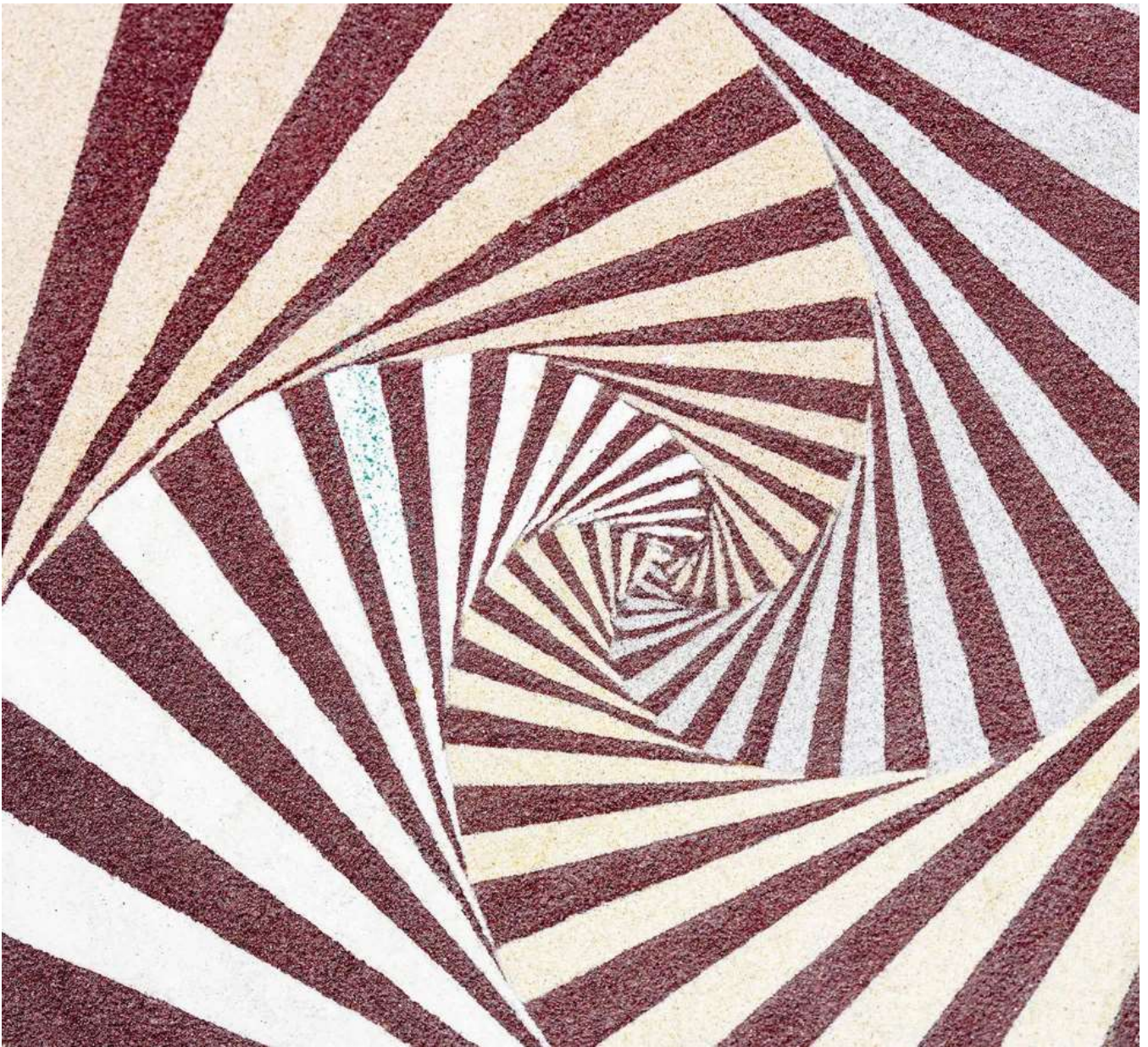


Metas de inflação e taxas de juros no Brasil e no Chile

Dados não permitem inferir que juros altos resultem de excesso de conservadorismo do BC

Por Ailton Braga

13/03/2023 05h01 · Atualizado há 2 horas



— Foto: Engin Akyurt/Pixabay

Nas últimas semanas, a política monetária do Banco Central do Brasil (BC) esteve sob ataque, com duras críticas do presidente Lula ao sistema de metas de inflação, ao nível elevado das taxas de juros e à autonomia do Banco Central. Parlamentares da base aliada reforçaram as críticas. Tais ataques alimentaram expectativas sobre possível elevação da meta de inflação e até de reversão da autonomia legal do Banco Central. O objetivo deste artigo é contribuir para o debate por meio da análise da evolução da política monetária no Brasil e no Chile, com ênfase nas regras básicas que norteiam a atuação dos bancos centrais.

Uma referência padrão para a análise da atuação dos bancos centrais é a chamada regra de Taylor, que supõe que a autoridade monetária ajusta a taxa nominal de juro em resposta a desvios da inflação em relação à meta e da taxa de desemprego em relação ao pleno emprego. A variável controlada diretamente pelo banco central é a taxa de juros nominal, mas a variável que afeta a inflação e o desemprego é a taxa real de juros, ou seja, a taxa de juros nominal menos a expectativa de inflação futura. De forma simplificada, quando a expectativa de inflação está acima da meta, o banco central deve subir a taxa real de juro para nível acima da taxa de juros de equilíbrio. Quando as expectativas estão abaixo da meta ou o desemprego elevado deve reduzir a taxa de juros.

No gráfico, é possível ver a evolução da taxa de juros real (Selic deflacionada pela expectativa de inflação), das expectativas de inflação para 12 meses à frente e da meta de inflação, no Brasil. Como previsto pela regra de Taylor, a taxa de juros real

tende a cair quando a expectativa de inflação reduz-se e a aumentar quando a expectativa de inflação sobe.

Selic elevada tampouco tem a ver com meta de inflação baixa, porque a inflação ficou acima dela a maior parte do tempo

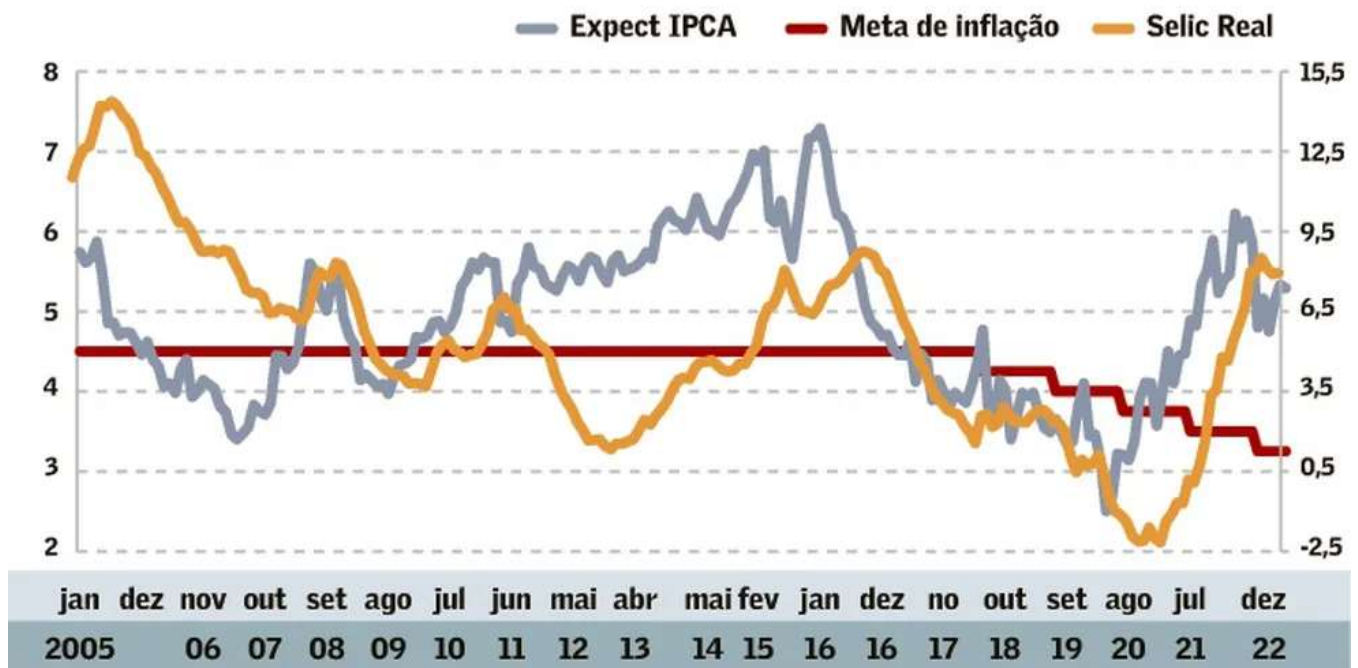
A única exceção foi no período entre o segundo semestre de 2011 e o primeiro de 2013, quando as taxas de juros reais caíram, apesar das expectativas de inflação acima da meta. O resultado foi a desancoragem das expectativas e a forte alta das taxas de juros, entre 2014 e 2017, para conseguir reduzir a inflação.

Destaque-se, ainda, que o primeiro mandato do governo Lula foi marcado por uma política monetária conservadora, com taxa real de juros que chegou a 18% e que conseguiu reduzir a taxa de inflação de 17%, em meados de 2003, para 3%, em 2006. Isso não impediu que a taxa de juros real assumisse trajetória consistente de queda, assim como aconteceu com a taxa de desemprego. Para o Chile, os dados também mostram que as taxas de juros, mais baixas que no Brasil, tendem a acompanhar os movimentos das expectativas de inflação, como previsto pela regra de Taylor.

A taxa de juros real de equilíbrio não é diretamente observável e é afetada por muitos fatores intrínsecos a cada país, tais como a política fiscal, características do mercado de crédito e de capitais e a percepção de risco país. Além do mais, fatores conjunturais, como choques sobre a taxa de câmbio e as cotações de commodities, têm impacto sobre a inflação e a política monetária. Por isso, indicadores indiretos, como o fluxo de capitais externos, desvios da taxa de inflação em relação à meta e a evolução da taxa de desemprego são melhores formas de avaliar a adequação das taxas de juros e da política monetária conduzida pelo BC.

Evolução da política monetária

Juros reais e expectativas de inflação (em % ao ano)



Fonte: Elaboração do autor

Nessa linha de raciocínio, os dados históricos para o Brasil não permitem inferir que as taxas de juros elevadas sejam resultado de excesso de conservadorismo do BC, nem de metas de inflação muito baixas, até porque a inflação no Brasil ficou acima da meta a maior parte do tempo. Já no Chile, com previsão constitucional de autonomia do banco central e meta de inflação mais baixa, as expectativas mantiveram-se ancoradas em torno da meta, mesmo com taxas de juros reais menores. Outros problemas, como diferenças de percepção de risco país e fatores diversos que reduzem a eficiência da política monetária, ajudam a explicar as taxas de juros mais altas no Brasil.

Além da análise econômica, cabe fazer uma análise política, a partir da história do arcabouço institucional chileno em relação à política monetária. O Chile aprovou a autonomia legal do Banco Central em 1989, após décadas de convivência com taxas de inflação elevadas e pouco antes da eleição presidencial que marcou o fim do regime militar. A autonomia da autoridade monetária foi mantida pelo governo eleito, apesar da desconfiança em relação ao arcabouço institucional proposto pelo governo ditatorial que estava deixando o poder.

Quando a primeira diretoria com mandatos fixos do Banco Central do Chile (BCCh) assumiu, a inflação era de 30%. Sua primeira medida foi elevar os juros com o objetivo de reduzir a demanda agregada e a inflação. Em 1991, a inflação ficou abaixo de 20% e o BCCh foi buscando metas menores a cada ano. Em 1999, a meta de inflação foi fixada em 3%, com intervalo de tolerância, entre 2% e 4%. Desde então, a meta não foi alterada e a autonomia do Banco Central tem sido respeitada por governos de direita e de esquerda. Destaque-se que a recente proposta de mudança da Constituição chilena, rejeitada em plebiscito, não mexia na autonomia do Banco Central.

Mas é importante ressaltar que a autonomia dos bancos centrais não é unanimidade entre líderes políticos. O aumento dos juros pelo Fed, entre 2018 e 2019, foi duramente criticado pelo então presidente dos Estados Unidos, Donald Trump, que chegou a afirmar que o presidente do Fed pode ser um inimigo maior de seu país do que o presidente da China. Tais críticas causaram algum estresse institucional, mas tiveram poucas consequências práticas, dada a estabilidade institucional daquele país. Já na Turquia, a intervenção do presidente Erdogan no banco central levou a inflação a 64%, no ano passado, e a fuga de capitais do país. Acredito que temos mais a aprender com o exemplo chileno.

Ailton Braga é consultor legislativo do Senado.

E-mail: a2braga@uol.com.br