

Metas Reais para a Política Macroeconômica

José Luís Oreiro

Valor Econômico, 22/10/2015

O assim chamado “novo consenso macroeconômico”, que emergiu no final da década de 1990 a partir da Nova Síntese Keynesiano-Neoclássica (NSKN), estabelecia que a política macroeconômica deveria ter como meta apenas variáveis nominais como, por exemplo, a taxa de inflação ou a taxa de crescimento do produto nominal. Isso porque, no longo-prazo, as variáveis reais como a taxa real de câmbio ou a taxa de crescimento do produto seriam determinadas por fatores ligados ao lado da oferta da economia (taxa de poupança, produtividade total dos fatores, etc); não sendo afetadas, portanto, pela manipulação dos instrumentos tradicionais de política macroeconômica, os quais seriam eficazes apenas para a administração da demanda agregada, tendo pouco ou nenhum efeito sobre o lado da oferta da economia.

No que se refere a política monetária, o novo consenso cristalizou a convenção de que a mesma deveria ter como objetivo fundamental, quando não único, a obtenção de uma meta numérica para a taxa de inflação, o assim chamado regime de metas inflacionárias. Manter a taxa de inflação num patamar baixo e estável seria a única contribuição que a política monetária poderia dar para o crescimento econômico de longo-prazo, haja vista que a incerteza gerada pela volatilidade dos preços relativos – a qual é uma função direta do patamar inflacionário – atuaria no sentido de reduzir o investimento em ativos de longa maturidade (notadamente capital físico), diminuindo assim o ritmo de crescimento econômico. Dessa forma, manter a inflação num nível baixo seria condição fundamental para um crescimento econômico acelerado.

A experiência do regime de metas de inflação no Brasil, contudo, mostrou *ad-nauseam* que o foco numa única meta nominal se mostrou extremamente pernicioso sobre a dinâmica da taxa real de câmbio. Com efeito, no período compreendido entre 2004 e 2008, a taxa real de câmbio apresentou uma expressiva valorização, a qual foi seguida pelo aparecimento e aprofundamento do déficit em conta-corrente, pela redução expressiva da participação da indústria de transformação no PIB e pela diminuição do grau de complexidade da estrutura produtiva do Brasil, tal como podemos constatar pela inspeção do *ranking* da economia brasileira no *Observatório de Complexidade Econômica*. O resultado dessas mudanças estruturais foi uma redução da taxa potencial de crescimento da economia brasileira, a qual passou de 2,07% a.a no período 1980-1998 para 1,18% a.a no período 1999-2010[1][2].

Nesse contexto, seria sensato pensar numa reformulação do regime de metas de inflação brasileiro no médio-prazo, de tal forma a incluir uma meta para a taxa real de câmbio como um dos objetivos da política monetária. Em particular defendemos que o BCB deverá administrar a flutuação da taxa nominal de câmbio de forma a manter a taxa real num *patamar competitivo e estável* no médio e longo-prazo.

Alguns críticos poderiam argumentar que o Banco Central pode fixar a taxa nominal de câmbio, mas não a taxa real, uma vez que no longo-prazo a moeda é

neutra, ou seja, vale a *teoria da paridade do poder de compra*, de forma que variações na taxa nominal de câmbio não afetam a taxa real de câmbio, mas se refletem apenas em variações dos preços domésticos. Outros poderiam ainda argumentar que o Banco Central não pode controlar juros e câmbio ao mesmo tempo em função da assim chamada “Trindade Impossível” de Mundell.

O problema com essas críticas é que elas podem até ser válidas para economias nas quais os ativos domésticos são *substitutos perfeitos* para os ativos denominados em moeda estrangeira, mas esse certamente não é o caso das economias emergentes, como o Brasil, onde (i) a moeda doméstica não é plenamente conversível; (ii) subsistem controles administrativos a entrada e a saída de capitais e (iii) os mercados de câmbio tem pouca densidade e liquidez[3]. Nessas condições, prevalece a *substituição imperfeita* entre os ativos domésticos e os ativos denominados em moeda estrangeira de forma que as taxas de retorno dos ativos domésticos e o preço da moeda estrangeira em termos da moeda doméstica podem ser ambos influenciados pela política monetária. Além disso, a evidência empírica disponível para os países emergentes e em desenvolvimento sugere que a teoria da paridade do poder de compra não é válida de forma que variações da taxa nominal de câmbio não necessariamente redundam em variações na mesma magnitude nos preços domésticos no longo-prazo.

Para que a administração da taxa de câmbio seja sustentável no longo-prazo, contudo, é necessário que o diferencial entre os juros interno e externo seja significativamente reduzido. Isso envolve necessariamente um forte ajuste fiscal, além de medidas com vistas a desindexação total da economia.

[1] Esses números se baseiam na estimação da taxa de crescimento compatível com o equilíbrio do balanço de pagamentos para a economia brasileira, tomando-se como base um crescimento da economia mundial de 3% a.a. Essas estimativas são obtidas a partir do artigo de Nassif, A; Feijó, C e Araujo, E. (2015). *Structural Change and Economic Development: is Brazil Catching-up or Falling-Behind?*. *Cambridge Journal of Economics*, 39.

[2] O crescimento acima do potencial no período 1999-2010 só foi possível em função da valorização dos termos de troca, verificada após 2003, e do forte ingresso de capitais externos.

[3] A esse respeito ver Montiel, P. (2011). *Macroeconomics in Emerging Markets*. Cambridge University Press: Cambridge