

Política de Metas de Inflação: Análise Retrospectiva e Desafios para o Futuro¹

Rubens Penha Cysne

RESUMO

"Este capítulo/artigo provê uma análise retrospectiva dos nove anos do programa de metas de inflação no Brasil, concentrando-se também nos desafios para os próximos anos. Aborda-se a questão da consistência fiscal, bem como de particularidades brasileiras a dificultar a condução de política monetária. Conclui-se que o desafio principal a ser vencido nos próximos anos será manter a inflação sob controle com saldo razoável na conta corrente do balanço de pagamentos (como requer a teoria de otimização intertemporal do consumo em períodos de choques positivos nos termos de troca), e não com o elevado déficit que se prevê para 2008. "

I - Introdução

Este artigo provê uma análise retrospectiva dos nove anos do programa de metas de inflação no Brasil, concentrando-se depois nos desafios para os próximos anos. Aborda-se a questão da consistência fiscal, bem como de particularidades brasileiras a dificultar a condução de política monetária.

II - Análise Retrospectiva

A idéia de se instituir no Brasil um sistema de metas de inflação, a despeito do ceticismo gerado em alguns setores quando de seu início, em 1999, tem-se mostrado positiva como mecanismo de política monetária e controle da inflação. Foi capaz, por exemplo, de reverter com sucesso a aceleração inflacionária em 2002, ano no qual o IGP-DI, da Fundação Getulio Vargas, apresentou variação anual de 26,41%.

Claro é que sua utilização sem levar em conta a necessária consistência fiscal pode ser boa para conter a inflação e ao mesmo tempo nociva à economia como um todo. Sobre tal questão nos deteremos nas demais seções deste artigo.

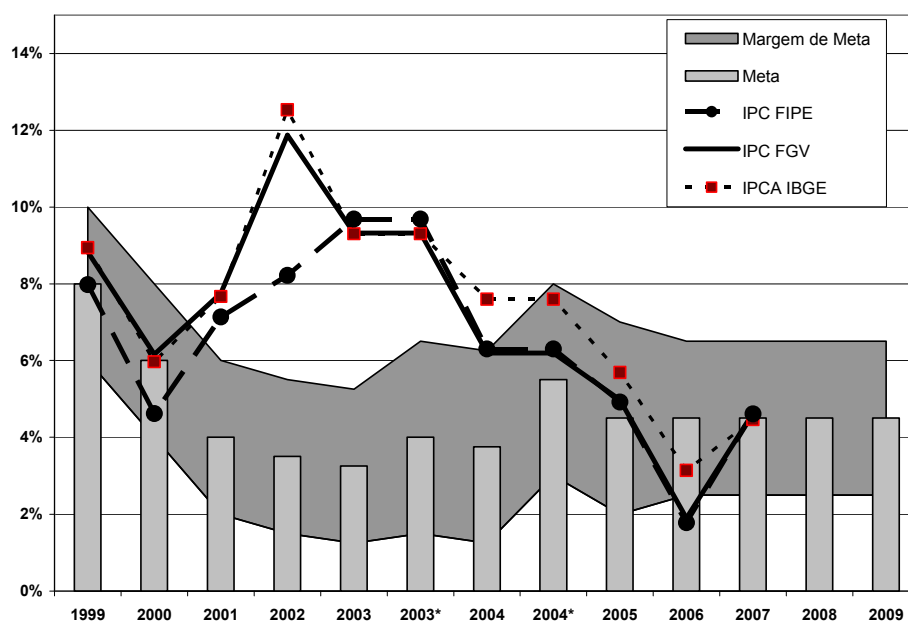
O gráfico 1 abaixo mostra as metas de inflação, as margens de variação fixadas para as mesmas (área sombreada), bem como a inflação efetivamente observada. Esta última se

¹ Agradeço a Rogério Sobreira, professor da EBAPE/FGV pela leitura de uma versão prévia deste texto. Guilherme Augusto B. Torres (FGV) proveu assistência de pesquisa.

apresenta em função não apenas do índice oficial usado para as avaliações das metas, o IPCA-IBGE, mas também de dois índices adicionais ao consumidor, o IPC-FIPE e o IPC-FGV. Para os anos de 2003 e 2004 há uma repetição para caracterizar o fato de que a meta foi modificada. Para 2008 e 2009 apenas as metas e os intervalos são apresentados.

Gráfico 1

Metas de inflação e Inflação efetiva

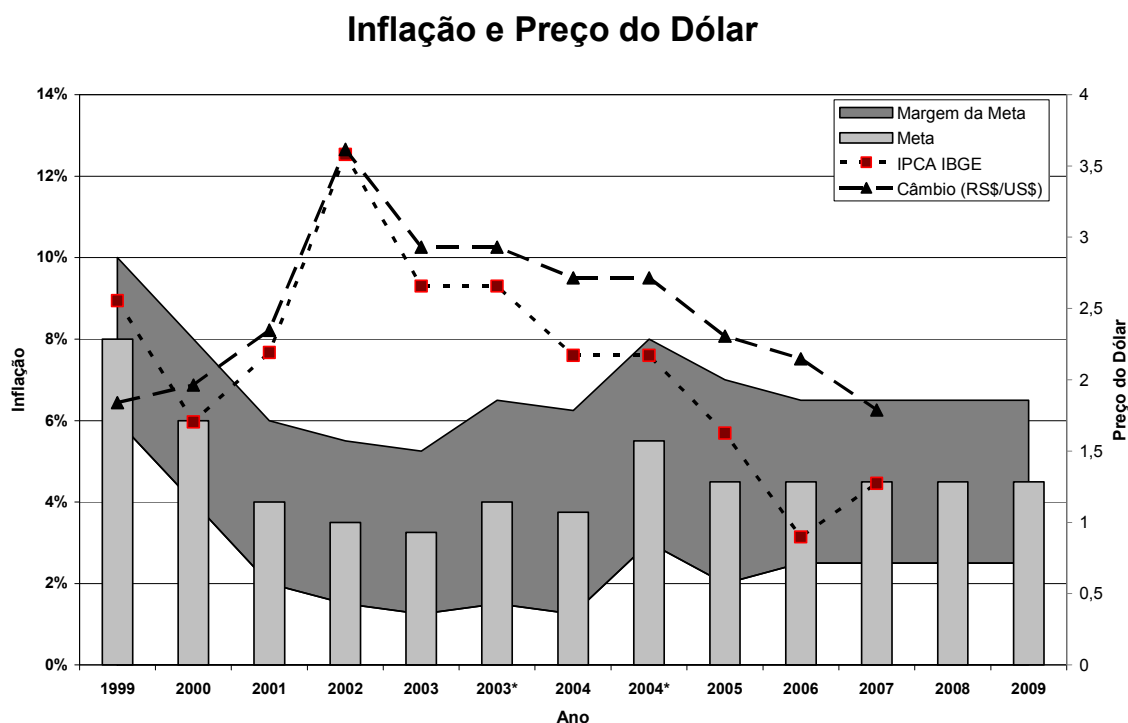


Observa-se claramente que, a despeito das dificuldades iniciais de se obter uma inflação dentro das metas estendidas (definidas aqui como sendo aquelas que incluem as margens de variação permitidas em Lei) nos anos que vão de 2001 a 2004, há sucesso na consecução da

meta estendida nos demais anos da amostra. Isto ocorre independentemente do índice tomado, contanto que restrito a índices ao consumidor².

Parte relevante do sucesso na consecução das metas desde 2005, entretanto, se deve ao processo de valorização cambial que se iniciou ao final de 2002. O gráfico 2, abaixo, mostra a correlação entre a inflação e o preço nominal do dólar (associando queda da inflação com valorização cambial, como tenderia a prever um modelo com tradables e nontradables). Na coordenada do lado esquerdo lê-se a inflação anual média de Dezembro a Dezembro. Na coordenada do lado direito, a taxa cambial média de dezembro de cada ano.

Gráfico 2



O gráfico mostra também uma reversão da inflação em 2007, a despeito de o câmbio nominal continuar a trajetória de queda. Preocupa, neste contexto, o fato de o déficit em transações correntes do balanço de pagamentos previsto para 2008 já ser bastante elevado, sugerindo-se um limite próximo para o processo de valorizações da moeda nacional. Quando se iniciar a reversão deste processo (reduzindo-se desta forma a captação de

² Quando se toma o IGPM, por exemplo, apenas no ano de 2006 a inflação se situou na meta estendida (tendo se situado abaixo do limite inferior em 2005).

poupança externa), o mesmo gráfico 2 sugere que será muito mais difícil manter a inflação nos limites atuais.

II – Custos da Inflação e Imposto Inflacionário

Por um lado, o rígido acompanhamento das metas de inflação em ambiente de frouxidão fiscal pode penalizar os investimentos privados e as exportações líquidas. Isto ocorre em função da valorização cambial que advém de taxas de juros elevadas (as taxas de juros são elevadas para conter a inflação em ambiente de expansão fiscal). Todo este processo é custoso para a economia, para o crescimento em particular, porque investimentos e exportações líquidas com o mesmo costumam se correlacionar positivamente.

Por outro lado, cabe notar que qualquer leniência com a inflação seria hoje em dia muito mais nociva do que no tempo de generalizada indexação.

Para se ter uma idéia dos benefícios de uma inflação nos limites atuais, cabe uma digressão em torno do passado não tão distante da evolução dos preços no Brasil.

Lucas (2000) e Cysne (2003) são exemplos da literatura que provê teoria a respeito dos custos de bem estar da inflação, o segundo trabalho citado dando ênfase a particularidades do caso brasileiro. Estimativas empíricas sobre tais são providas em Simonsen e Cysne (2008, cap. 10). Tais estimativas, por exemplo, revelam um custo de bem estar de aproximadamente 3,0% do PIB decorrente da média histórica de 85,8% ao ano de inflação ocorrida entre 1947 e 2003.

Há, em adição, efeitos nocivos da inflação sobre a concentração de renda [Cysne, Maldonado e Monteiro (2005)], bem como transferências arbitrárias de renda para o sistema bancário, incluindo o Banco Central [Cysne e Lisboa (2004 e 2007)]. Às transferências compulsórias de renda para o Banco Central decorrentes do fato de a moeda pagar juros reais negativos sempre que a inflação é positiva dá-se o nome de imposto inflacionário. Quando tais transferências se dão a favor do sistema bancário comercial (instituições autorizadas a receber depósitos à vista) usa-se a denominação de transferências inflacionárias. Neste último caso, tratam-se dos juros reais negativos pagos pelo saldo dos depósitos à vista sobre o total das reservas bancárias.

Simonsen e Cysne (2008, cap. 3) proporcionam ao leitor uma dimensão de tais transferências de renda nos períodos pregressos de alta inflação no Brasil. Computando-se tanto o imposto quanto as transferências inflacionárias chega-se, por exemplo, a uma média de 3,59% do PIB entre 1947 e 2003.

Todos estes custos e transferências são substancialmente mais reduzidos hoje em dia, advindo daí a importância de se manter a inflação nos níveis atuais.

III – Dominância Fiscal, Balanço de Pagamentos e Fortalecimento da Instituição Orçamentária

O objetivo desta seção é prover ao leitor um alerta sobre os perigos para uma economia qualquer, em particular para aquelas operando com câmbio flexível e mobilidade de capitais, de seguir um sistema de metas para a inflação fundamentado apenas no controle dos juros, sem o necessário acompanhamento da devida consistência fiscal.

Mishkin (2004, p.3) enumera cinco características que podem tornar o sistema de metas de inflação particularmente difícil para economias emergentes. Destas, aquela que se aplica ao Brasil com maior clareza é a fraqueza das instituições fiscais.

Na ausência de controles fiscais efetivos, com ou sem política de metas de inflação, a política macroeconômica pode passar a uma situação de dominância fiscal. Isto ocorre quando a possibilidade de inadimplência do setor público, seja de moratória declarada ou através de um processo inflacionário, gera indisponibilidade de compradores para títulos da dívida pública, ainda que a curtíssimo prazo. A fase anterior usualmente se faz acompanhar de queda dos investimentos privados, valorização cambial e elevação do desemprego. E, a posterior, de desvalorizações da moeda doméstica. A pressão política dominante, neste contexto, é para que a autoridade monetária gere uma inflação que ao mesmo tempo monetize parte da dívida e reduza o valor real das despesas públicas.

Claro é que em determinadas economias tal tipo de *default* inflacionário parcial pode também ter reflexos diretos sobre o valor dos ativos do sistema financeiro, majorando situações de crise, inclusive através de possíveis corridas bancárias. Tome-se, por exemplo, o caso da Argentina em 2001. Passivos públicos atrelados à taxa de mercado, dos quais são exemplos os títulos públicos atrelados à Selic, no Brasil, reduzem o risco de tal tipo de contaminação do sistema financeiro.

Quando se instala a dominância fiscal, qualquer mecanismo de metas de inflação torna-se anódino, inoperante, não restando ao banco central do país outra opção que não aceitar o fato de que a evolução da dívida líquida encontra-se em uma trajetória incompatível com novas elevações de juros.

Se a possibilidade de uma situação limítrofe como esta tem chances de ocorrer no Brasil é questão em aberto. Por enquanto, o problema é de outra ordem, bem mais ameno, mas cuja nocividade não deve ser desprezada. Trata-se do deslocamento dos investimentos e das exportações líquidas (exportações menos importações) ditadas pela conjugação de mobilidade de capitais, câmbio flexível e aumento de transferências e do consumo do governo. Sobre tal ponto nos deteremos no restante desta seção.

A queda do custo de informação ditada pelas inovações tecnológicas na área de informática tem levado diferentes economias cada vez mais próximas de um sistema de perfeita mobilidade de capitais. Sob este sistema, há duas lições fundamentais a serem aprendidas, em particular por uma economia pequena no cenário internacional: se o câmbio for fixo, o país perde a controlabilidade monetária; por outro lado, se o câmbio for flutuante, perde-se a liberdade fiscal. A contrapartida de leniência com gastos públicos passa a ser a ameaça a vários setores produtivos da economia geradores de inovações. É fundamental para o Brasil entender e digerir bem este segundo ponto, sob pena de condenar o país a repetir, no século XXI, a perda relativa de crescimento que teve no século XIX.

O primeiro aprendizado, relativo às restrições impostas à liberdade monetária em um ambiente de câmbio fixo, custou caro a várias economias no último quarto do século passado. Os anos 90 foram prolíficos em exemplos deste tipo. O *Sistema Monetário Europeu* entrou em crise no terceiro trimestre de 1992, quando a Itália e o Reino Unido desvalorizaram as suas moedas e deixaram o *Mecanismo de Taxa de Câmbio*, que caracterizava a *União Monetária Européia*. O México, que já havia dado início a uma crise cambial, em 1982, que afetou também o Brasil, passou por outra crise cambial em 1994/1995. Em 1997 foi a vez da Ásia (em processo que se iniciou pela Tailândia); em 1998, da Rússia; em 1999, novamente do Brasil. Este foi o ano no qual teve fim o regime de câmbio nominal fixo vigente desde a implantação do Real, em 1994. Mais recentemente, a Argentina passou por grave crise cambial em 2001/2002.

Quando se fixa o preço da divisa estrangeira de referência, elevações do crédito doméstico feitas pelo Banco Central, seja para o governo ou para o setor privado, têm como contrapartida queda de montante semelhante das reservas internacionais. Isto posto, quando desvalorizações são postergadas, de forma a evitar-se o custo político das mesmas (dado que implicam em queda de salários reais e maior inflação), corre-se o risco de o mercado perceber antecipadamente que o Banco Central não será capaz de manter o preço irreal da divisa estrangeira. Isto gera uma corrida contra a moeda nacional e a conseqüente desvalorização da mesma, muitas vezes de forma abrupta e altamente nociva ao bom andamento da economia local.

Há hoje em dia um outro aprendizado a ser feito, este mais sutil, mas talvez ainda mais importante: enquanto no câmbio fixo o preço da expansão artificial do crédito interno líquido são as crises monetárias (como aquelas citadas acima), no câmbio flexível o preço da elevação contínua das despesas públicas, ainda que com contrapartida tributária, pode ser o atraso relativo e o baixo crescimento. A lição monetária com câmbio fixo está bem aprendida, ainda que a custos bastante elevados para várias economias. A lição fiscal com câmbio flexível ainda não.

Como as conseqüências de política fiscal são de mais longo prazo, e não tão claras como uma crise monetária, não se percebe ainda com clareza em várias economias que a recente elevação da mobilidade de capitais reduziu sobremaneira o espaço para erros de política fiscal. O século XX, da livre flutuação da libra esterlina no começo da I Guerra até a introdução do Euro, em 1999, passando pelo acordo de *Bretton Woods*, em 1944, destacou-se pelas tentativas de coordenação monetária mundial. O dever de casa do século XXI, a se manterem os regimes de flutuação cambial, deverá ser no campo da coordenação global de políticas fiscais.

O argumento de que um câmbio determinado pelas livres forças de mercado traduz um equilíbrio defensável economicamente é (também economicamente) pueril. Trata-se de fato de um equilíbrio, mas de um equilíbrio ruim, nocivo, no qual a composição de demanda modifica-se contra as exportações líquidas e a favor da absorção doméstica, em detrimento de pesquisas e inovações tecnológicas que caracterizam o setor exportador e o setor de substituição de importações. Em particular, porque uma fração muito diminuta do total dos gastos públicos costuma dirigir-se à formação de capital.

No Brasil ainda não se percebeu claramente este fato em função de dois fatores adicionais. Primeiro, porque nos últimos cinco anos a elevação do tamanho do governo (hoje em dia, determinando diretamente gastos da ordem de 40% do PIB) tem se dado conjuntamente a uma melhora dos termos de troca (preço das exportações, relativamente ao preço das importações). Segundo, porque a instituição orçamentária nacional dá as costas para os ensinamentos que garantiram a Haavelmo o prêmio Nobel de economia: elevação de despesas com déficit público constante eleva a demanda agregada.

Iniciemos pelo primeiro ponto, relativo à bonança externa transitória. A melhora dos termos de troca tem o poder de mascarar miopias na condução de política econômica. Isto porque, em última instância, ela significa que o país como um todo ficou mais rico. A elevação de salários reais daí decorrente materializa-se através de uma valorização da moeda nacional, o que tem acontecido há algum tempo. O sentimento geral de várias camadas da população passa a ser de aprovação política. O processo é corroborado pela ajuda que a valorização cambial dá à estabilidade de preços. A sensação temporária de aumento de felicidade mascara os problemas do porvir e reduz o suporte político necessário às iniciativas que os minimizariam. Modifica-se potencialmente a trajetória da economia, a favor do presente e com viés contra o futuro. Perde o crescimento.

O alarme das reduções contínuas de competitividade internacional dos setores intensivos em mão de obra costuma soar na arena política trazido pelos *lobbies* em defesa daqueles que competem com produtos importados e daqueles que exportam. Mas, infelizmente, não costuma encontrar eco: na direita, em geral, por incompetência técnica; na esquerda, via de regra, por complacência.

Ao invés de observar diretamente o saldo da conta corrente do balanço de pagamentos, a ortodoxia de direita perde tempo discutindo critérios distintos de cálculos de paridade de poder de compra. Bastaria observar que o Brasil, com um elevado déficit em conta corrente previsto para 2008, tem aproveitado bem menos a bonança externa transitória na construção para o futuro (leia-se, elevação de ativos externos líquidos) do que outros países (a China, por exemplo, tem poupado para o resto do mundo parcela da ordem de 5% do seu PIB).

Passemos agora ao segundo motivo redutor da percepção, no Brasil, da ameaça que a leniência fiscal implica, relativamente ao crescimento de longo prazo, quando o câmbio é flexível. Trata-se da não inclusão do aprendizado, na redação das leis que compõem a instituição orçamentária nacional, da lição de Haavelmo e da lição dada pela assimétrica evolução de diferentes economias após a Segunda Guerra: aumento de gastos com déficit constante não é neutro nem do ponto de vista macroeconômico nem (muito menos) do ponto de vista microeconômico. É preciso modificar a percepção atual, nociva ao suporte político requerido por reformas estruturais, que supõe as contas públicas em bom estado uma vez que o objetivo de superávit primário seja alcançado.

Percebe-se claramente este tipo de filosofia “aumento de despesa com contrapartida em impostos não é problema” no modelo orçamentário gerado pela Constituição de 1988. Tal modelo, composto pelo Plano Plurianual (PPA), pela Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO), pela Lei do Orçamento Anual (LOA) e pela subsequente Lei Complementar de Responsabilidade Fiscal (LRF), de maio de 2000, tem sido eficiente para conter os déficits.

Mas não para conter os gastos públicos e os impostos. Não há um mecanismo de defesa para o contribuinte na instituição orçamentária atual.

Em vários pontos da atual legislação observa-se a idéia subliminar de que a despesa pública é permissível, desde que coberta por receitas tributárias. Para começar, este é o caso de todas as despesas vinculadas, que podem ter qualquer montante, contanto que proporcionais às respectivas receitas. Segundo exemplo, o parágrafo 3 do artigo 166 da Constituição permite emendas parlamentares que onerem a despesa, contanto que fique comprovado que houve erro (para menos) na previsão de receitas. Terceiro exemplo, na LRF, exceto nos controles relativos a anos de eleição, os limites são sempre colocados para endividamentos ou déficits, mas não para as despesas. Quarto, também na LRF, os limites estipulados para a contratação de pessoal baseiam-se apenas nas receitas líquidas. Quinto, na limitação orçamentária da LOA estipulada pelo LDO, o controle que se faz é do déficit primário, o que evidentemente também permite o aumento de despesas quando se elevam as receitas (mesmo após a aprovação do Orçamento, mediante envio ao Congresso de pedido de crédito suplementar). É extensa a lista dos possíveis exemplos.

Macroeconomicamente, aumentos de gastos públicos com orçamento equilibrado elevam a demanda e exigem juros mais elevados. Microeconomicamente, a diferença na alocação de recursos gerada por um setor privado bem regulado e pelo setor público é também bastante marcante. A observação da trajetória econômica seguida por algumas economias após a Segunda Guerra ajuda nesta percepção.

O país encontra-se em uma armadilha fiscal: há um controle fiscal aparente quando se observa publicamente a consecução da meta de déficit primário fixado pela LDO. Mas, como atestam a elevação da carga tributária e o pequeno crescimento ocorrido desde 1988, bem como o elevado déficit na conta corrente do balanço de pagamentos que se prevê para 2008, tal controle tem sido míope e parcial.

A conseqüência de não se ter, no conjunto orçamentário atual, freios automáticos às elevações de despesas, fica claramente patente nos números de longo prazo da economia. O consumo do governo como percentual do PIB, medido pelas Contas Nacionais, que na década de 80 situava-se em torno de 10%, situa-se hoje em dia em torno de 20%. No mesmo período, a arrecadação tributária subiu de 23% para 38% do PIB. Não há dúvidas que o "tamanho do governo" aumentou. Um fato mais atual: a despesa com INSS (7,8% do PIB) e com inativos do setor público monta a algo em torno de 11,8 % do PIB. Por outro lado, o pagamento de juros reais sobre a dívida do setor público em anos recentes chegou a 5,7 % do PIB. Conclui-se que apenas estes dois itens (juros reais e Previdência) são responsáveis pelo comprometimento de quase metade ($0.46 = 175/380$) da receita bruta do governo.

Para entender como a questão fiscal afeta atualmente a economia brasileira é preciso entender esta sua interação com o setor externo no ambiente de câmbio flexível. Quando a despesa pública sobe ou a arrecadação tributária se reduz, ou mesmo quando a despesa aumenta pari-passu com a arrecadação tributária, elevam-se os juros (em função do efeito renda sobre a demanda por moeda) e, em função da entrada de divisas que isto provoca, valoriza-se a moeda doméstica frente ao dólar.

Observe-se que o processo não se determina diretamente a partir do nível de despesa ou de déficit, mas sim do aumento de despesas. O resultado é a queda do fluxo de exportações e o aumento do fluxo de importações, processo que perdura enquanto permanece a pressão altista sobre a demanda agregada. O resultado final é uma troca da composição de despesas no PIB (Produto Interno Bruto): saem as despesas que implicam pesquisa, investimentos em tecnologia e em capital humano (exportações) e entram despesas de custeio do setor público, que muito pouco acrescentam, diretamente, à capacidade futura de elevar a produção nacional de bens e serviços. A taxa de crescimento, evidentemente, se reduz.

O problema não é apenas do Brasil, mas de qualquer país que eleva gastos fixos em ambiente de câmbio flexível. Mesmo os países de maior projeção no cenário internacional estão sujeitos a tal mecanismo, ainda que em proporção menor do que as economias pequenas. Em meados dos anos 80, podem-se citar os elevados déficits do balanço de pagamentos em conta corrente provocados pela conjunção, no governo Reagan, de maiores gastos militares e redução das alíquotas de taxaço (esta, com a esperança de estimular os negócios e elevar a arrecadação, o que não se materializou). Processo semelhante repete-se hoje em dia nos Estados Unidos.

IV - Desafios Para o Futuro

A política monetária brasileira opera hoje em dia, majoritariamente, em função do contexto definido pelo Decreto Lei 3.088, de Junho de 1999, que deu origem ao “método dos dois alvos”.

O primeiro alvo consiste na meta de inflação, fixada em meados de cada ano pelo Conselho Monetário Nacional, por proposta do Ministro da Fazenda. O segundo alvo, estabelecido pelo Comitê de Política Monetária do Banco Central (Copom), é a taxa de juros no mercado interbancário. Operacionalmente, controla-se a oferta de reservas bancárias de forma que a taxa de juros de empréstimos no mercado interbancário se situe ligeiramente acima daquela que seria determinada pelo nível de inflação esperada. Cabe observar-se que, sob a denominação ou não de “sistema de metas de inflação”, tal metodologia de concentração sobre os juros, e não mais sobre os agregados monetários, é a predominante hoje em dia, da mesma sendo exemplo a sistemática seguida pelos Estados Unidos e pela União Européia.

No Brasil, a política está incompleta. Para haver maior crescimento, é preciso reduzir-se o viés atualmente existente contra investimentos (em decorrência dos juros elevados, do deslocamento do setor privado pelo setor público e da insegurança de várias ordens) e contra as exportações líquidas (em função da valorização cambial decorrente da elevação de despesas do setor público em ambiente de câmbio que se quer flexível).

Do ponto de vista da economia política do problema, há necessidade de mais conflitos públicos decisórios. No contexto monetário, o conflito público construtivo deveria se dar entre o Banco Central e o Ministério da fazenda. O primeiro (Banco Central) não deveria

participar da decisão sobre as metas³. As metas deveriam ser fixadas unicamente pela Fazenda. Neste contexto ideal, o Banco Central, ao receber as metas, deveria ser capaz de exigir publicamente da Fazenda, a exemplo do que ocorre em outros países, uma evolução da política fiscal condizente com as metas e com a saúde dos investimentos e das exportações líquidas.

O segundo conflito que deveria ser exacerbado na esfera pública, mas não existe (nem nunca existiu) a contento no Brasil, contraporía efetivamente o Legislativo ao Executivo na discussão do orçamento público. Tal orçamento deveria estar em linha com a decisão a emergir do primeiro conflito construtivo (entre o Banco Central e a Fazenda), detalhada acima. O orçamento deveria ser a peça chave a gerir a política fiscal, de forma a possibilitar que as metas de inflação não implicassem, como hoje em dia o fazem, em uma nociva troca de demanda externa por demanda interna na composição do Produto Interno bruto (PIB).

Das duas metas pertinentes ao “método dos dois alvos”, destacado acima, apenas a primeira, relativa a que inflação escolher para cada ano ou biênio à frente, embute uma escolha social. Uma vez fixada a meta de inflação, as decisões do Banco Central são técnicas, em função de um objetivo a ser cumprido. Isto implica, obviamente, que a discussão pública sobre as metas de inflação deveria centrar-se majoritariamente quando da divulgação das metas (alvo 1), daí surgindo as metas fiscais consistentes. E não, como tem ocorrido desde o início do sistema de metas, quando da divulgação das taxas de Copom (alvo 2).

Ao contrário do que usualmente se comenta, a elevação das taxas do Copom pelo Banco Central, quando em dissonância com a Fazenda, não se constitui em uma demonstração efetiva de independência do primeiro. Esta se caracterizaria, a valer, se houvesse da parte do mesmo questionamento público sobre a consistência da política fiscal subjacente com as metas de inflação. Isto está longe de ocorrer no arcabouço institucional brasileiro.

Particularidades Brasileiras

O conhecimento com exatidão dos efeitos de política econômica, monetária em particular, é particularmente mais complicado no caso brasileiro, relativamente a outras economias, industrializadas ou mesmo algumas ainda emergentes, por vários motivos.

Primeiro, há os históricos passados de moratórias parciais ou totais, de planos mirabolantes e de elevados níveis de inflação que moldaram, de forma muito particular, a reação de agentes econômicos residentes no Brasil a quaisquer medidas de política econômica.

Segundo, há a incerteza política inerente a uma economia cujo sistema de representação democrática deixa ainda muito a desejar, em particular na identidade partidária, que não é clara nem consolidada; no demasiado elevado número de partidos, que eleva o custo das coalizões executivas; e no sistemático desrespeito ao eleitor caracterizado pela junção de votação proporcional com migração partidária.

³ No Brasil, as metas são fixadas pelo Conselho Monetário Nacional, que inclui o Presidente do Banco Central.

Terceiro, há a histórica fraqueza da instituição orçamentária brasileira, ponto sobre o qual já nos referimos acima.

Quarto, há a enorme dificuldade político-fiscal gerada pela elevada dissociação, existente particularmente no Brasil (em função do elevado peso do setor informal), entre o universo de eleitores e o universo de contribuintes. Trata-se, este, de um tema sobre o qual pouco ou nada se discute na mídia, mas fundamental no entendimento da evolução política e econômica do país. Tal dissociação adiciona ao desenrolar dos fatos domésticos um malefício demasiado observado na sociedade brasileira: a socialmente perigosíssima dissociação entre a conduta e o benefício.

Quinto, há a incerteza associada à fraqueza de outras instituições as quais, ao contrário da formação bruta de capital (leia-se, investimentos), podem ser providas apenas pelo setor público. Incluem-se aí as agências regulatórias, a provisão de justiça, de segurança (pessoal, tributária e patrimonial), de saneamento, de educação universal e, mais abrangentemente, de igualdade de oportunidades.

Sexto, há inúmeros fatores de ordem técnica, cada um deles com uma série de conseqüências distintas e complicadas sobre o elo que liga a política monetária à evolução dos preços. Sem ordenamento por grau de relevância e numa redação simplesmente itemista podem-se citar: parcela substancial dos preços determina-se através de controles; parcela superior a 35% da dívida pública é ainda atrelada à Selic, desta forma não reduzindo a riqueza dos detentores de títulos públicos quando a taxa de juros se eleva, como ocorreria se os juros de tal dívida fossem prefixados; os investimentos são, em grande parte, direta ou indiretamente ditados pela iniciativa do setor público; o elevado spread bancário dissocia totalmente a taxa de captação da economia, aquela que o Banco Central tenta afetar quando fixa a Selic, da taxa paga pela parte majoritária dos mutuantes do sistema financeiro.

Tratam-se, todas estas, de peculiaridades nacionais, que dificultam a vida de qualquer formulador de política econômica no Brasil. Não são obra do governo A ou do governo B, mas sim de um passado histórico que remonta pelo menos ao mês de Fevereiro de 1986, quando se iniciou uma seqüência de planos de combate à inflação mal sucedidos (contando-se, em particular, em 1990, com um formidável salto no escuro que fez do brasileiro um eterno desconfiado da intermediação financeira verde e amarela). Mas não devem também ser desprezadas relativamente a este contexto as dificuldades determinadas pela Constituição de 1988, de olhos fortemente reativos ao passado, mas fracamente ativos na construção do futuro.

V- Conclusão

Parte relevante do sucesso na consecução das metas inflacionárias no Brasil tem se dado sob um contexto de melhora dos termos de troca, valorização cambial e automático aumento da provisão de bens e serviços líquidos providos por não residentes. Isto fica claro a partir da observação do gráfico 2 acima. O mesmo gráfico sugere, entretanto, que findo o processo de valorização cambial, será muito mais difícil manter a inflação nos níveis atuais.

Em função do elevado déficit no balanço de pagamentos previsto para 2008, a economia deverá estar caminhando em breve para esta nova fase.

Como manter a inflação sob controle com saldo razoável na conta corrente do balanço de pagamentos (como requer a teoria de otimização intertemporal do consumo em períodos de choques positivos nos termos de troca), e não com o elevado déficit que se prevê para 2008, eis o desafio para os próximos anos.

Referências Bibliográficas

- Cysne, Rubens Penha (2003). “Divisa Index, Inflation and Welfare”. Journal of Money, Credit and Banking, The Ohio State University, v. 35, n. 2, p. 221-238.
- Cysne, Rubens Penha ; Lisboa, Paulo César Coimbra (2004) . “Imposto Inflacionário e Transferências Inflacionárias no Brasil : 1947 – 2003”. Revista de Economia Política, São Paulo, v. 24, n. Nº 4, p. 620-624, 2004.
- Cysne, Rubens Penha; Lisboa, Paulo Cesar Coimbra (2007). “Imposto Inflacionário e Transferências Inflacionárias no Mercosul e nos Estados Unidos”. Estudos Econômicos. Instituto de Pesquisas Econômicas, São Paulo, v. 37, n. Nº 2, p. 275-291, 2007.
- Cysne, Rubens Penha ; Maldonado, Wilfredo ; Monteiro, Paulo Klinger (2005). “Inflation and Income Inequality: A Shopping-Time Approach”. Journal of Development Economics, Elsevier B.V., v. 78, n. 2, p. 516-528.
- Lucas, R. E. Jr., 2000, “Inflation and Welfare”. Econometrica 68, No. 62 (March), 247-274.
- Mishkin, F. (2004) "Can Inflation Targeting Work in Emerging Market Countries?", NBER Working Paper 10646 (<http://www.nber.org/papers/w10646>).
- Simonsen, Mario Henrique e Cysne, Rubens Penha (1994). “Welfare Costs of Inflation and Interest-Bearing Deposits”. Ensaio Econômico da EPGE.
- Simonsen, Mario Henrique e Cysne, Rubens Penha (2001). “Welfare Costs of Inflation and Interest-Bearing Deposits”. Journal of Money, Credit and Banking, The Ohio State University, v. 33, n. 1, p. 90-101
-

Sobre o autor:

Rubens Penha Cysne (<http://www.fgv.br/professor/rubens/>) é Professor da Escola de Pós-Graduação em Economia da Fundação Getúlio Vargas