

## RÉGIME DE METAS DE INFLAÇÃO PODE COMBINAR FLEXIBILIDADE, TRANSPARÊNCIA E MEDIDAS DE DESEMPENHO DO BC

OTAVIANO CANUTO

**C**olocar a estabilidade de preços – ou a inflação em baixos níveis – como o principal objetivo da política monetária no longo prazo. Além disso, anunciar e tornar efetivas âncoras ou metas nominais para uma ou mais variáveis da política monetária, de modo a permitir, durante sua execução, maior transparência de objetivos, menor ação discricionária e maior resistência a pressões políticas. Estes dois princípios tornaram-se majoritários entre os que discutem o assunto. Por outro lado, há uma grande diversidade tanto na experiência internacional quanto nas opiniões acerca de quais seriam as âncoras e metas adequadas.

Não admira, portanto, que se tenha aberto a discussão acerca de um regime de metas de inflação (“inflation targeting”) para a política monetária no Brasil, proposto pela atual equipe do Banco Central para entrar em vigor no segundo semestre. Cabe examinar, neste contexto, regimes alternativos.

As âncoras estabelecidas em termos de “metas monetárias” estão em irremediável declínio no mundo. Seus experimentos defrontaram-se com relações instáveis e não confiáveis entre, de um lado, os agregados monetários objeto das metas e, de outro, objetivos finais em termos de inflação ou PIB nominal. A rigor, os regimes de metas monetárias não puderam contar nem mesmo com a estabilidade nas proporções entre os diversos níveis dos agregados monetários (M1, M2, M3 etc.).

Se havia, antes da década passada, dúvidas quanto à possibilidade de que aquelas duas instabilidades inviabilizassem tal tipo de regime, as transfor-

mações financeiras em escala internacional associadas à globalização, à securitização e às inovações financeiras trataram de sepultá-las em definitivo. Segundo Gerald Bouey, ex-presidente do Bank of Canada, “não fomos nós quem abandonou os agregados monetários e sim eles que nos abandonaram”. Mesmo os dois casos mais apontados como experiências exitosas – Alemanha e Suíça –, quando observados de perto, revelam tamanha flexibilidade em sua realização que se pode no mínimo contestar sua classificação como regimes “puros” de metas monetárias.

O regime de metas de inflação embute ao menos maior grau de liberdade no tocante àquelas duas instabilidades. Sem a camisa-de-força de regras rígidas quanto aos agregados monetários básicos – cujas relações com inflação e outras variáveis macroeconómicas mudam constantemente e em direções nem sempre previsíveis – há maior adaptabilidade dos meios no tocante aos fins.

Suponhamos, por exemplo, que a economia apresente uma faixa de níveis medianos de taxas de juros e de crescimento do PIB ao longo da qual não haja muita diferença entre as correspondentes taxas de inflação, faixa essa difícil de ser conhecida de antemão. Ora, utilizando-se a inflação como termômetro e sinal do extremo superior dessa faixa, pode-se tentativamente explorá-la até a proximidade de tal limite. A rigidez de regras monetárias pode, ao contrário, levar ao desperdício de tais oportunidades de crescimento sem conflito com a prioridade em termos de inflação.

Gustavo Loyola, ex-presidente do BC, alertou recentemente para as dificuldades com as defasagens de tempo

entre o manejo dos instrumentos de política monetária e a plena transmissão de seus efeitos. A questão é universal, mas certamente envolve dificuldades particulares numa economia emergente como a brasileira. Por outro lado, há que se observar que a dificuldade também se coloca em regimes alternativos. Pode ser mais fácil e crível instituir metas sobre agregados monetários básicos. Contudo, tende a ser grande o custo quando regras monetárias rígidas se revelam inadequadas diante de mudanças estruturais ou choques macroeconômicos.

Guardadas as devidas proporções, pode-se extrair um bom exemplo de Alan Greenspan, presidente do Fed, o “heterodoxo”. Em lugar de ater-se a índices de taxas de desemprego estabelecidos como não inflacionários “por tradição” para a economia americana, vem optando por experimentar os limites de crescimento econômico sem aceleração inflacionária. Da mesma forma, não hesitou em suspender temporariamente regras monetárias rígidas durante o arrocho de crédito que se ameaçou disseminar pela economia na segunda metade do ano passado.

Seria o caso de adotar um “regime de âncoras monetárias (apenas) implícitas”, de modo a não incorrer no risco de perda de credibilidade em decorrência de surpresas em relação a metas inflacionárias ou monetárias anunciadas como compromisso? Perderiam então, por outro lado, transparência e medidas diretas de desempenho passíveis de ser utilizadas na avaliação da gestão do Banco Central.

Restaria, como opção de regime de política monetária, retornar a “metas cambiais”. Esta parece ser a preferência de Gustavo Franco, outro ex-presidente do Banco Central, a julgar por seu manifesto ceticismo quanto à possibilidade de a taxa de câmbio flexível libertar a política monetária das injun-

ções do balanço de pagamentos. Recentemente reafirmou sua opinião de que a camisa-de-força cambial do regime vigente até janeiro constituía até um meio de pressionar pela realização de ajustes estruturais nas contas públicas.

É verdade que a flutuação cambial pura está longe de ser panacéia eficaz e rápida para os males das contas externas. Contudo, conforme passou a se reconhecer após a crise financeira das economias emergentes, a rigidez de regras e metas cambiais diante de choques e mudanças imprevistas, de origens doméstica ou externa, leva a problemas ainda mais agudos do que aqueles mencionados a respeito das metas monetárias.

Cumpre ainda lembrar a preocupação dos dois citados ex-presidentes do BC com o risco de que metas de inflação se transformem, para os agentes econômicos, em regras ou pisos quanto a esta. A este respeito, a experiência com o regime onde ele já foi instituído sugere que as metas sejam estabelecidas apenas depois dos momentos iniciais de desinflação, quando tendências mais claras possam ser delineadas. A partir daí, metas declinantes podem reduzir o peso do problema.

O fato é que o regime monetário com base em metas de inflação apresenta maior flexibilidade do que as metas cambiais e monetárias, sem perder transparência e limites à atuação discricionária. Solidez nos fundamentos macroeconômicos continua essencial. Mas, em tempos de mudanças econômicas tão velozes e inesperadas para uma economia do tamanho da brasileira, parece-nos loucura vestir voluntariamente camisas-de-força apertadas sobre seus instrumentos de gestão macroeconômica.