

SISTEMA DE METAS DE INFLAÇÃO ENGRESSADO É GARANTIA DE JUROS ALTOS!

No dia 13 de abril de 2005, a **GRC Visão** publicou o seguinte relatório especial: Há motivos para o Banco Central rever a condução de sua "Política de Juros". Neste documento apontamos, através de um apanhado de indicadores e eventos, que a atual postura do BC/Copom com relação à determinação da política monetária no país está no mínimo equivocada.

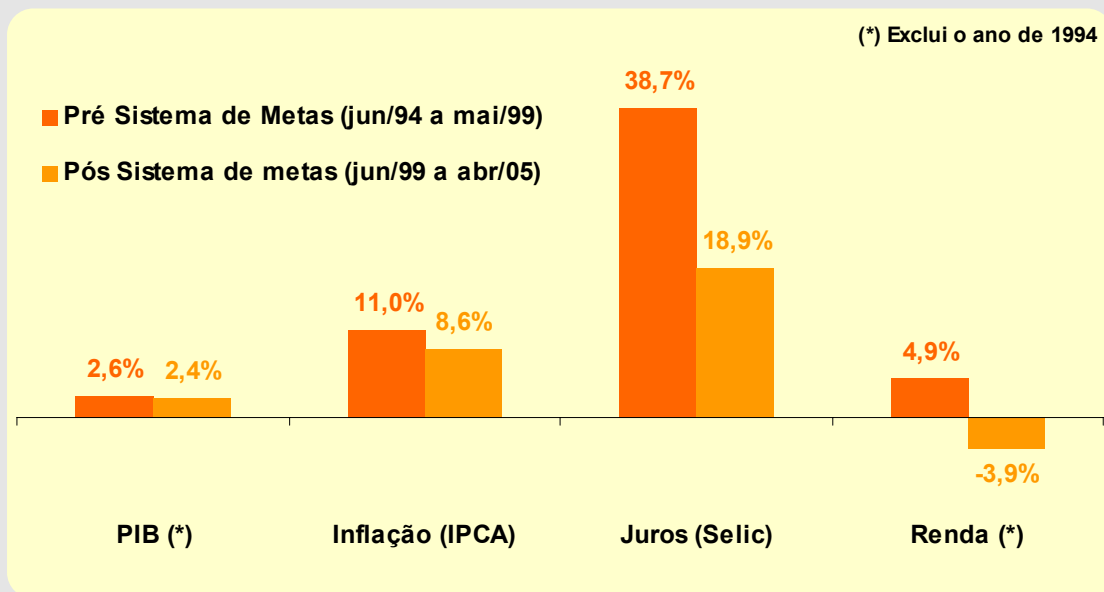
Tem crescido o coro, e agora engrossado pela **GRC Visão**, daqueles que acreditam que após 6 anos de vigência do sistema de metas é preciso revisá-lo. Tal afirmação se apóia no fato de que nesse período os resultados obtidos no campo econômico não foram satisfatórios. Para tanto, avaliamos o desempenho de 4 variáveis macroeconômicas entre os períodos pré introdução do sistema de metas de inflação (jun/94 a mai/99) e pós (jun/99 a abr/2005).

PIB – o PIB brasileiro cresceu em média 2,4% ao ano no período pós sistema de metas e 2,6% pré o sistema, sendo que foi excluído do cálculo o ano de 1994 devido à interferência do período do Cruzeiro real (primeiro semestre de 1994);

Rendimento médio real – o rendimento médio real cresceu 4,9% ao ano no período pré sistema de metas e se retraiu em 3,9% pós o sistema, sendo que também foi excluído do cálculo o ano de 1994 devido à interferência do período do Cruzeiro real (primeiro semestre de 1994);

Inflação – a inflação média anualizada, medida pelo IPCA, passou de 10,95% no período pré metas de inflação para 8,60% no período pós sistema de metas, ou seja, um ganho de apenas 2,2 p.p. ao ano;

Taxa de juros – a taxa de juros básica, por sua vez, recuou de 38,7% ao ano para 18,9%, pré e pós sistema de metas. Seguramente a mudança de um regime de câmbio fixo, em que a variável de ajuste era a taxa nominal de juros, para um regime cambial flutuante e sobre o sistema de metas de inflação, em que o ajuste se dá via reservas internacionais, reduziu o patamar da taxa de Selic, porém não de forma significativa.



INTRODUÇÃO DO SISTEMA DE METAS

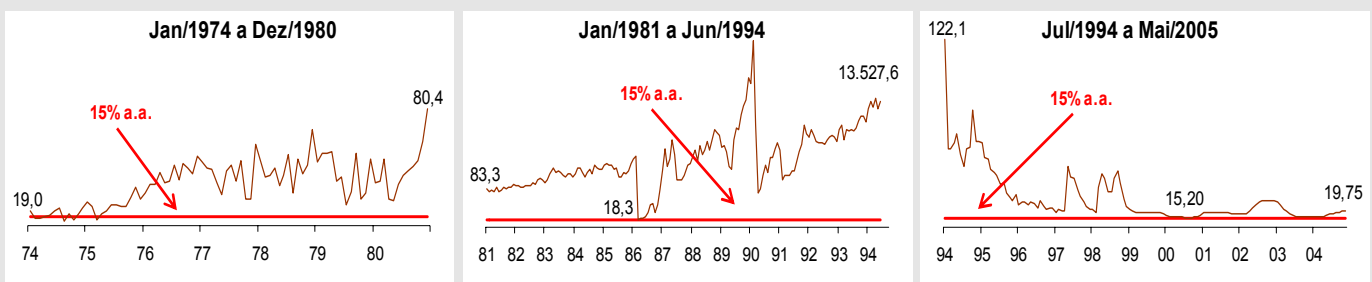
O sistema de metas de inflação foi adotado pelo governo brasileiro como a melhor alternativa para substituir a âncora cambial (regime de câmbio fixo) – que vigorou entre 1º de julho de 1994 até 13 de janeiro de 1999 –, e também para complementar a transição do sistema de câmbio fixo para flutuante. A indicação foi feita pelo Fundo Monetário Internacional (FMI), que apontou a experiência bem sucedida deste sistema em outras economias como, por exemplo, Inglaterra, Suécia, Finlândia Canadá, Nova Zelândia, Austrália, Chile, Espanha, México e Israel.

Assim, o governo brasileiro seguiu com seu objetivo de manter a estabilidade econômica, premissa importante e fundamental de proporcionar um ambiente favorável à atração de investimentos que resultem em crescimento e desenvolvimento econômico. O sistema de metas de inflação tem por princípio servir de coordenador de expectativas. Caso haja credibilidade nas ações adotadas pelo Banco Central, a lógica do sistema supõe que no ato do anúncio das metas perseguidas pelo Copom, haveria uma convergência das expectativas futuras dos agentes econômicos aos valores determinados o que, portanto, inibiria, mesmo que inicialmente, a propagação da inflação corrente para períodos à frente. Isso decorre dos esforços empreendidos pelo Copom, no âmbito da política monetária, serem concentrados para a obtenção do alvo ou dos limites (superior e inferior) da inflação determinados pelo CMN. Para tanto, o elemento principal para o combate a inflação é a taxa de juros básica da economia.

O sistema de metas foi instituído em 21 de junho de 1999 através do Decreto nº 3.088 com a finalidade de dar a diretriz para fixação do regime de política monetária (vide Anexo I). Entretanto, sem que fosse feita qualquer adaptação às condições da economia brasileira (ex: reajustes de serviços públicos indexados aos IGPs), a adoção desse sistema praticamente condenou à perpetuação da taxa de juros básica doméstica em níveis extremamente elevados.

Para configurar melhor a situação delineada no parágrafo anterior selecionamos três períodos da economia brasileira que mostram a resistência da taxa de juro nominal efetiva anualizada em ceder ao patamar inferior a 15%. Ou seja, desde março de 1975 a economia brasileira não registra uma taxa de juro nominal inferior a esse patamar. Pior! Desde que a série histórica da taxa de juros nominais foi oficialmente contabilizada, que foi a partir de janeiro de 1974, apenas em 5 ocasiões ela ficou abaixo de 15%, a saber: fev/74 = 14,7%; mar/74 = 14,8%; ago/74 = 12,7%; out/74 = 13,5% e mar/75 = 13,3%.

Na história do Plano Real, portanto lá se vão quase 11 anos, apenas nos meses de janeiro e fevereiro de 2001 foi possível vislumbrar uma taxa de juro próxima de 15% (15,25% a.a.).



No momento atual, o qual a política monetária é conduzida sob o sistema de metas de inflação, a taxa de juros tem sido mantida em nível elevado, acima de 15% persistentemente, em decorrência da estrutura de preços da economia brasileira. Hoje, utiliza-se o IPCA cheio como índice que baliza as metas de inflação, sendo sua composição formada por aproximadamente um terço de preços administrados pelo governo, que têm reajuste anual com base nos IGPs, e um pouco mais de dois terços de preços livres, que variam conforme o nível da demanda na economia.

A DINÂMICA DOS PREÇOS E OS JUROS

Visto que os IGPs são mais sensíveis à variação cambial e aos preços das *commodities* (agrícolas, minerais e metálicas), a inércia inflacionária provocada sobre o IPCA acaba sendo combatida com alta dos juros, remédio que não surte efeito sobre uma inflação de preços administrados ou de choques de oferta. Como os preços administrados pesam muito menos que os preços livres, as doses nos juros geralmente são agudas e prolongadas. É necessário um grande desestímulo na atividade econômica para que o recuo dos preços livres acabe por surtir efeitos sob os preços administrados. Porém, essa é uma ação que se não for bem dosada acaba levando a economia à estagnação e recessão, como foi observado em 2003.

Visto que a única resposta do Banco Central ao aumento na expectativa de inflação é a elevação da taxa de juros, uma vez que os depósitos compulsórios se encontram em níveis elevados, esse processo tem levado muitos empresários e analistas econômicos a questionar se o objetivo do Banco Central é efetivamente combater a inflação, ou apenas limitar o crescimento da economia!

Desde o início do atual ciclo de aperto monetário, em setembro de 2004, o efeito do aumento de 3,75 p.p da taxa Selic sobre a inflação efetiva e projetada foi tênue, senão negativo. Naquele mês, a expectativa de inflação para 2005, segundo o relatório Focus-Bacen, estava no patamar de 5,5% ao ano, elevando-se progressivamente até os atuais 6,38%, conforme o último relatório divulgado (20/maio). Desse modo, a expectativa atual encontra-se em um nível muito mais próximo ao limite superior da meta para este ano, que é de 7%. Por outro lado, a expectativa de crescimento do PIB para 2005 de 3,5% é muito inferior aos 5,2% do resultado obtido em 2004.

COPOM vs. CUMPRIMENTO DAS METAS DE INFLAÇÃO

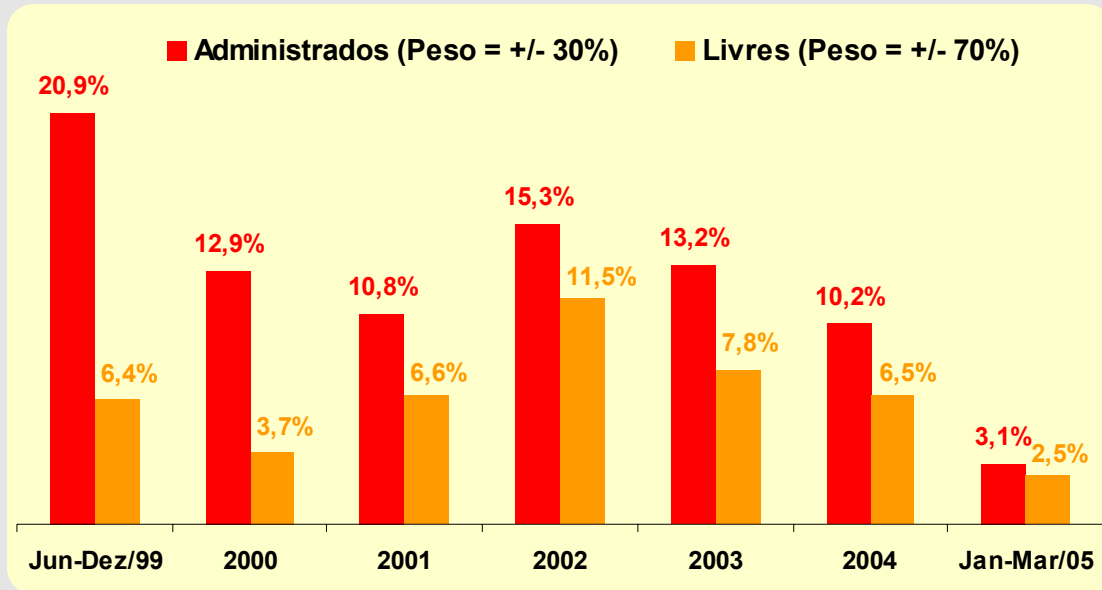
O centro da meta de inflação foi atingido pelo Copom uma única vez, em 2000. Em 1999 e em 2004, outros períodos de cumprimento da meta, a taxa de inflação ficou no limite superior de tolerância. Nos anos de 2001, 2002 e 2003 não houve cumprimento.

QUADRO DE METAS DE INFLAÇÃO						
Ano	Meta CMN	Mudança (CMN)	Meta Ajustada	IPCA efetivo	Tolerância	Cumprimento
1999	8%	-	-	8,94%	2,0 p.p.	cumpriu (banda superior)
2000	6%	-	-	5,97%	2,0 p.p.	cumpriu (meta central)
2001	4%	-	-	7,67%	2,0 p.p.	não cumpriu
2002	3,50%	-	-	12,53%	2,0 p.p.	não cumpriu
2003	3,25%	4,00%	8,50%	9,30%	2,5 p.p.	não cumpriu
2004	3,75%	5,50%	-	7,60%	2,5 p.p.	cumpriu (banda superior)
2005	4,50%	-	5,10%	-	2,5 p.p.	-
2006	4,50%	-	-	-	2,0 p.p.	-

p.p. = pontos percentuais

Fonte: Banco Central e IBGE - Elaboração: GRC Visão

O principal vilão do descumprimento das metas foram os preços administrados, que tem alguns serviços indexados contratualmente aos índices IGP-M e IGP-DI, como é o caso das concessões para os setores de energia elétrica e telefonia, respectivamente. Os contratos vigentes determinam uma situação em que a taxa de inflação passada afeta o nível corrente de preços, provocando um processo inercial. Nesse contexto, a taxa de juros é ineficaz para a redução da inflação, pois influencia somente os reajustes futuros nos preços livres, através de um desaquecimento da economia.



O PROBLEMA DA UTILIZAÇÃO DO IPCA CHEIO

A política de altas taxas de juros tem sido diagnosticada como um sinal da miopia do Banco Central, uma vez que as decisões do Copom parecem desprezar o “problema” dos preços administrados. Mas, além disso, se a política monetária é míope, então a taxa de inflação levada em consideração para o sistema de metas é estrábica.

O índice IPCA, calculado pelo IBGE, enxerga ao mesmo tempo os reajustes em preços livres, administrados e também as variações devidas aos choques de oferta, ou aqueles decorrentes de problemas como a recente estiagem na região Sul do país.

Se as taxas de inflação efetiva e esperada balizam o patamar da taxa de juros Selic, definida pelo Banco Central, e se alguns componentes da taxa de inflação não sofrem influência dos juros, então tanto a arma (taxa de juros) quanto o alvo (taxa de inflação) precisam ser calibrados. Isso não significa que o Banco Central deve desconsiderar as variações de preço resultantes de reajustes de preços administrados e de choques de oferta, já que estes afetam a todos, empresas e indivíduos.

Todavia, seria mais sensato utilizar a taxa Selic, como um instrumento de ataque à inflação, somente sobre os preços efetivamente sensíveis à taxa de juros, isto é, sobre a inflação de demanda. Para tanto, o aconselhável que na determinação de política monetária o IPCA seja recalculado a partir da extração dos preços administrados e a re-ponderação desses itens para os demais itens.

Taxas de juros mais elevadas desestimulam o investimento em atividades produtivas e podem até mesmo surtir efeitos negativos indiretos sobre a inflação ao desencorajar a expansão da oferta de bens e serviços (maior nível e capacidade instalada). Setores que operam com elevada utilização de capacidade produtiva, como tem sido o caso do setor de siderurgia e celulose, tendem a produzir uma maior pressão inflacionária. Nesse caso, inibir o investimento através da elevação da taxa de juros significa desestimular reduções nos preços no médio e longo prazo, bem como a criação de novos postos de trabalho.

A elevação da meta da taxa Selic pelo Banco Central ainda aumenta os encargos sobre a dívida pública mobiliária federal interna (DPMFi), anulando todo o esforço do governo com a geração do superávit primário. Segundo nossos cálculos, desde setembro de 2004, os recorrentes aumentos da taxa Selic representaram um acréscimo de R\$ 9,74 bilhões com o pagamento de juros sobre a dívida pública. Esse valor é próximo a todo o orçamento do governo federal com investimentos para 2005, que é de R\$ 11,4 bilhões. Além disso, há um risco de crédito envolvido, isto é, quanto mais elevada a taxa de juros maior é a percepção por parte dos investidores com relação a sustentabilidade da administração dessa dívida pública no médio prazo.

AS PROPOSTAS E A EXPERIÊNCIA EXTERNA

O diagnóstico dos problemas com o atual sistema de metas de inflação já havia sido feito anteriormente, porém, há um número reduzido de propostas concretas de reformas sem grandes conflitos institucionais, isto é, sem quebra de contratos.

A primeira vertente de propostas refere-se à utilização de um índice de inflação capaz de abstrair choques de oferta e a indexação de preços. Outros países que adotam o regime de metas de inflação não consideram os índices cheios (como o IPCA), mas suas próprias medidas para o núcleo. No Canadá, o Banco Central utiliza o índice de preços ao consumidor, deduzidos o impacto de impostos indiretos, alimentos e energia. Na Austrália e Nova Zelândia, os preços administrados pelo governo são desconsiderados no cômputo do núcleo da inflação, e até mesmo o Federal Reserve dos Estados Unidos desconsidera as variações nos preços de itens de alimentação e energia.

Nesse sentido, propõe-se a utilização de índices de preços setoriais, em lugar de índices gerais, como indexadores de tarifas públicas. Na ocasião das privatizações das empresas do setor elétrico e de telecomunicações, não houve qualquer debate sobre os índices de reajuste de preços utilizados. Os IGPs, por serem índices gerais de preço, levam em conta variações de preços no atacado, na construção civil e ao consumidor.

Esses índices de preço não refletem integralmente as variações nos custos dos setores elétrico e de telefonia. Por exemplo, qual a relação entre esquadrias de metal ou serviço de carpinteiro ou pintor, que são contabilizados pelo índice nacional da construção civil, e os custos desses setores? Ou ainda, os serviços de telefonia e energia elétrica já entram no cômputo do ipc que compõem os IGPs, portanto, as variações ocorridas nesses itens ao longo do ano retro-alimentam os reajustes do ano subsequente..

Uma atitude prudente seria desenvolver índices de preços que retratassem as particularidades de cada setor. Nessa linha, um índice de preços do setor elétrico já foi encomendado pelo Ministério de Minas e Energia à Fundação Getúlio Vargas, mas ainda não há perspectivas de sua utilização nos novos contratos de concessão do setor.

Além disso, a presença de um amortecedor nos reajustes de preços das distribuidoras de energia elétrica, o chamado "fator X", deverá reduzir a inércia inflacionária a partir de 2006. Esse "fator X" leva em conta os ganhos de eficiência obtidos pelas concessionárias do setor e limitará o reajuste máximo de preços. Todavia, há um temor de que o benefício aos consumidores finais seja corroído pelo elevado peso dos tributos e encargos.

AMPLIAÇÃO DO CMN

Outra linha de propostas, elaborada pela FIEP (Federação das Indústrias do Paraná) sugere a reformulação da estrutura de governança da política monetária. A crítica principal é que a política monetária não está voltada para o desenvolvimento econômico do país. A proposta mais importante, e que já vem sendo estudada pelo Conselho de Desenvolvimento Econômico e Social, refere-se à ampliação do CMN.

Na atual estrutura do CMN, responsável pela definição das metas para a taxa de inflação, não há espaço para discussão com os setores produtivos da sociedade. O CMN é constituído pelos ministros da fazenda e do planejamento e pelo presidente do Banco Central. No atual sistema, o Banco Central acumula uma dupla atribuição: na definição e no cumprimento da meta de inflação. A proposta de ampliação do CMN de três para nove membros, incorporando entre outros, representantes dos trabalhadores e dos empresários, pretende democratizar a definição da meta para a taxa de inflação.

META DE INFLAÇÃO APENAS COM BANDAS

Além disso, outros países que empregam o sistema de metas, como o Canadá, não estabelecem um alvo, como no Brasil, mas uma faixa para a inflação flutuar. A definição de um alvo implica em ajustes mais freqüentes da política monetária. Na verdade, ao estabelecer metas ambiciosas para a taxa de inflação, o Banco Central deveria utilizar-se dos limites de tolerância para acomodar choques de oferta ou mesmo reajustes de preços acima das projeções iniciais, o que resultaria em uma não elevação da taxa de juro. No entanto, não é isso que ocorre. A história mostra que o Copom é obstinado à obter o centro da meta e não utiliza-se dos limites de tolerância como determina o próprio decreto que instituiu a sistemática de metas de inflação (vide Anexo I).

Outra flexibilização refere-se ao foco da inflação não no ano-calendário, mas no horizonte de 12 meses, como o Copom já havia sinalizado na Ata da reunião de março, por exemplo. Ao considerar a inflação para o ano-calendário, a memória de eventuais choques de oferta é carregada ao longo de todo o ano e força ainda mais para cima o choque de juros, parecendo esquecer-se de que há defasagem entre a decisão de política monetária (subir ou reduzir a taxa de juros) e seu efeito sobre a atividade econômica.

As atitudes do Copom parecem indicar que o Banco Central desconhece o efetivo impacto da taxa de juros sobre a inflação. No início de 2003, por exemplo, em face do temor inflacionário decorrente da desvalorização cambial, o Copom elevou a meta para taxa Selic até 26,5% a.a., um claro indício de que "na dúvida, a taxa de juros deve ser elevada". Argumenta-se que não há muito espaço para a queda da taxa de juros. Mas qual seria o efetivo impacto dessa queda? Será que a inflação efetivamente fugiria ao controle do Banco Central?

IMPLEMENTAÇÃO DAS ALTERAÇÕES SUGERIDAS

Mesmo que as propostas de ajustes no sistema de metas e na condução da política monetária apresentadas sejam aceitas tanto pelo Banco Central quanto pelo governo brasileiro, acreditamos que sua implementação não se dará no curto e médio prazo. A opção de alterar o sistema de metas ainda em 2005 poderia ter um viés político, ou seja, de que a flexibilização teria como objetivo a reeleição do atual governo e comprometer a credibilidade da autoridade monetária junto aos agentes econômicos. Neste sentido, acreditamos que as alterações desejadas e necessárias podem, tranqüilamente, ser discutidas ainda este ano, ou no máximo em meados de 2006, para entrar em vigor a partir de 2007.

O sistema de metas de inflação tem como objetivo instituir uma âncora nominal na economia, estabelecendo um horizonte de programação mais confiável para os agentes econômicos. Todavia, a estabilidade monetária ainda não se revelou um incentivo à atividade produtiva e à expansão da renda. Debates sobre ajustes no sistema de meta certamente são recorrentes e relevantes, ou seja, dado que a economia é dinâmica o sistema de metas não pode ser estático!

ANEXO I

A sistemática de metas de inflação foi instituída no Brasil em 21 de junho de 1999 através do Decreto nº 3.088 com a finalidade de dar a diretriz para fixação do regime de política monetária. Na época o Banco Central do Brasil era presidido por Arminio Fraga Neto.

O índice que baliza o sistema de metas de inflação é Índice de Preço ao Consumidor Amplo (IPCA) calculado e divulgado pelo Instituto Brasileira de Geografia e Estatística (IBGE). As metas de inflação, bem como seus intervalos de tolerância, são determinadas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), que toma como ponto inicial uma proposta feita pelo Ministro da Fazenda. O CMN é composto pelo Ministro da Fazenda, pelo Ministro do Planejamento Econômico e pelo presidente do Banco Central.

No ato da adoção do sistema de metas, em junho de 1999, o CMN determinou as metas para os anos de 1999, 2000 e 2001. O CMN se reúne todo ano ao final do mês de junho para revisar e alterar, se julgar necessário, a meta do ano subsequente a reunião e, também, determinar a meta para o ano posterior ao subsequente. Ou seja, em junho de 2005, o CMN reavaliará a meta de 2006, que está em 4,5% com intervalo de confiança de 2,0 pontos para cima ou para baixo, e determinará a meta de 2007 com seus respectivos intervalos de tolerância.

A tarefa de cumprir os parâmetros da meta de inflação determinados pelo CMN fica a cargo do Comitê de Política Monetária (Copom), que é composto pelo presidente do Banco Central e por seus diretores – hoje são oito no total. **Considera-se o cumprimento da meta de inflação quando o resultado do IPCA do ano calendário ficar dentro dos intervalos de tolerância.**

Caso a meta não seja cumprida, o presidente do Banco Central divulgará publicamente as razões do descumprimento, por meio de carta aberta ao Ministro da Fazenda que deverá conter, obrigatoriamente, a descrição das causas do descumprimento, as providências para assegurar o retorno da inflação aos limites estabelecidos e o prazo no qual se espera que as providências produzam efeito.

O sistema de metas contempla ainda a publicação trimestral do Relatório de Inflação abordando o desempenho do regime de "metas para a inflação", os resultados das decisões passadas de política monetária e a avaliação prospectiva da inflação.

Alex Agostini e Fabio H. Ono, economistas da GRC Visão

	Curitiba – PR	São Paulo – SP	Rio de Janeiro – RJ	Porto Alegre – RS
Fone:	+55 41 3025-7660	+55 11 3045-5656	+55 21 2233-0350	+55 51 3023-3934
Fax:	+55 41 3025-7641	+55 11 3045-5656	+55 21 2233-0350	+55 51 3023-3934