vivia naquele momento um clima de pânico, e a dispersão das expectativas de inflação era enorme. Se a meta escolhida se mostrasse rapidamente muito ambiciosa, correríamos o risco de errar o alvo por muito, desmoralizando o novo modelo. Na outra direção, se a meta inicial fosse muito folgada, estaríamos quase que por definição abrindo mão de um retorno rápido a níveis aceitáveis.



XI Seminário Anual de Metas para a Inflação

14 e 15 de maio de 2009
Rio de Janeiro

Nossa solução para este dilema foi introduzir o sistema de forma gradual. Anunciamos de cara que trabalharíamos para trazer a inflação para uma taxa anualizada de um dígito no último trimestre de 1999. Para sinalizar firme compromisso com o controle da inflação, elevamos a taxa de juros em 6 pontos percentuais para 45%, uma medida bastante antipática à época. Com certo otimismo, anunciamos a introdução de um viés de baixa na taxa de juros, procedimento que permitiria a redução da taxa de juros entre reuniões do Copom sem a convocação uma reunião extraordinária.

Para estabilizar o mercado de câmbio, renegociamos o acordo com o FMI, de forma a reduzir as necessidades de financiamento do balanço de pagamentos nos meses seguintes. Este financiamento oficial foi explicitado no acordo com o Fundo através da fixação de um piso para as reservas internacionais que sinalizasse que teríamos espaço para vender reservas se necessário (à época, uma inovação). Por último, fizemos um roadshow nas principais praças bancárias do mundo mostrando nossa resposta de política econômica e, em particular, mostrando que, com hipóteses modestas de rolagem de linhas de comércio e interbancárias, o balanço de pagamentos fecharia.

Foram momentos de alta tensão, mas logo ficou claro que a situação tendia a se estabilizar. Após o aumento da taxa de juros, as taxas mais longas caíram e a taxa de câmbio se estabilizou. Nosso alívio foi enorme! Olhando para trás, ficou claro que o problema era quase que de livro texto: a política fiscal era insustentável, assim como era também a taxa de câmbio, especialmente dadas as circunstâncias difíceis do momento (crises da Rússia e do LTCM). Com o compromisso (e a prática) de austeridade fiscal e a flutuação cambial, só faltava uma nova âncora nominal: o sistema de metas de inflação.



XI Seminário Anual de Metas para a Inflação

14 e 15 de maio de 2009
Rio de Janeiro

Ao longo dos meses seguintes as expectativas de inflação se estabilizaram o suficiente para o lançamento formal das metas em junho, conforme havia sido anunciado. Desde logo ficou claro que não seria possível na partida construir todas condições então tidas como necessárias para tal. Resolvemos assim mesmo ir adiante, partindo do pressuposto de que, no que realmente importava, tínhamos sim as bases para dar a partida com razoáveis chaces de sucesso.

Em primeiro lugar, havia um compromisso do governo como um todo com o objetivo de se recuperar o controle da inflação de maneira crível e permanente. Em particular, o ajuste fiscal prometido antes das eleições vinha de fato ocorrendo. Como bem sabemos, não há possibilidade de um regime monetário ter sucesso sem o amparo de um regime fiscal responsável e sustentável. Sem a Lei de Responsabilidade Fiscal o regime de metas para a inflação provavelmente não teria sobrevivido até hoje. Além disso, as metas foram definidas pelo governo, e não pelo Bacen, o que reforçava o compromisso amplo com o objetivo.

Em segundo lugar, nosso entendimento era de que, no fundo, o sistema exigia apenas que o Bacen perseguisse de forma transparente a meta determinada pelo governo, fazendo uso de toda informação disponível, obtida tanto com as análises qualitativas e modelos internos quanto com aquelas fornecidas pelo sempre entusiasmado debate público. Este último ponto merece algum destaque: na medida em que o Banco Central explicasse com clareza suas decisões, a crítica pública teria elementos para responder à altura com correções e sugestões. Na prática, este mecanismo de feedback em muito tem contribuindo para a qualidade da condução da política monetária.



XI Seminário Anual de Metas para a Inflação

14 e 15 de maio de 2009
Rio de Janeiro

Finalmente, na ausência de um arcabouço legal mais sólido o governo criou formalmente o sistema através de um decreto, indicando que as metas teriam que ser de médio prazo e definidas com dois anos de antecedência, e que ao Bacen caberia a tarefa de perseguí-las (o que insinuava a delegação de uma autonomia operacional para o Banco Central).

E assim foi: durante toda minha passagem pela presidência do Banco Central em momento algum fui pressionado por qualquer autoridade a acomodar eventuais pressões políticas, mesmo nos momentos mais difíceis (que foram abundantes nos dois mandatos do presidente Fernando Henrique Cardoso). Olhando para trás me dei conta, inclusive, que o Presidente da República nunca agradeceu ou elogiou um corte de juros, com certeza para não me passar uma impressão de desagrado ao não comentar um aumento de juros.

Durante a fase inicial do sistema, definiu-se uma trajetória descendente de metas, de forma a reconduzir a inflação para o nível desejado. Naquele momento imaginávamos que tal nível seria numa primeira etapa algo como 3-4% (inspirados na experiência chilena), e que com o tempo caminharíamos para uma taxa próxima à média mundial. Portanto, em seus primeiros anos as metas tiveram o duplo papel de âncora para a inflação e mecanismo de combate à inflação, através da coordenação de expectativas. Tal papel duplo voltou a se repetir quando da bem sucedida administração dos efeitos da devastadora crise de confiança que nos assolou na transição de 2002-2003.

Em geral, em momentos de crise, o sistema de metas tem se mostrado bastante eficaz. Podemos dizer que até estes dias a experiência brasileira



XI Seminário Anual de Metas para a Inflação

14 e 15 de maio de 2009
Rio de Janeiro

representa o maior teste de estresse de um sistema de metas para a inflação já registrado. Em diversos momentos difíceis o Banco Central tem podido agir de acordo com a prática hoje universalmente aceita de acomodar desvios temporários da meta, com o objetivo de suavizar as flutuações no nível de atividade da economia. Este delicado equilíbrio de objetivos depende crucialmente da credibilidade do sistema que, entre uma crise e outra, vem se consolidando adequadamente desde sua implantação.

Atrevo-me portanto a concluir, espero não muito influenciado pela emoção da paternidade, que o sistema de metas de inflação merece uma avaliação positiva ao completar seu décimo aniversário. Neste espírito construtivo e esperançoso passo agora a tecer algumas considerações sobre o futuro do regime macroeconômico brasileiro. Começo com alguns aspectos do sistema de metas e termino com temas mais amplos.

O Copom tem mantido um bom padrão de transparência ao longo dos anos. As Atas do Copom e os Relatórios de Inflação são excelentes fontes de informação, especialmente no aspecto qualitativo, área onde o Bacen vem há muitos anos desenvolvendo um trabalho extremamente minucioso e bem feito. Do lado quantitativo, não há muita informação disponível a respeito dos modelos (plural, pois não se trata de um modelo único) que o Copom usa.

A modelagem da economia é tarefa útil mas complexa, que evolui com o tempo e está sempre sujeita a erro. Num dado momento, questões ligadas à taxa de câmbio podem dominar, como quando do lançamento do sistema de metas. Em outros momentos questões relativas ao mercado de crédito podem ser mais importantes, como atualmente. Em função disso,



XI Seminário Anual de Metas para a Inflação

14 e 15 de maio de 2009
Rio de Janeiro

não há uma fórmula matemática que chega à melhor projeção de inflação e nível de atividade a partir da qual o Copom toma sua decisão. O Copom procura a cada momento integrar suas avaliações qualitativas e quantitativas, em processo iterativo menos formal do que se imagina, mas não por isso menos eficaz.

Mas a percepção da opinião pública quanto ao funcionamento do Copom parece ser de que o Bacen tem sim um modelo macroeconômico secreto, que gera as previsões, que por sua vez dominam as decisões de política monetária. Este é um problema sério de comunicação, de difícil solução, dado que a esmagadora maioria dos críticos do sistema de metas aparentemente não se dá ao trabalho de ler as Atas e os Relatórios. Assim mesmo, um pouco mais de transparência no que tange aos modelos que são utilizados e sua integração com as informações qualitativas seria útil e reforçaria a credibilidade e a legitimidade do processo.

Ainda no campo da transparência, desde o início do sistema de metas o Copom procurou sempre deixar claro que perseguia o centro da meta, e que o intervalo de flutuação servia para suavizar a evolução do nível de atividade quando houvesse desvios (por conta de choques). No caso de desvios causados por choques de oferta, o Copom procurava identificar se eram permanentes ou temporários, quantificá-los, e corrigir seus efeitos sobre a inflação em um ritmo proporcional a seu tamanho. Neste campo, questões importantes incluíam a trajetória pré-determinada (mas endógena) dos preços administrados e os repasses de variações cambiais. Com o tempo o Copom passou a dar menos transparência a esta prática, se concentrando apenas em reagir a desvios da meta sem explicitar no detalhe seu entendimento da natureza dos choques.



XI Seminário Anual de Metas para a Inflação

14 e 15 de maio de 2009
Rio de Janeiro

Um outro tema relevante para o futuro do regime monetário brasileiro diz respeito às elevadas taxas de juros que têm prevalecido desde o Plano Real. Trata-se sem dúvida da maior aberração econômica que se tem observado por estas bandas desde a fase da hiperinflação e das moratórias. O tema é fascinante, e se presta a argumentos acalorados, que quase sempre depositam no Bacen a culpa pelo problema. As taxas de juros podem ser decompostas em uma componente básica (a SELIC ou o CDI) e um adicional (o chamado "spread") que, embora enorme e de grande relevância, merece uma discussão mais minuciosa que escapa ao tema deste artigo.

Minha expectativa com relação à taxa de juros básica no Brasil há dez anos era que, com a implantação do tripé composto por responsabilidade fiscal, metas para inflação e câmbio flutuante, haveria uma convergência em direção aos patamares praticados em países semelhantes ao Brasil. De fato, não muito tempo após a adoção do tripé, a taxa de juros real caiu para um patamar próximo a 10% real, mais ou menos a metade do que prevalecia antes da mudança de regime.

Com as crises de 2001 a 2003 a trajetória de queda foi interrompida. A partir da superação da crise de 2002/3 a economia entrou em ritmo acelerado de crescimento, sustentado pelo boom global e por uma rápida expansão do crédito doméstico. Superada uma fase de aquecimento que exigiu a manutenção de juros elevados em 2004/5, a taxa de juros real entrou outra vez em trajetória de queda, tendo no ciclo mais recente atingido um patamar médio de 8-9%. Durante este período, os principais obstáculos à uma queda maior dos juros foram o crescimento acelerado da demanda interna, do crédito e dos gastos públicos.



XI Seminário Anual de Metas para a Inflação

14 e 15 de maio de 2009
Rio de Janeiro

Mais recentemente, com a crise global e a forte desaceleração da economia e do crédito, as expectativas de inflação caíram bastante e o Bacen iniciou uma nova rodada de redução da SELIC. As taxas embutidas na curva da taxa de juros apontam para uma redução da taxa nominal para um dígito e da taxa real para menos do que 6%. Acredito que, se houver prudência na condução das políticas fiscal e creditícia, o Brasil poderá ver pela primeira vez em décadas taxas de juros mais próximas à média internacional de nossos pares.

Ao longo destes dez anos do sistema de metas a inflação ficou na média acima das metas determinadas pelo Governo. Não cabe portanto dizer que o Bacen foi excessivamente rigoroso ao perseguir seu mandato. Vale notar também que no período mais recente, em que por cerca de quatro anos a inflação oscilou em torno da meta de 4,5%, a taxa de juros real vem exibindo uma certa tendência de queda, em que pese seu ainda elevado nível.

A consolidação de patamares normais para a taxa de juros terá mais chances de sobreviver à próxima fase de ascensão do ciclo econômico e se tornará mais sustentável se houver um fortalecimento das várias peças do arcabouço macroeconômico. Em primeiro lugar, me parece que é urgente estancar o crescimento do gasto público, especialmente dos gastos correntes. Não se trata de questão ideológica, mas da mera constatação de que, de um lado, o país precisa investir mais (setor privado e governo) e, de outro, de que a carga tributária já parece ser extremamente elevada (especialmente para um país de renda média).

Em segundo lugar, a participação do Estado no mercado de crédito terá que ser acompanhada de perto. Num momento de crise como o atual é



XI Seminário Anual de Metas para a Inflação

14 e 15 de maio de 2009
Rio de Janeiro

natural que o BNDES aumente sua participação no financiamento do investimento; mas não se pode esquecer que, mesmo neste caso, um aumento da oferta de crédito reduz o espaço para a queda da taxa de juros (na medida em que reduz a potência da política monetária). Da mesma forma, uma vez superada a etapa crítica do ciclo, caberá cautela para que os mecanismos de crédito oficial não exijam um aperto monetário superior ao que seria a princípio necessário (além de inibir o desenvolvimento de um mercado privado de financiamento de longo prazo).

Em terceiro lugar, alguns aspectos do regime monetário ainda carecem de definição. Por exemplo, a meta de inflação atual de 4,5% é alta demais para se tornar permanente. Cabe em algum momento se considerar a conveniência de se trazer a meta de inflação para cerca de 3%, nível adotado pelo Chile e pelo México. Tal movimento provavelmente não terá grande apelo para as lideranças políticas presentes e futuras. Uma solução seria se adotar uma trajetória bem lenta de queda da meta.

Outro aspecto diz respeito à autonomia do Bacen para perseguir a meta de inflação. Aqui a grande maioria dos países vem adotando um modelo de banco central independente, onde a independência se caracteriza por um mandato fixo para os dirigentes do banco central, naturalmente acompanhado de mecanismos de prestação de contas à sociedade. Este caminho tem gerado bons resultados na medida em que despolitiza a atuação do banco central e alonga os horizontes para a condução da política monetária, ambos fatores de redução de incerteza na economia.

No momento não me parece que esteja madura a idéia de se conceder ao Bacen uma garantia legal de autonomia operacional. Isto porque pela



XI Seminário Anual de Metas para a Inflação

14 e 15 de maio de 2009
Rio de Janeiro

imprensa se observa uma forte e explícita carga de pressão dos principais líderes do Executivo para que o Bacen acelere o ritmo de redução da taxa de juros. Pelo visto ainda prevalece uma visão voluntarista de que os juros só são altos porque o Bacen assim o deseja. Enquanto esta for a visão dominante, não vale a pena alterar a lei, sob pena de se desperdicar uma boa idéia. Melhor canalizar a energia legiferante que porventura exista para reforçar o regime fiscal e ganhar assim espaço adicional para a redução da taxa de juros.