

Política Econômica

e m f o c o

Suplemento 1 do Boletim quadrimestral do Centro de Estudos de Conjuntura e Política Econômica – n. 2 – set./dez. 2003.
12 de fevereiro de 2004.

METAS DE INFLAÇÃO E ERROS DE GESTÃO

Maryse Farhi

INSTITUTO DE ECONOMIA DA UNICAMP

Diretor

Prof. Dr. Marcio Percival Alves Pinto

Diretor Executivo do CECON

Prof. Dr. Ricardo de Medeiros Carneiro

ÁREAS DE CONCENTRAÇÃO

Política Econômica

Prof. Dr. Luiz Gonzaga de Mello Belluzzo

Prof. Dr. Ricardo de Medeiros Carneiro

Economia Internacional

Prof. Dr. Antonio Carlos Macedo e Silva

Balanco de Pagamentos

Profa. Dra. Daniela Magalhães Prates

Moeda e Finanças Privadas

Profa. Dra. Maryse Farhi

Finanças Públicas

Prof. Dr. Geraldo Biasoto Junior

Produção, Emprego e Renda

Prof. Dr. Edgard Pereira

Dra. Adriana Nunes Ferreira

Métodos Quantitativos

Profa. Dra. Rosangela Ballini

Gerência de Informações

Eliana Ribeiro da Silva

Bolsistas de Iniciação Científica

Augusta Rodrigues de Oliveira

Caio Vinicius de Araújo Seconelo

Camila Cristina Belotti

Diego Martinez

Fábio Salim

Gutemberg Claver de Lira Fragozo

Lucas Ferraz Vasconcelos

Rafael Fagundes Cagnin

Raphaela Sayuri Yamamoto

Renato Alves Oshiro

Secretaria do CECON

Mário Aparecido de Gobbi

Projeto visual/Normalização/

Editoração eletrônica

Célia Maria Passarelli

Os efeitos perversos da combinação do regime de câmbio flutuante com uma política monetária pautada por metas de inflação, adotada após a crise cambial de 1999 e inscrita nos acordos com o FMI, têm sido responsáveis pelo movimento de *stop and go* que torna impossível um crescimento sustentável da economia e desestimula investimentos produtivos.

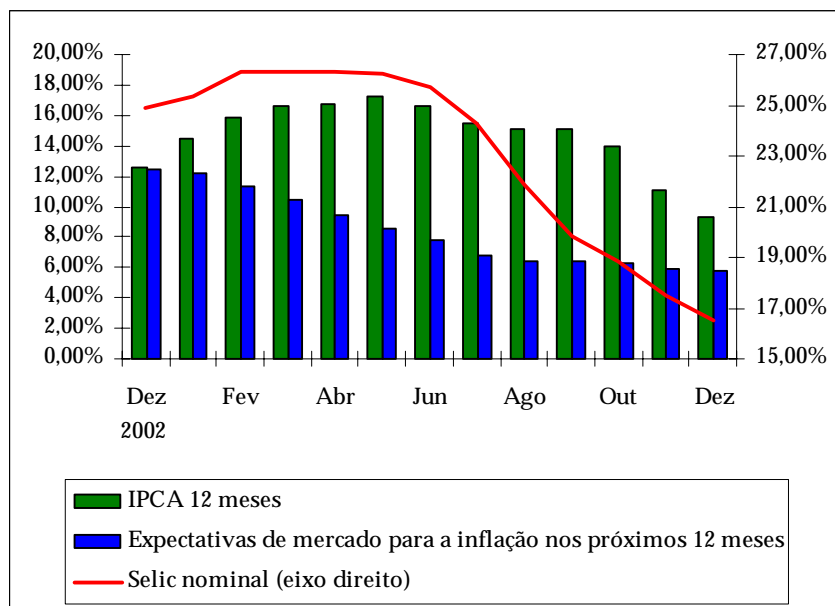
Numa economia marcada pela volatilidade cambial, com elevado *pass-trough*, e caracterizada pela indexação formal de uma parcela significativa dos preços a um índice com forte influência da taxa de câmbio, as taxas de juros têm de ser mantidas muito elevadas para evitar que as desvalorizações cambiais impliquem aumentos substanciais da inflação. Mesmo em períodos de apreciação da moeda nacional, as taxas de juros só caem muito lentamente devido ao receio que a recuperação da absorção doméstica e os movimentos inevitáveis de preços relativos terminem por desencadear uma alta generalizada de preços.

Desde o início de 2003, tais efeitos perversos inerentes à operação do regime de metas em economias com essas características, vêm sendo reforçados por seguidos erros de gestão da política monetária. Esses erros são essencialmente decorrentes da falta de flexibilidade da atual diretoria do Banco Central na gestão interna do modelo. O primeiro e mais importante desses erros, cometido logo no início de 2003, foi a fixação de metas ajustadas de inflação extremamente ambiciosas e pouco realistas. Partindo de uma inflação de 12 meses constatada de 12,6%, em 2002, que alcançou patamar próximo a 20% entre Fevereiro e Abril de 2003, como decorrência de uma desvalorização nominal da taxa de câmbio de cerca de 70%, no ano anterior, fixou-se metas de 8,5% para 2003 e de 5,5% para 2004.

Essas metas definidas no início de 2003 têm estado na base da política monetária excessivamente apertada que reduziu a zero o crescimento da economia em 2003, além de representar um custo elevado para a dívida pública. Outros erros vieram se somar a este. Ainda em abril de 2003, a inflação começou a dar claros sinais de queda, mas o Banco Central preferiu esperar que a taxa acumulada em

12 meses começasse a ceder antes de reduzir a taxa Selic, ampliando os custos da política monetária em termos de produto e emprego (ver [Gráfico 1](#)). O excesso de conservadorismo dessa postura decorre do fato que ela só aceita uma redução da taxa de juros quando estão reunidos todos os fatores que considera favoráveis: queda dos índices correntes, das projeções futuras e da inflação acumulada em 12 meses.

Gráfico 1
Taxa Selic, inflação acumulada em 12 meses e expectativas de inflação

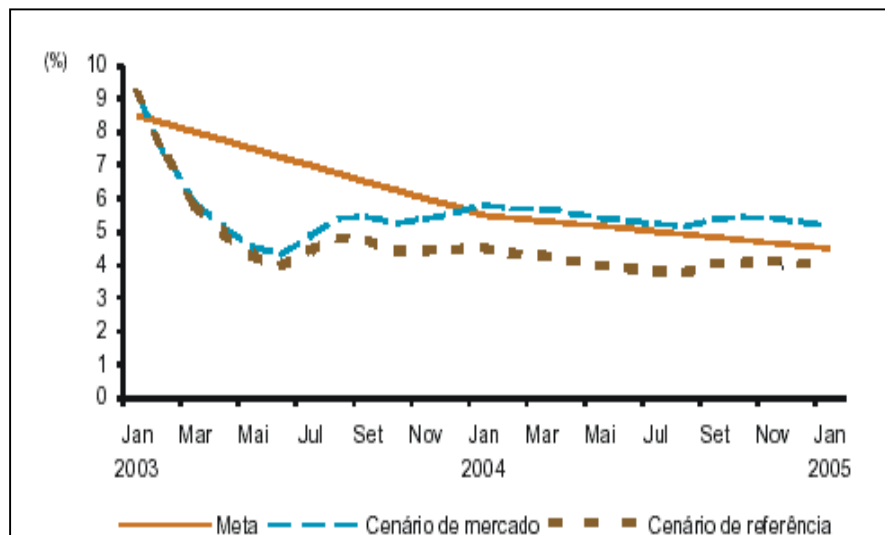


Fonte: Banco Central do Brasil – Elaboração própria.

Outro erro foi cometido recentemente. No dia 30/12/2003, o Banco Central divulgou o trimestral Relatório de Inflação, em que demonstrava que a manutenção da taxa Selic em 16,5%^{aa} e da taxa de câmbio no patamar então observado resultaria numa taxa de inflação inferior ao centro da meta de 5,5% e que, utilizando-se as projeções do mercado financeiro para essas variáveis, a inflação seria levemente inferior a 6% (ver [Gráfico 2](#)). Essas afirmações do BC serviram como suporte adicional às expectativas de continuidade do processo de redução das taxas de juros.

Não obstante isso, apenas vinte dias depois, a autoridade monetária decidiu manter os juros inalterados. Pior, a ata da reunião do Copom em que essa decisão foi tomada revela que, abdicando totalmente de análises prospectivas, o BC baseou-se exclusivamente na evolução constatada dos índices de inflação de dezembro como se vê na passagem a seguir: “Observado todo o conjunto de índices de inflação disponíveis, tanto ao consumidor quanto no atacado, sua maior variação em dezembro pode significar apenas um evento isolado, provocado por motivos sazonais ou extraordinários, ou prenunciar uma aceleração persistente da inflação”.

Gráfico 2
Inflação acumulada nos doze meses seguintes



Fonte: Banco Central. *Relatório de inflação*, dez. 2003.

A divulgação das atas do Copom pretende influir na formação de expectativas através de uma “maior transparência” das decisões de política monetária. Ao tornar públicas tanto sua perplexidade e suas incertezas quanto o fato de ter reagido à divulgação de índices passados, o Banco Central provocou reboiço nos mercados financeiros já temerosos de uma alta da taxa de juros americana, levando a fortes quedas dos preços dos ativos brasileiros e altas da taxa de câmbio e do risco país, mas também uma deterioração das expectativas dos agentes relevantes no processo de formação de preços que pode levá-los a remarcações preventivas.

Vejamos o que dizem os índices de preços. O [Gráfico 3](#) detalha as diversas medidas do IPCA registradas mensalmente, desde dezembro de 2002. Nele, fica aparente que os indicadores de núcleo da inflação por exclusão (não considera os preços da alimentação a domicílio e os preços monitorados) e por médias aparadas (exclui os itens com maior e menor variação de preços, redistribuindo os preços monitorados em 12

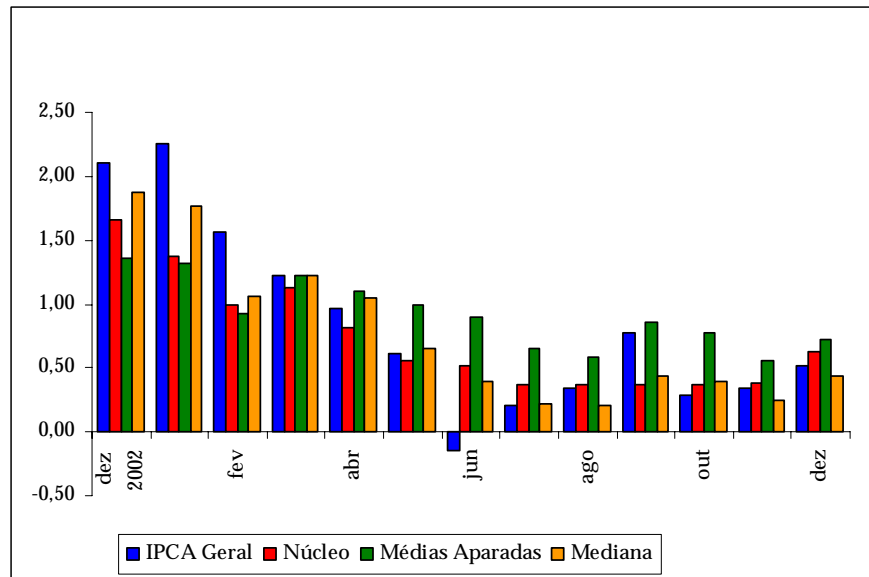
meses) vem se situando acima da média da inflação desde Outubro de 2003. Isso indica aumentos de preços disseminados, mas não autoriza a concluir sobre a natureza dos mesmos.

A análise da mediana mostra que esses aumentos se situam, na maior parte em níveis inferiores ao da média do índice.¹ O uso desta medida é destinado a evitar que a política monetária se baseie num índice de preços ocasionalmente afetado por choques de oferta ou por variações atípicas. Curiosamente, a ata do Copom de janeiro de 2004 é uma das poucas que não faz referência a esse indicador estatístico.

¹ Quando se localiza acima da média da inflação, a mediana indica altas mais generalizadas de preços acima da média; quando está abaixo da média, indica aumentos inferiores a esta da maioria dos preços.

Gráfico 3

IPCA, núcleos (por exclusão e por médias aparadas) e mediana da inflação



Fonte: Dados do IBGE – Elaboração própria.

Os indicadores anteriores sugerem maior disseminação de aumentos em patamares inferiores a media e descartam tanto processo de indexação ou ampliação generalizada de margens de lucro, indicando fatores variados na explicação dos reajustes. Assim, a análise detalhada do IPCA de dezembro como dos demais índices já divulgados sobre a inflação de janeiro e fevereiro mostra:

a) o peso de aumentos sazonais de preços, como mensalidades escolares e, sobretudo impactos dos fenômenos climáticos nos preços dos produtos hortifrutigranjeiros;

b) choques de oferta causados pela recuperação sincronizada das principais economias do mundo aliada a uma desvalorização do dólar que vem provocando altas acentuadas dos preços das *commodities*, sem falar dos episódios da “vaca louca” nos EUA e da gripe do frango na Ásia. Ademais, o aumento da alíquota da Cofins, decidido no processo de reforma tributária, aplicado a partir de primeiro de fevereiro foi, muito provavelmente, incorporado antecipadamente a alguns preços;

c) mudança localizada de preços relativos nos segmentos que tiveram aumento de demanda ao final do ano e cuja evolução foi extremamente desfavorável ao longo de 2003 como semiduráveis e não-comercializáveis.

O conservadorismo do Banco Central deve levá-lo a procurar lutar contra esses fatores de elevação dos preços pela manutenção de uma política monetária apertada. Juros altos não se constituem em instrumento para lidar com choques de oferta ou aumento de impostos. Podem, mas não devem, numa economia deprimida e em fase incipiente de recuperação, impedir a mudança de preços relativos ao reduzir ainda mais a absorção doméstica provocando queda dos preços dos bens destinados a atendê-la. O Banco Central age dessa maneira por excesso de zelo em relação a uma meta de inflação irrealista que o constrange a operar a política monetária “errando por excesso” Ao que parece, pouco importa que essa medida seja capaz de interromper o frágil crescimento econômico que se prenunciava, além de pressionar a dívida pública.