

METAS PARA A INFLAÇÃO, INTERVENÇÕES ESTERELIZADAS E SUSTENTABILIDADE FISCAL

Alunos: Alessandro Rivello, Pedro Tepedino e Pedro Guinsburg

Orientador: Marcio 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 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 de inflação?
- Qual é o efeito de surpresa inflacionária no curto prazo na expectativa inflacionária de 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 permitam a redução dos juros reais sem o comprometimento do controle inflacionário. Pretende-se, portanto, estabelecer as causas do altos juros reais no Brasil, bem como medir a importância relativa das mesmas.

As três principais hipóteses levantadas para explicar a alta 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, o 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 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 necessários, mas não são condições suficientes para que a SELIC se reduza. Outras formas econômicas e institucionais seriam necessárias., tal como argüem Arida, Bacha e Lara-Resende [2005].

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

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

Mesmo com os elevados juros do presente, o mais importante para os agentes econômicos (fixadores de preço) 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]).
- 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 de 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 a 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: sequência de fortes choques a inflação requer taxas de juros ainda mais elevadas, reduzindo as chances do partido da situação em permanecer no poder. Uma sequência 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? Na 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 , WWW.cbonds.info , Futuros e da Bloomberg presentes no Departamento de Economia da PUC.