

## **METAS PARA A INFLAÇÃO, INTERVENÇÕES ESTERILIZADAS E SUSTENTABILIDADE FISCAL**

**Aluno: André G. de Oliveira, Pedro Guinsburg e Ricardo Dahis**  
**Orientador: Márcio G. P. Garcia**

### **Introdução**

O projeto visa analisar metas para a inflação, intervenções esterilizadas e sustentabilidade fiscal, assim como a credibilidade do Banco Central à luz das políticas praticadas.

### **Objetivos**

O projeto visa responder às seguintes questões de economia positiva e normativa:

- Quais as causas dos altos juros reais brasileiros
- Qual a importância relativa de cada uma delas (medidas empíricas)?
- Quais as prescrições de política econômica que podem auxiliar a reduzir os juros reais no Brasil de forma compatível ao controle da inflação?
- Qual é o efeito de surpresa inflacionária no curto prazo na expectativa inflacionária do médio prazo.
- Qual é a influência da credibilidade do Banco Central na política monetária praticada?

### **Metodologia**

A grande quantidade de possíveis explicações para o paradoxo dos altos juros requer que se estabeleça um ordenamento das mesmas, rejeitando-se algumas, e estabelecendo a importância relativa das explicações que se mostrem verdadeiras. Isto servirá de base para os aprimoramentos da política econômica que permitirão a redução dos juros reais sem o comprometimento do controle inflacionário. Pretende-se, portanto, estabelecer as causas dos altos juros reais no Brasil, bem como medir a importância relativa das mesmas.

As três principais hipóteses levantadas para explicar a alta taxa de juros no Brasil - equilíbrio múltiplo, incerteza jurisdicional, e fundamentos macroeconômicos deficientes - têm diferentes implicações de política econômica. A hipótese de fundamentos econômicos deficientes supõe que a elevada taxa Selic é produto de riscos fundamentais da economia. Portanto, para reduzir a taxa Selic é necessária uma redução dos riscos da economia, notadamente o de insustentabilidade de dívida pública.

Já a hipótese de equilíbrios múltiplos atribui a um erro de política econômica o fato de estarmos em um equilíbrio ruim. Assim, um movimento para o equilíbrio bom poderia ser obtido via coordenação apropriada das ações e expectativas dos investidores, sem qualquer custo real, seja ele de perda de produto ou de um maior esforço fiscal.

Finalmente, a hipótese de incerteza jurisdicional implica que estabilidade de preços, ajuste fiscal e aprimoramentos na composição da dívida pública podem ser necessária, mas não são condições suficientes para que a Selic se reduza. Outras reformas econômicas e institucionais seriam necessárias, tal como arguem Arida, Bacha e Lara-Resende [2005].

Mostramos também argumentos usados a favor dos elevados juros em sua função de manter a inflação sob controle. Por que o juro alto parece ser necessário? Incerteza jurisdicional, prêmio de risco relacionado à dinâmica da dívida, gastos governamentais demasiadamente elevados (excluindo pagamento de juros), baixa razão crédito/PIB, crédito subsidiado, baixo efeito riqueza devido à indexação, dentre outros.

Argumentamos que a credibilidade é um importante fator explicativo para a resistência brasileira aos elevados juros. Desde 2006 nossas medidas têm mostrado importantes melhorias.

Mesmo com elevados juros no presente, o mais importante para os agentes econômicos (fixadores de preços) é o que irá acontecer com a inflação no futuro. Se houver crenças que a política monetária irá mudar no futuro, passando a afrouxar e trazendo maior inflação, os agentes serão mais resistentes a fixar preços de acordo com a meta.

Empiricamente, a credibilidade da política monetária foi testada em dois estágios.

- Regressões em expectativas de inflação (Cerisola e Gelos [2005]); e
- Regressões em “Break-Even Inflation” ou Inflações e Mercado (Svensson [1993] e outros)

Usando um modelo que liga finanças com macroeconomia é possível melhor aproveitar esses dois estudos de expectativa inflacionária para inferir credibilidade na política monetária.

### **Conclusões:**

No Brasil, surpresas inflacionárias de curto prazo trazem grandes correções nas expectativas e médio prazo, até controlando para choques cambiais e de commodities.

Apenas o Brasil e a Turquia apresentam tais características dentre a pequena amostra de países com metas para inflação. Chile, México, Reino Unido e Israel não exibem. Os dois principais motivos são:

- Falta de credibilidade da política monetária, e/ou
- Indexação

Um modelo teórico mostra que a correlação positiva entre risco inflacionário e surpresas inflacionárias de curto prazo implica que a indexação não é o motivo, e que a falta de credibilidade da política monetária se apresenta como uma das causas.

Dado o bom trabalho que o Banco Central brasileiro vem fazendo no controle da inflação, o que se argumenta para a falta de credibilidade?

Risco de troca de regime (semelhante ao problema do ‘*peso*’). Razão política: seqüência de fortes choques à inflação requer taxas de juros ainda mais elevadas, reduzindo as chances do partido da situação em permanecer no poder. Uma seqüência de boas notícias seria necessária (Alesina, Roubini and Cohen [1999]).

### **Referências:**

Alesina, A. and Roubini, N. with Cohen (1999) “Political Cycles and the Macroeconomy”. **The MIT Press**, Cambridge, MA.

Cerisola, M. and Gelos, R. G. (2005) “What Drives Inflation Expectations in Brazil? An empirical analysis” **IMF working paper** 05/109.

Svensson, L. (1993) “The Simplest Test of Inflation Target Credibility” **NBER working paper** 4604.

Arida, P., Bacha, E., Lara-Resende, A. (2005) “Credit, Interest, and Jurisdictional Uncertainty: Conjectures on the Case of Brazil”. Instituto de Estudos de Política Econômica, **Casa das Garças**.

Os dados referentes às diversas características da política monetária brasileira foram coletados junto aos seguintes endereços eletrônicos: [www.bcb.gov.br](http://www.bcb.gov.br) , [www.cbonds.info](http://www.cbonds.info), [www.bmf.com.br](http://www.bmf.com.br) , [www.ipeadata.gov.br](http://www.ipeadata.gov.br). Bem como os terminais da Bolsa de Mercadorias & Futuros e da Bloomberg presentes no Departamento de Economia da PUC.