

Política Monetária no Brasil*

Arminio Fraga e Ilan Goldfajn

Governar envolve administrar desejos, conflitos e muitas vezes inconsistências. A política monetária não é uma exceção, em especial no Brasil. A sociedade deseja a manutenção da estabilidade dos preços, tão duramente conquistada e mantida nos últimos anos, mas quer a redução imediata dos juros reais. Deseja um câmbio menos volátil, mas não aprecia intervenções que venham a reduzir as reservas internacionais do país. Deseja a redução do déficit externo, mas repele o câmbio depreciado e a pressão sobre os preços que este induz.

Nestes momentos de transição cabe refletir sobre o papel do Banco Central. De início vale a pena enfatizar que o Banco Central possui apenas um instrumento, a política monetária, e, portanto, deve ter como meta apenas um objetivo. É consenso hoje no mundo que este objetivo deve ser o da estabilidade de preços. A política monetária é incapaz de gerar um crescimento do produto acima da produtividade da economia no longo prazo. A evidência empírica indica que o uso mais eficaz da política monetária é o de garantir a estabilidade de preços, que, essa sim, pode gerar maiores taxas de crescimento do produto ao reduzir incertezas e distorções, alongar os horizontes de decisão, e permitir aumento de investimentos e ganhos de produtividade. Portanto, deve se ter claro que não existe a opção de um maior crescimento sustentável com mais inflação.

Mesmo com apenas um objetivo e um instrumento, é possível organizar a atuação do BC de diferentes maneiras. Uma opção é ancorar o nível de preços através da volta ao câmbio fixo (ou “administrado”), não recomendável por várias razões. Outra opção é tentar controlar algum agregado monetário, como a quantidade de moeda em poder do público ou o crédito na economia. No entanto, na prática, dada a instabilidade da demanda por estes agregados, a grande maioria dos bancos centrais no mundo desistiram dessa opção. Finalmente, resta usar a taxa de juros como instrumento de controle da inflação, opção preferida pela maioria dos bancos centrais. Nesse caso, pode se atuar com maior ou menor grau de transparência e compromisso. No arcabouço do Regime de Metas de Inflação explicitam-se as metas de inflação para os anos seguintes, divulgam-se trimestralmente as projeções de inflação em relatórios, e detalham-se as formas de reação do Banco Central nas atas após as decisões.

* Artigo publicado no Jornal Valor Econômico em 6 de Novembro de 2002.

O Federal Reserve Board dos Estados Unidos, com a credibilidade adquirida sob o comando de Paul Volcker e Alan Greenspan, dispensa este arcabouço. Outros Bancos Centrais como o Banco da Inglaterra, Canada, Nova Zelândia, Austrália, Brasil, México e Chile, entre outros, adotaram o regime de metas de inflação.

No Brasil, o trabalho do Banco Central desde a adoção do sistema de metas para a inflação tem-se norteado em alguns princípios básicos implementados no âmbito do Comitê de Política Monetária (Copom). Em primeiro lugar, o Copom atua a partir de uma avaliação da tendência futura da inflação. Essas projeções são obtidas utilizando-se as melhores informações disponíveis, tanto quantitativas, processadas através de modelos estruturais, simulações e outras medidas estatísticas, quanto qualitativas e desagregadas, que exigem uma avaliação mais subjetiva.

Em segundo lugar, o Copom procura analisar as causas de eventuais diferenças entre a projeção e a meta, de forma a reagir de acordo com as recomendações da melhor teoria e prática internacional sobre o assunto. Aqui é necessário distinguir entre choques de demanda e oferta e entre choques temporários e permanentes. Choques de demanda devem ser combatidos integralmente. Uma contração de demanda, por exemplo, deve ser compensada por uma política monetária expansionista. No caso de choques de oferta (também conhecidos como choques de custo) também temos seguido a recomendação tradicional: o impacto direto sobre o nível de preços é acomodado (ou seja, não provoca resposta da política monetária), mas se combatem os efeitos secundários (ou inerciais) do choque.

Quando confrontada com choques de grande magnitude, como nos últimos 18 meses, a política monetária no Brasil tem sido calibrada de forma a alongar o tempo de convergência à meta de inflação. Tal procedimento leva em conta os custos do processo de ajuste (em termos de produto) associados à existência de inércia inflacionária. Essa política indica que, de acordo com o desenho do sistema de metas, o BC deve levar em conta a volatilidade do nível de atividade em sua tomada de decisão, sem, no entanto, deixar de lado o objetivo principal de atingir as metas de inflação.

Para que o BC possa atuar com o grau de flexibilidade necessário, sem porém perder credibilidade, é imprescindível dar total transparência à sua atuação, para que uma determinada decisão não seja interpretada como um desvio injustificado de seu compromisso com as metas. Para tanto, o Copom procura medir o efeito primário dos choques. Além disso, em função da magnitude e persistência do choque, o Copom avalia o prazo adequado para eliminar a inércia inflacionária. Dado este prazo, estima-se o montante de inércia a ser acomodada no ano em questão que, acrescida da estimativa do choque primário, é incorporada à meta para efeito de comparação com a projeção de inflação do Copom. No caso dos choques ocorridos este ano, a decisão foi de neutralizar a inércia no prazo de dois anos. A soma da metade da inércia e do choque primário

dos preços administrados é de 2 pontos percentuais, o que eleva a meta ajustada para um número próximo a 6%. Portanto, o Banco Central não segue uma política de atingir a meta a qualquer custo, mas leva em consideração a natureza e persistência dos choques e os custos associados sobre o nível de atividade.

Baseado neste arcabouço e nos princípios básicos adotados, é interessante avaliar qual tem sido o desempenho do regime de metas de inflação no Brasil desde a sua implantação em meados de 1999. A Tabela I mostra que no período do regime de metas de inflação a volatilidade tanto da taxa de inflação quanto do crescimento (trimestre sobre trimestre anterior) se reduziu (de 0,9 para 0,4 e 3,2 para 1,5, respectivamente). Da mesma forma, em média, o crescimento do PIB foi maior (de 2,0% para 2,4%) e a inflação e a taxa de juros menores (de 10,3% para 7,1% e de 35,4% para 18%, respectivamente).

Para obtenção desses resultados, foi importante a redução da inércia inflacionaria para um terço do valor anterior (0,6 para 0,2), como consequência da influência das metas de inflação sobre as expectativas de inflação. Um outro avanço refere-se à capacidade da economia de absorver as flutuações de câmbio exigidas pela necessidade de ajuste externo, o que depende em grande medida do sucesso da política monetária em combater o efeito inflacionário das depreciações cambiais. A tabela II mostra que nos últimos anos apenas 14-16% da depreciação cambial foi repassada aos preços.

Estes resultados indicam que o Regime de Metas vem cumprindo seu papel. Durante todo o período que se seguiu à sua adoção, o BC tem agido sempre de forma fiel ao seu compromisso com a sociedade, fazendo uso da flexibilidade que o Regime confere, mas procurando não perder o controle sobre as expectativas de inflação. Até o agravamento de crise de confiança a partir de meados deste ano, as expectativas permaneciam dentro dos intervalos de tolerância das metas de inflação futuras (veja gráfico I que mostra as expectativas de inflação para 12 meses à frente e a respectiva meta de inflação calculada como média ponderada). Mais recentemente, no entanto, ocorreu pela primeira vez que as expectativas ultrapassaram níveis aceitáveis, denotando um elevado grau de incerteza quanto ao compromisso futuro com o controle da inflação. Esta situação não pode ficar sem resposta, sob pena de revivermos o penoso, frustrante e socialmente injusto tempo de inflação mais alta.

O BC deu em reunião extraordinária do Copom uma resposta com a elevação da taxa básica de juros em 3 pontos percentuais. A esse esforço veio se juntar à contribuição do Presidente eleito e sua equipe, que reafirmaram o compromisso de campanha com condução de uma política macroeconômica responsável, inclusive com a inflação baixa. Dessa forma, à medida que se cristalizem esses compromissos, acreditamos que a crise de confiança, que já mostra sinais de reversão, será debelada.

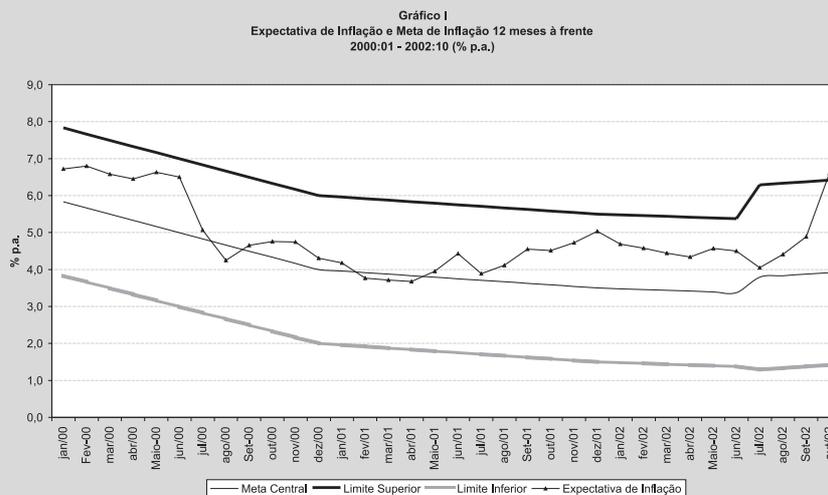


Tabela I
Comparação Antes e Depois do Regime de Metas de Inflação

	Antes (1994:4 – 1999:2)	Antes (1996:1 – 1999:2 – período menor)	Depois (1999:3 – 2002:2)
Volatilidades - Coeficiente de Variação (desvio padrão/média, dados trimestrais)			
Inflação	0,9	0,8	0,4
Crescimento do PIB (dessazonalizado)	3,2	2,5	1,5
Taxa de Juros	0,4	0,2	0,1
Média (anualizada)			
Inflação	10,3	5,8	7,1
Crescimento do PIB (dessazonalizado)	2,0	2,0	2,4
Taxa de Juros	35,4	28,2	18,0
Inércia Inflacionária (dados mensais)*			
Inflação (t-1) – significativo	0,61		0,20

*Amostra: 1995:08 - 2002:06 (equação inclui variação da taxa de câmbio dos 12 últimos meses e taxa de desemprego)
Fonte: Minella, Freitas, Goldfajn, e Muinhos (2002), "Inflation Targeting in Brazil: Lessons and Challenges"

Tabela II
Repasse da Taxa de Câmbio para Preços Administrados, Preços Livres e IPCA (12 meses)

Modelo de Estimação	Preços Administrados	Preços Livres	IPCA
Modelo Estrutural e Informações sobre Preços Administrados	25	12	16
Modelo VAR	20	8	14

Amostra se refere ao Período do Plano Real

Fonte: Minella, Freitas, Goldfajn, e Muinhos (2002), "Inflation Targeting in Brazil: Lessons and Challenges"