

Meia Década de Metas para a Inflação

É preciso avançar na consolidação da credibilidade da política monetária.

Márcio G. P. Garcia¹
05 de agosto de 2004

Após a flutuação cambial de 1999, adotou-se como regime de política monetária no Brasil a sistemática de “metas para a inflação”. O Brasil faz parte de um crescente grupo de países que, por razões diversas, passaram a adotar tal sistema a partir de 1990.

Alguns países recorreram ao regime de metas para a inflação após um período de pobre desempenho econômico e pouca credibilidade da política econômica. Com a maior transparência do novo regime, objetivaram tornar mais crível a política monetária e melhorar o desempenho da economia. Neste grupo incluem-se, por exemplo, a Nova Zelândia, o Canadá, a Austrália e o México.

Outros países buscaram no regime de metas para a inflação uma alternativa ao uso de uma banda para taxa de câmbio como âncora nominal. Chile e Israel estão neste segundo grupo.

Finalmente, a terceira motivação que levou ao regime de metas para a inflação foi o desejo de recuperar a credibilidade após experiências traumáticas de abandono forçado da âncora cambial (crises cambiais). Deste terceiro grupo fazem parte, dentre outros, o Brasil, a Inglaterra e a Suécia.

Na prática, para nós o regime de metas para a inflação pareceu ser a melhor opção em 1999 para evitar o recrudescimento inflacionário. Naquela ocasião, um eminente economista dizia brincando que a única alternativa ao regime de metas para a inflação era o regime *Nike*: “just do it”!

Após meia década, a percepção geral parece ser a de que a política macroeconômica apoiada no tripé câmbio flutuante, superávit primário adequado e metas para a inflação é indubitavelmente eficaz para manter a inflação sob controle. Mas há também o sentimento de que a política econômica está devendo a tão desejada retomada do crescimento sustentado.

Como o regime de metas para a inflação pode ser aprimorado de forma a melhor contribuir para a retomada do crescimento sustentado? A principal tarefa é reforçar a credibilidade da política monetária, de forma a dar mais estabilidade às expectativas inflacionárias, assim contribuindo positivamente para o investimento produtivo e para o crescimento.

¹ Professor do Departamento de Economia da PUC-Rio e pesquisador do CNPq escreve mensalmente neste espaço às sextas-feiras (<http://www.econ.puc-rio.br/mgarcia>).

Estudos que Alexandre Lowenkron e eu vimos realizando mostram que as expectativas inflacionárias de médio prazo são excessivamente sensíveis às surpresas na inflação corrente. Caso a credibilidade na capacidade de o BC cumprir as metas para a inflação fosse aumentada, eventuais surpresas de curto prazo não teriam tanto impacto na expectativa de inflação de médio prazo, uma vez que haveria maior confiança quanto ao cumprimento das metas.

De onde pode advir a desconfiança quanto ao cumprimento das metas? Certamente não advém de uma avaliação que o BC venha sendo leniente com a inflação. Não obstante a ação firme que o BC vem demonstrando, qualquer regime de metas para a inflação leva em conta, explícita ou implicitamente, o nível de atividade. Provocar altas muito elevadas no desemprego para cumprir rigorosamente a meta inflacionária pode não valer a pena em algumas circunstâncias.

Apesar de toda a crítica que tem sido dirigida contra o BC por suposto excesso de conservadorismo, apenas em 2000 a inflação situou-se no centro da meta. Para 2004, a inflação deve se situar mais perto do limite superior da meta do que do centro da mesma. Em termos de resultados, temos ainda muito a conquistar. E quando não se confia plenamente na meta, para cumpri-la, o BC tem que impor mais custos à economia do que precisaria se houvesse plena credibilidade. Ou seja, maior credibilidade possibilitaria ao BC praticar juros menores para cumprir a meta de inflação.

Mas há uma outra fonte de desconfiança quanto ao cumprimento das metas. Trata-se do que os economistas conhecem como “mudança de regime”. Uma das possibilidades de mudança de regime ocorreria caso a política econômica atual não consiga produzir resultados em termos de crescimento econômico e melhora dos indicadores sociais, sendo então radicalmente desfigurada na tentativa de obter melhores resultados. Nos últimos meses, por exemplo, o temor tem sido a reversão para políticas econômicas defendidas pelo PT antes da *Carta aos Brasileiros*, possivelmente com a substituição das equipes da Fazenda e do BC. Sob esse cenário, voltariam os déficits primários do primeiro governo de FHC, os juros reais cairiam fortemente e, inevitavelmente, a inflação se elevaria. Uma contínua sucessão de boas notícias é necessária para evitar tal cenário. Por isso as más notícias (surpresas) no front inflacionário de curto prazo têm um impacto muito elevado nas expectativas inflacionárias de médio prazo. As más notícias quanto à inflação de curto prazo aumentariam a probabilidade de se abandonar a política macroeconômica consistente que o governo Lula vem seguindo, o que levaria ao retorno da inflação elevada.

Uma causa de tal mudança de regime poderia ser uma eventual deterioração das condições de liquidez dos mercados financeiros internacionais. Nesse cenário externo ruim, caso o FED viesse a elevar bruscamente os juros nos EUA, o risco Brasil subiria muito, levando à forte depreciação da taxa de câmbio. O BC então seria forçado a elevar os juros reais, abortando uma vez mais o crescimento e elevando as chances de abandono do atual tripé macroeconômico.

Para tornar nossa política monetária mais robusta e aumentar a credibilidade nas metas para inflação várias medidas podem ser tomadas. Tentar diminuir a indexação dos preços administrados ao IGP-M, índice fortemente influenciado pelo câmbio, é um passo importante. Tal iniciativa deve ser feita através da negociação, uma vez que

eventuais quebras de contratos seriam contra-producentes ao afetarem negativamente o investimento privado.

Aumentar o superávit nominal via corte dos gastos públicos primários seria relevante para extinguir eventuais dúvidas quanto à sustentabilidade da dívida pública. A redução de risco país advinda de tal iniciativa em pouco tempo pagaria tal medida via diminuição dos juros da dívida pública.

Por fim, completar o arcabouço institucional do regime de metas para a inflação, conferindo autonomia operacional (não de objetivos) ao BC seria de inestimável importância para aumentar a credibilidade da política monetária. Segundo estudo recente,² os países que ainda não deram autonomia operacional aos seus bancos centrais são exatamente aqueles cujas políticas monetárias têm menor credibilidade.

² Vide V. Sabbán, M. Rozada e A. Powell, “A new test for the success of inflation targeting”, mimeo, Universidad Torcuato Di Tella, Buenos Aires.