

## **Metas, Ações e Saliva**

Dionísio Dias Carneiro

13 jun 08

A estratégia de anunciar metas para a inflação tem exercido, em toda parte, um papel importante na diminuição dos custos de controlar a inflação.

Do ponto de vista da história da política de estabilização, o jogo da política monetária tem-se caracterizado, ao longo do tempo por uma sucessão de estratégias adaptativas que desafiam os responsáveis por zelar pelo valor da moeda assim como o público que reage às ações dos bancos centrais.

No pós-guerra, a curva de Phillips reinava como um cardápio de opções: os governos mais e menos tolerantes com a inflação se sucediam e tratavam de se aproveitar da razoável ingenuidade dos agentes. Na década de 70, os abusos fizeram com que as expectativas dos agentes deslocassem as curvas de Phillips para cima, tornando-se inúteis como menu de política, pois ficou virtualmente impossível a qualquer governo ganhar alguns pontos de crescimento às custas de alguns pontos a mais de inflação. Na década de 90, o sistema de metas ajudou a moderar as expectativas, o que permitiu que os bancos centrais reduzissem alguns pontos na inflação sem perdas tão significativas no crescimento.

O sucesso com que cada banco central conseguiu fazer isso depende de várias características da economia em que operam. Algumas características dizem respeito ao próprio banco central, em particular, a credibilidade conquistada, tipicamente fruto do grau de independência para agir rapidamente e da eficácia da comunicação. Outras dependem de características da sociedade, tais como o grau de indexação salarial e contratual em geral, a tolerância do sistema político com a inflação e a recessão, o grau de flexibilidade da política fiscal e a disposição do governo para agir na mesma direção, a importância dos preços externos, que têm a ver não apenas com o grau de abertura, mas também com a importância dos bens comerciáveis na composição do índice de preços que é objeto da meta.

Nunca houve unanimidade em torno do sistema de metas. Uma evidência disso é que mesmo Ben Bernanke, um defensor do sistema, não conseguiu implantá-lo no Fed, apesar de suas intenções iniciais. Mas há um razoável consenso de que a combinação de decisão por colegiado, metas explícitas ou zonas de conforto percebidas, alguma forma de regra de Taylor que permita que o aumento do excesso de inflação com redução do hiato do produto leve a uma expectativa de aumento dos juros básicos, bem como a ação preventiva e a comunicação eficaz, definam uma boa receita para reduzir a volatilidade do PIB. O objetivo, afinal, é reduzir as perdas sociais que resultam dos ciclos econômicos prolongados.

A combinação de ação preventiva com flexibilidade cambial tem amenizado o efeito dos choques externos, especialmente sobre economias com um histórico de instabilidade e imprevisibilidade de reações de política econômica em situações difíceis.

O quadro atual de estagflação tem provocado um novo questionamento do sistema de metas. A primeira razão é que os erros de previsão dos bancos centrais têm-se tornado embaraçosos por causa da propagação internacional dos excessos de demanda, especialmente diante da lentidão da resposta da oferta de matérias primas. A crise

bancária na esteira do fim da bolha imobiliária americana estreitou o caminho já nada amplo, entre jogar lenha na fogueira de preços e impedir a quebra do sistema bancário. Mesmo se pudéssemos ter uma ação coordenada sobre os fenômenos acima, estamos diante de um fim de ciclo peculiar, caracterizado por uma demanda mundial superaquecida pelo efeito-China, que quebrou a associação simples entre liquidez apertada e os preços de commodities em baixa. Essas novidades são obstáculo à clareza e à credibilidade da ação preventiva das autoridades monetárias.

Estes fatores tem estado presente na ação dos responsáveis pela gestão das principais moedas internacionais. O presidente do BCE, Jean-Claude Trichet, há um ano atrás, anunciou que promoveria um segundo aumento preventivo de juros depois da elevação de 3,75 para 4% em junho de 2007, mas em agosto, quando foi surpreendido pela exposição dos bancos europeus aos pacotes de créditos subprime americanos, mudou de postura, e teve de recorrer, desde então, apenas às advertências. O presidente do Banco da Inglaterra, Mervyn King, perdeu sua força de persuasão junto aos mercados quando em setembro de 2007 teve de voltar atrás em seus anúncios de aperto por causa da quebra estrepitosa do Northern Rock, bem debaixo de seu nariz. Ben Bernanke, apesar de suas convicções quanto à vantagem das metas de inflação e das ações preventivas graduais que definiam a era da “grande moderação”, deixou uma boa parte de seu prestígio depois de promover uma queda de 75 bps apenas uma semana antes da reunião regular do Comitê.

Uma vítima importante dos fatos tem sido a capacidade de comunicação, o chamado “fed talk”, para usar a expressão cunhada por Bernanke, para a importante tarefa de manter os mercados razoavelmente em dia com os dados que o Banco Central está seguindo e a interpretação corrente dos mesmos. Quando diminui essa capacidade, aumentam as surpresas, e assim, os custos associados aos movimentos dos juros. No início da crise, Bernanke dedicou vários discursos a esclarecer a forma pela qual o Fed processa a informação (p. ex., o discurso em Jackson Hole). Esforçou-se por tornar mais claro o processo decisório do FOMC e prometeu, em dezembro que, diante das incertezas quanto ao desdobramento da crise bancária, trataria de aumentar a frequência com que o Fed se comunicaria com os mercados.

Mas o principal obstáculo tem sido, na atual conjuntura, a estagflação. Os banqueiros centrais sabem que estão vivendo uma aceleração de inflação propelida pela pressão do excesso de demanda global sobre os preços de matérias primas que coincide com um final de ciclo no qual o sistema bancário internacional está descapitalizado. A combinação das perdas que ainda estão por ser anunciadas nos próximos meses com a forte desalavancagem do sistema de geração de crédito pode redundar em forte desaceleração do crescimento da principal economia do mundo, o que torna particularmente perigoso um aperto monetário além do necessário para reduzir o repasse dos preços de energia e alimentos. Uma saída para o problema é tentar compensar a realidade mais desfavorável com mais saliva e ar quente, ou seja falar mais para amortecer as expectativas que podem custar mais recessão ainda para conter a inflação.

Como têm-se saído os banqueiros centrais nessa tarefa? Os fracassos já mencionados não são encorajadores. Basicamente, porque parecem contar cada vez menos com o apoio dos aliados tradicionais, os especialistas, que estão muito divididos na escolha de que lado errar. O resultado é que os funcionários encarregados da política monetária estão cada vez mais expostos à sanha dos governantes, que sabem que não podem mais contar com o apoio da liquidez abundante para anunciar o sucesso de seus governos na promoção da

prosperidade, e dos empresários, que têm dificuldade em mostrar o caminho para repetir o anúncio dos altos lucros da fase cíclica que se esgota.

Trichet enfrenta os ventos contrários dos gastadores em toda a Europa, que deterioram seus orçamentos, e com a irritação dos políticos dos países menos importantes da Eurolândia, mais afetados pela inflação e/ou pela explosão da bolha imobiliária. Bernanke perdeu apoio de vários acadêmicos importantes e está na mão dos políticos em campanha.

O Banco Central brasileiro luta desesperadamente para não perder a credibilidade conquistada. Atrasar a alta de juros por conta da oposição interna transformou o COPOM em torcedor e agora resta amarrar-se às esperanças de que se desfaçam as pressões inflacionárias, sob o sopro incessante das palavras de ordem dos ministros que já vêm como passados os excessos de demanda. Haja saliva dos responsáveis para substituir a ação preventiva por vagas palavras de cautela, acompanhadas de notícias de programas de gastos públicos que jogam mais lenha na fogueira.

A ata do COPOM confirmou o que já havia mostrado Mônica B. de Bolle, em seu blog de 11 de junho): que as expectativas deixaram o Bacen para trás. Os últimos anúncios de índices de preços de maio, a correção das expectativas dos especialistas para o final do ano e para 2009 e a abertura das curvas de juros apontam para o pior: teremos dois anos de inflação próximos do fim da meta, e não como anunciava recentemente o Presidente Meirelles, “gravitando em torno da meta”.

Desancoradas as expectativas por uma ação demolidora da Fazenda, o centro de gravidade da inflação mudou, infelizmente, para o topo da meta, e não está claro que o governo Lula tenha-se dado conta disso. Perdida a oportunidade para a ação preventiva, resta agora impedir que a inflação se acelere como está ocorrendo na Argentina, pois por gravidade, ela não vai cair, depois que as expectativas começam a alçar vôo junto com as despesas públicas e a lógica da “reposição inflacionária” é inaugurada pela bolsa-família. Próximos passos: as inevitáveis demandas salariais, pois a inflação dá novo estímulo à disputa entre as lideranças sindicais, as correções dos preços dos serviços e das tarifas públicas e a definição dos novos pisos para a inflação de 2009.