

**01/09/2005**

**Exposição do Ministro da Fazenda, Antonio Palocci, no seminário "Seis Anos de Metas de Inflação no Brasil"**

**Banco Central do Brasil**

Rio de Janeiro, 30 de agosto de 2005

1. É uma honra participar do encerramento deste seminário comemorativo dos seis anos da adoção do regime de metas para a inflação no Brasil. Tenho certeza que os debates ao longo do dia foram frutíferos para uma melhor compreensão das conquistas trazidas pelo regime de metas ao País, bem como para o correto entendimento dos desafios que ele deverá enfrentar nos próximos anos.
2. Na comemoração do seu sexto aniversário, o regime de metas de inflação apresenta resultados inquestionáveis. Antes de avaliarmos esses resultados em detalhe, gostaria de recordar como chegamos ao estágio atual. Após um período de dois anos marcado por uma seqüência de choques significativos, experimentamos um aquecimento substancial do ritmo de atividade a partir de meados de 2003, numa economia ainda convalescente, na qual o investimento havia sido reduzido em função da volatilidade macroeconômica experimentada anteriormente. Os efeitos da rápida retomada no crescimento sobre os preços foram ampliados pela elevação de preços internacionais importantes que contaminaram especialmente a inflação no atacado. Quando ficou claro que essa conjuntura oferecia riscos relevantes para a trajetória de metas que estabelecemos para a inflação, o Banco Central deu início a um processo de ajuste nas taxas de juros básicas a partir de setembro 2004.
3. Tenho certeza que mesmo os mais céticos admitem hoje que a política monetária funciona sim, no Brasil. As conquistas em termos de convergência da inflação para a trajetória de metas são inegáveis. De acordo com as previsões dos analistas do setor privado, o IPCA deverá encerrar 2005 dentro do intervalo estabelecido pelo Conselho Monetário Nacional para a atuação da autoridade monetária. Assim, o cumprimento da meta se dará pelo segundo ano consecutivo e poderemos registrar a menor variação anual para o IPCA desde o início do período de câmbio flutuante. De forma semelhante, a inflação observada nos preços no atacado mostra convergência para taxas próximas às apuradas pelos nossos principais parceiros comerciais e também poderá atingir em 2005 o seu nível mais baixo desde 1998. Com as quedas na inflação no varejo e no atacado, o País está "contratando" antecipadamente perspectivas mais favoráveis para a inflação nos próximos anos. Dessa forma, ao afetar as expectativas de inflação para horizontes mais extensos, a política monetária implementada no passado recente consolidará também ganhos de longo prazo, decorrentes da reafirmação do compromisso inabalável do Banco Central com a manutenção da inflação em níveis compatíveis com a trajetória de metas.
4. Gostaria nesse ponto de enfatizar que a política monetária é apenas um componente do nosso arcabouço de política macroeconômica, juntamente com o regime de câmbio flutuante e uma política fiscal que assegura o declínio da relação dívida-PIB no médio prazo. A combinação desses três pilares trouxe ao País resultados extremamente positivos nos últimos anos e continuará assegurando um ambiente macroeconômico propício para que possamos continuar crescendo de forma sustentada.
5. A política fiscal certamente constitui uma peça chave em nossa estratégia macroeconômica. Nosso objetivo, como mencionei, é assegurar a queda da relação dívida-PIB no médio prazo através da manutenção permanente de superávits primários adequados. Nos últimos anos os superávits primários que geramos foram capazes de reduzir a relação dívida-PIB de maneira bem mais intensa do que se previa. Embora a

conjuntura em 2005 não deva permitir um declínio dessa relação no mesmo ritmo, a dinâmica da dívida continua favorável, e o consenso dos analistas antecipa continuidade da trajetória de queda a partir de 2006. É importante lembrar que não deve haver qualquer dúvida em relação à dinâmica desse processo: com os superávits primários que estamos gerando e continuaremos a gerar no futuro, a dívida cairá mais rápido em anos com resultados macroeconômicos mais favoráveis e mais devagar em conjunturas menos favoráveis. Assim, a trajetória de médio prazo para o nosso endividamento é claramente de queda já que a responsabilidade fiscal é um compromisso firme e permanente do governo do Presidente Lula e um valor cada vez mais consolidado na sociedade.

6. Ao mesmo tempo em que fizemos progresso inequívoco na redução do tamanho do nosso endividamento, conseguimos também melhorar consideravelmente a sua qualidade, minimizando riscos para a evolução das contas públicas. Desde 2003 tivemos sucesso inquestionável na estratégia de redução da parcela da dívida doméstica do setor público atrelada à variação da taxa de câmbio. Dessa forma, foi possível reduzir drasticamente a vulnerabilidade do orçamento do setor público aos efeitos de variáveis que não estão sob o controle dos gestores de política econômica e aumentar a resistência da economia a choques de natureza não antecipada. É importante lembrar também que esse passivo cambial significou, no passado, a distribuição do ônus do ajuste cambial entre toda a sociedade brasileira.
7. No que se refere ao regime de câmbio flutuante, tenho repetido que sua maior virtude é exatamente essa - flutuar. Com o pleno funcionamento do regime de câmbio flutuante a economia brasileira foi capaz de gerar um ajuste surpreendente das contas externas, da ordem de 7% do PIB em cerca de três anos. Poucos países experimentaram um ajuste externo dessa magnitude sem maiores desdobramentos em termos de queda do nível de produto ou descontrole inflacionário. No nosso caso, o câmbio flutuante tem funcionado de maneira bastante eficaz como mecanismo de absorção de choques e a garantia de que ele continuará funcionando exatamente dessa forma nos dá a certeza de que o ajuste externo dos últimos anos continuará sendo consolidado.
8. O ajuste recente nas contas externas brasileiras foi gerado fundamentalmente pelas exportações. Estamos perto de superar a marca dos US\$ 110 bilhões de exportações em 12 meses, e com o saldo comercial aproximando-se da casa dos US\$ 40 bilhões no mesmo período. As exportações cresceram nos últimos anos a taxas próximas a 30%, mesmo em 2005 e a despeito da evolução recente do câmbio. Nossa conta corrente registrará em 2005 o terceiro ano consecutivo de saldo positivo, fato inédito em nossa história contemporânea.
9. O que explica a dinâmica recente das nossas exportações? Não há um fator isolado. As exportações têm sido movidas tanto por maiores quantidades exportadas quanto por preços mais elevados. Os embarques de produtos brasileiros aumentaram devido à demanda externa forte, à correção definitiva de distorções tributárias que oneravam as exportações e a uma atuação ostensiva do governo na abertura de novos mercados. Ao mesmo tempo, as empresas brasileiras estão passando por um processo estrutural de internacionalização, buscando novos mercados e diversificando sua pauta de produtos, e certamente não irão reduzir esse esforço em função de oscilações na taxa de câmbio.
10. Por outro lado, devemos ter em conta que a melhora nos termos de troca indica que o País se tornou mais rico vis-à-vis o resto do mundo. E quando um país se torna mais rico frente ao resto do mundo, devemos necessariamente observar algum dos seguintes desenvolvimentos: i) maior consumo de bens e serviços produzidos no exterior; ii) redução do passivo externo; iii) ampliação das reservas internacionais; iv) ou apreciação da taxa de câmbio. Observa-se no Brasil um pouco de cada uma destas tendências, e nossa experiência não é diferente de outros países que se beneficiaram dos ganhos com a alta dos preços de *commodities* e o aquecimento do comércio mundial nos últimos anos. Dentre essas tendências, quero destacar aqui a evolução

das reservas internacionais líquidas, que quase triplicaram em pouco mais de dois anos, passando de US\$ 16 bilhões em abril de 2003, o valor mais baixo registrado em nosso passado recente, para cerca de US\$ 41 bilhões atualmente. Devo lembrar que o reforço das reservas equivale à contratação de um seguro importante contra acidentes, sempre possíveis. Assim, o aumento em nossas reservas feito a partir de 2003, juntamente com a melhora de vários outros indicadores macroeconômicos, torna a economia brasileira muito mais resistente a choques no cenário econômico internacional.

11. Deixemos de lado, porém, os avanços no plano fiscal e os resultados favoráveis no balanço de pagamentos que temos observado e voltemos a outro pilar de nossa política macroeconômica que se aproxima mais das discussões do seminário de hoje.
12. O regime de metas para a inflação funciona essencialmente como um mecanismo de coordenação de expectativas. Por esse motivo, ganha eficácia com o tempo, especialmente numa economia como a nossa, onde os agentes econômicos conviveram com décadas de indexação formal generalizada, e se acostumaram a tomar suas decisões de preços, salários e contratos olhando sempre pelo espelho retrovisor. O regime de metas estimula a sociedade a olhar para frente ao tomar essas decisões. Ao mesmo tempo, à medida que a sociedade passa a atribuir menor peso ao passado e acredita mais na consecução dos objetivos traçados para o futuro, o regime de metas se reforça como mecanismo de coordenação. O que temos, então, é um processo de aprendizado gradual cujo funcionamento ao longo dos anos permite que se torne cada vez menos custoso manter a estabilidade de preços, ainda que periodicamente tenhamos que nos defrontar com choques não antecipados que ameaçam afastar a inflação da trajetória de metas estabelecida para a atuação da autoridade monetária.
13. Esse é exatamente o processo que estamos assistindo nos últimos anos. O Banco Central tem pautado sua atuação pela necessidade de assegurar a convergência da inflação para a trajetória de metas de longo prazo estabelecida pelo Conselho Monetário Nacional. Nesse sentido, está tendo pleno êxito, como atestam os resultados recentes para a inflação e para as expectativas de longo prazo.
14. Ao longo dos últimos meses, consolidou-se um quadro mais benigno para a inflação futura. A exuberância de nossas contas externas assegura que, mesmo em cenários menos favoráveis, a economia brasileira pode financiar seu balanço de pagamentos sem maiores dificuldades. Além disso, avançou-se muito no passado recente na diluição dos efeitos dos mecanismos de propagação da inflação passada para a inflação futura. Finalmente, a atuação do Banco Central não deixa dúvidas quanto ao compromisso inequívoco da política econômica com o controle da inflação, contribuindo para o que mencionei acima – incentivar a sociedade a olhar para frente nas suas decisões de preços e salários, e adequar suas expectativas às metas de inflação de longo prazo. Com isso, se formos instados hoje a fazer previsões realistas sobre os resultados mais prováveis para a inflação dos próximos anos, dificilmente escolheremos valores que sejam diferentes dos estabelecidos pelo CMN como metas para a atuação do nosso Banco Central. Temos certeza que a política monetária será conduzida de forma a minimizar os riscos de que as metas não sejam atingidas. Com isso, podemos todos ter tranquilidade em relação ao quadro inflacionário e canalizar nossas energias para outras tarefas tão importantes quanto a manutenção da estabilidade de preços e o crescimento sustentado.
15. Apesar dos resultados inequívocos que temos observado, que mostram a retomada do crescimento econômico acompanhada pela queda da inflação pelo terceiro ano consecutivo, alguns aspectos do funcionamento do regime de metas e da atuação do banco central nem sempre são compreendidos de forma adequada. Gostaria de aproveitar a oportunidade de estar diante de uma platéia de especialistas como a de hoje para debater de maneira franca alguns desses aspectos.

16. Um questionamento feito com freqüência em relação ao nosso sistema de metas é que não deveríamos elevar os juros, como fizemos a partir de setembro de 2004, porque as pressões inflacionárias que observamos em nossa economia seriam causadas em grande parte pelo comportamento dos preços administrados. Acostumei-me a avaliar questionamentos desse tipo recorrendo à ajuda inestimável dos dados. Penso que os dados disponíveis mostram que a inflação brasileira não é um fenômeno associado apenas ao comportamento dos preços administrados. Se olharmos para os resultados do ano passado, por exemplo, veremos que os preços livres mostraram uma aceleração importante. A prova desse comportamento é que o núcleo do IPCA calculado pelo chamado "critério de exclusão", que mede os preços livres sem a contribuição dos alimentos, na verdade encerrou 2004 com variação acima do IPCA cheio. Além disso, devemos ter em mente que mesmo que as pressões que observamos no passado recente estivessem associadas principalmente aos reajustes de preços administrados, caberia à política monetária evitar que esses reajustes se propagassem pelo resto da economia; é exatamente assim que a política monetária funciona.
17. Vários países que no passado usavam alguma medida de núcleo para a inflação como objetivo para a política monetária, migraram nos últimos anos para índices cheios por constatarem que há melhor coordenação das expectativas quando esses índices são utilizados. Se os preços administrados fossem responsáveis por uma parcela menor dos índices de preços a ação da política monetária seria, sem dúvida, facilitada. Mas isso não significa em hipótese alguma que os juros não devam ser usados quando a importância relativa dos preços administrados na inflação for maior. Não podemos esquecer ainda que quando definimos a meta já levamos em consideração que os preços administrados se comportam de maneira diferente dos preços livres. Afinal de contas, a meta é para o IPCA e não para cada grupo de preços separadamente. Há um debate legítimo sobre adequação de índices para preços administrados, mas não quero perder o foco do debate de hoje.
18. É comum ouvirmos também no debate que cerca a implementação da política monetária em nosso País que "as metas de inflação são excessivamente ambiciosas e que buscam reduzir a inflação de forma muito rápida quando sabemos que em outros países o processo de convergência foi muito mais lento." De novo, os fatos prestam um auxílio inestimável. Não me parece que as metas estabelecidas pelo CMN sejam excessivamente ambiciosas. Apesar de considerarmos que são metas adequadas para nosso país no estágio em que estamos, temos que reconhecer que elas são mais elevadas que as de outras economias emergentes que adotam o sistema de metas de inflação, e que o nosso intervalo de tolerância ainda é o maior dentre essas economias. Quanto à velocidade de convergência, devemos ter em mente que a tentativa de consolidar níveis civilizados de inflação em bases sustentadas em nosso País é, na verdade, um processo que começou há mais de uma década. Estamos no décimo segundo ano desse processo e, apesar de todos os bons resultados recentes, nossa inflação ainda é maior que em várias economias com características semelhantes. Finalmente, é preciso notar que grande parte da nossa desinflação mais recente já havia ocorrido entre maio de 2003 e maio de 2004, período em que a inflação foi reduzida de 17,7% para 5,2%; entre maio de 2004 e abril de 2005 a inflação em doze meses subiu para 8,1%. Assim, quando combatemos as pressões inflacionárias que emergiram em 2004 e trouxemos a inflação de volta para a trajetória das metas estabelecida para 2005 e 2006 estávamos fundamentalmente preservando ganhos já obtidos.
19. Com freqüência escutamos também avaliações que dão conta de que o nosso Banco Central atua de forma excessivamente conservadora. Em primeiro lugar, é preciso reconhecer que bancos centrais no mundo todo tendem a ser percebidos como conservadores. Penso que, de alguma forma, isso reflete o fato da política monetária atuar sobre a economia com defasagens. Por isso, em momentos em que a autoridade monetária age de forma preventiva, evitando, por exemplo, que uma inflação que

pareça estar estabilizada no presente venha a sair de controle no futuro, nem todos os agentes econômicos constatarem imediatamente a racionalidade das decisões. Assim sendo, é fundamental que bancos centrais procurem sempre ser bastante transparentes na sua comunicação com o público através de mecanismos como atas de reuniões e relatórios de inflação explicando a lógica de suas ações. A combinação da transparência na comunicação com consistência nas ações e nos resultados faz com que ao longo do tempo as pessoas passem a compreender melhor o trabalho da autoridade monetária e percebam que o comportamento cauteloso dos bancos centrais é correto e necessário.

20. No caso específico do Brasil, o Banco Central não foge à regra geral e procura sempre fazer o seu trabalho de forma a garantir que a inflação esteja sob controle e convergindo para a trajetória de metas estabelecida pelo Conselho Monetário Nacional. Em alguns momentos em que é necessário se antecipar a desenvolvimentos adversos que vislumbra para o futuro, o Banco Central se defronta com situações nas quais há menor entendimento do que faz. Isso é normal e faz parte da rotina de qualquer banco central. As ações do Banco Central têm sido conduzidas de forma a sinalizar sempre para os agentes econômicos que a trajetória mais provável para a inflação no médio-prazo é aquela descrita pela trajetória de metas de inflação. Se o nosso Banco Central fosse mais conservador do que deveria, observaríamos sistematicamente taxas de inflação inferiores às metas estabelecidas pelo CMN. Os dados mostram que essa não tem sido a regra nos últimos anos. Em 2004, por exemplo, a inflação e o crescimento da atividade terminaram sendo maiores do que se antecipava no início do ano; é muito difícil caracterizar esse tipo de resultado como tendo sido causado por uma política monetária excessivamente conservadora.
21. Outro questionamento freqüente que aparece no debate sobre política monetária é "que o Banco Central eleva os juros de forma excessiva e com isso impõe um custo fiscal desnecessário ao governo." É preciso lembrar inicialmente que os juros nunca são elevados por capricho e sim em função da necessidade de manter a inflação sob controle. Isso, aliás, é algo que nunca abriremos mão de fazer. Eles são realmente muito mais elevados do que em outros países, mas não há qualquer evidência de que sejam mais elevados do que seria necessário para manter a inflação sob controle, convergindo para a trajetória de metas. Como acabei de mencionar, me parece que se os juros estivessem mais elevados do que deveriam, a inflação certamente estaria mais baixa do que as metas.
22. Quanto ao custo fiscal das ações de política monetária, é necessário sempre ter em mente que apesar da conta de juros reais fazer parte das despesas do setor público, a relação de causalidade se dá de forma inversa: dada a meta de inflação, os juros nominais devem ser estabelecidos pelo Banco Central de forma a garantir que a meta de inflação seja cumprida; dados os juros reais resultantes, o crescimento que eles permitem e o estoque de dívida pré-existente, o superávit primário deve ser calibrado de forma a manter a relação dívida-PIB sob controle, como aliás temos feito de forma recorrente e o faremos sempre. Não deve haver qualquer dúvida quanto a esse ponto. Caso contrário, sabemos que a efetividade da política monetária seria reduzida e a inflação acabaria sendo maior do que as metas, o que é algo que definitivamente não deixaremos acontecer. É preciso também ter em mente que o custo fiscal se deve fundamentalmente ao estoque de dívida pré-existente, que faz com que a manutenção da inflação sob controle acabe resultando no presente em juros reais mais elevados do que observaremos no futuro. Se continuarmos reduzindo a dívida, como fizemos de forma tão intensa em 2004, estamos fadados a ter no futuro juros reais cada vez menores.
23. Além disso, se olharmos para a última década, veremos que os juros reais (e aqui estou me referindo aos juros de mercado, deflacionados pelas expectativas dos analistas) têm se reduzido de forma progressiva. Desde a introdução do regime de metas de inflação em meados de 1999 os juros caíram, em média, para cerca da metade dos valores observados nos cinco anos anteriores. Já durante a vigência do

regime de metas, se compararmos os juros reais médios de 2004-2005 com os do período 1999-2003, veremos que eles caíram para cerca de dois terços do que eram. Assim, não há dúvida que os juros reais de mercado têm caído de forma progressiva Brasil ao longo dos anos. É importante ter em mente que essa queda ocorreu em resposta à melhoria contínua dos fundamentos macroeconômicos, que tem proporcionado uma redução da percepção de risco-país. Estamos seguros de que, se persistirmos na implementação do atual arcabouço de política econômica, a percepção de risco se reduzirá ainda mais, abrindo espaço para juros reais cada vez menores no futuro.

24. Hoje convidamos as senhoras e os senhores a celebrar, neste aniversário de 6 anos, a maturidade do regime de metas para a inflação no Brasil. Os fatos falam por si. Penso que no seminário do ano que vem um dos temas em destaque nos debates será a resistência que, sem dúvida, terá sido demonstrada pela economia brasileira às incertezas políticas que o País atravessa nesse momento. Quando se avaliar, no ano que vem, o comportamento da economia nos meses que temos pela frente, provavelmente ressaltaremos a continuidade do forte desempenho das contas públicas e dos resultados favoráveis do setor externo, bem como a combinação, por mais um ano consecutivo, de crescimento econômico com convergência da inflação para a trajetória de metas. É assim que acontece nos países que decidem ter economia arrumada. Esse é o grande desafio do nosso tempo.