

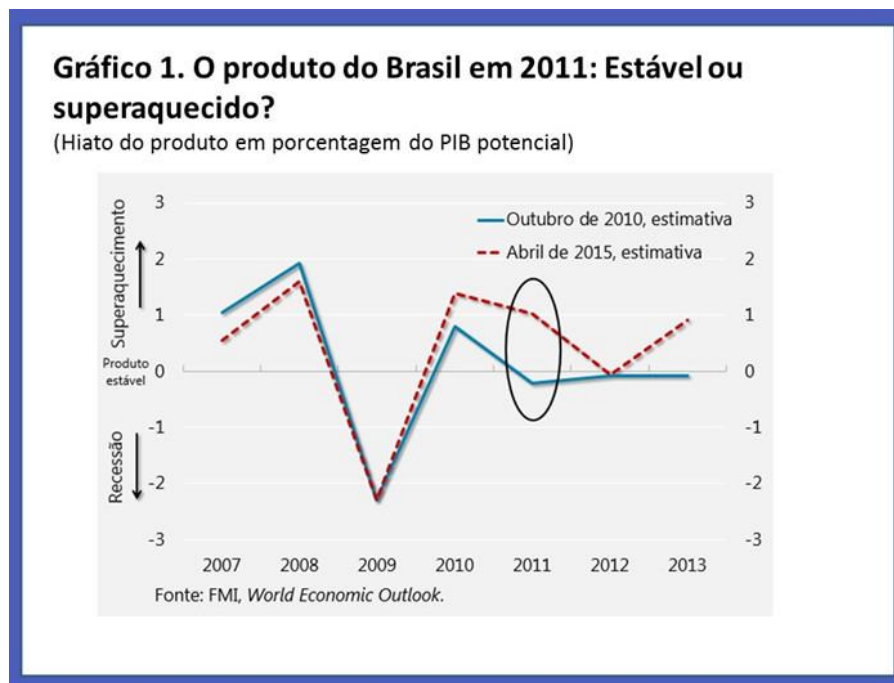
Decisões de política monetária às cegas

[Francesco Grigoli](#), [Alexander Herman](#), [Andrew Swiston](#) e [Gabriel Di Bella](#)

12 de agosto de 2015

Na sequência da crise financeira mundial, as políticas monetárias e fiscais foram usadas abertamente para neutralizar os efeitos da crise sobre a atividade econômica. As autoridades se orientam por uma série de indicadores ao avaliar o nível de atividade da economia em relação a sua capacidade produtiva. Contudo, tentar determinar a posição da economia em tempo real costuma ser bastante difícil.

No caso do Brasil em 2011, por exemplo, as autoridades estimaram, em tempo real, que o nível do produto da economia era compatível com sua capacidade produtiva. Com o passar do tempo, porém, a avaliação da posição cíclica da economia brasileira mudou drasticamente. Ela não estava apenas operando a plena capacidade, mas, sim, superaquecendo. Na verdade, a economia enfrentava pressões inflacionárias que exigiam uma política mais austera para trazê-la de volta para a meta do banco central.



Embora surpreendente, esse fenômeno não ocorreu apenas no Brasil. Em um [estudo recente](#), examinamos as implicações de definir a política monetária em tempo real em um grande conjunto de países, inclusive cinco economias latino-americanas.

O hiato do produto: importante, porém imprevisível

Imagine uma economia que esteja operando a plena capacidade produtiva e com um nível sustentável de emprego compatível com uma inflação baixa e estável. Em outras palavras, tudo está em perfeito equilíbrio do ponto de vista econômico. Para os economistas, o que uma economia consegue produzir nesse estado é o produto potencial. Como não é possível observá-lo diretamente, o produto potencial é difícil de medir. Não obstante, é útil estimá-lo para que sirva como parâmetro de referência para o verdadeiro estado da economia.

Essa diferença entre o produto efetivo e o produto potencial é crucial na macroeconomia. Caso a atividade econômica efetiva se situe abaixo do que uma economia consegue produzir a plena capacidade, o normal seria adotar políticas de estímulo (como a redução das taxas de juros) para que a economia voltasse ao seu potencial. Em contrapartida, caso a atividade efetiva se situasse acima do produto potencial, seria conveniente adotar políticas mais restritivas a fim de reduzir os riscos de superaquecimento que poderiam desencadear uma súbita e aguda desaceleração.

Um indicador comum do nível efetivo frente ao potencial é o hiato do produto, que é o produto interno bruto efetivo em relação a seu nível potencial em condições de plena capacidade produtiva. Assim, um hiato positivo significa que o PIB está acima do potencial, enquanto um hiato negativo indica capacidade ociosa. Os economistas costumam rever suas estimativas do hiato do produto à luz de novas informações; assim, o hiato em um dado ano pode variar após sua estimativa inicial. Isso tem implicações significativas para a definição da política.

Ao examinar as revisões das estimativas iniciais do hiato do produto, a magnitude da incerteza em torno do produto potencial se torna visível:

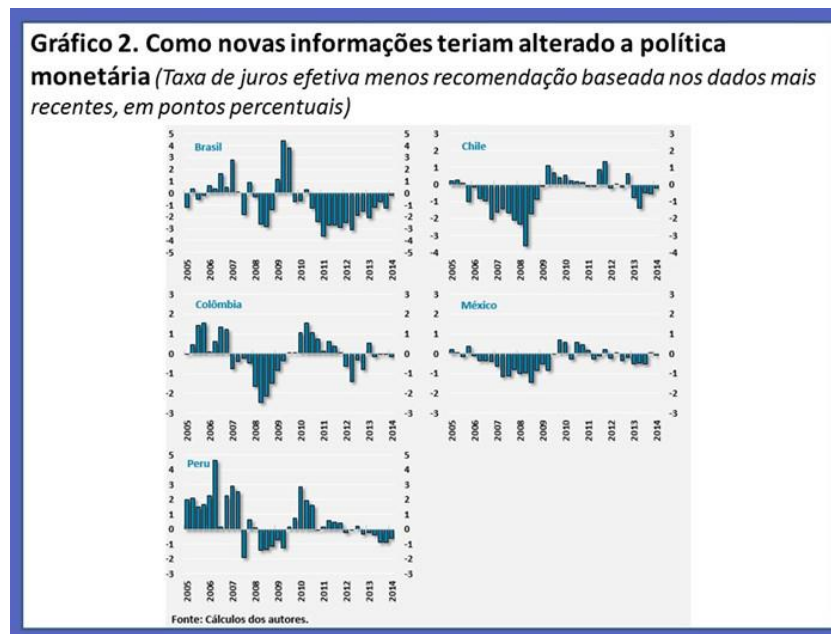
- Com base nas informações subsequentes, quase um terço das avaliações do produto em relação ao potencial chegam a uma conclusão oposta em comparação com as estimativas iniciais.
- Em tempo real, os economistas tendem a achar que os episódios de desaceleração são de natureza temporária, porém eles muitas vezes são prolongados, o que só é constatado depois. Assim, a capacidade produtiva potencial de uma economia tende a ser superestimada vez após vez.
- As estimativas do hiato do produto são menos confiáveis nos anos de recessão, exatamente quando são mais necessárias para a adoção de políticas anticíclicas sólidas.
- Apenas uma pequena fração da variação nas revisões do hiato do produto é previsível, o que torna difícil para as autoridades adaptar-se a essa incerteza quando as políticas já foram definidas.

Afrouxar ou apertar, eis a questão

A maioria dos bancos centrais define a política monetária de acordo com as informações a seu dispor no momento sobre a posição da economia com respeito ao produto potencial e sobre as perspectivas inflacionárias. Se a previsão é que a inflação fique abaixo da meta, as autoridades podem reduzir as taxas de juros para estimular o crescimento e fazer a inflação subir; para evitar o superaquecimento e conter as expectativas inflacionárias, podem fazer o contrário.

Assim, ao formular a política monetária, é crucial para os bancos centrais saber a situação da atividade econômica em relação a seu potencial, sobretudo ao trabalhar com uma meta de inflação. Uma vez que Brasil, Chile, Colômbia, México e Peru adotaram regimes de metas de inflação nas últimas décadas, empregamos esses países como estudos de caso.

- Primeiro, constatamos que, se usarmos estimativas revistas do hiato do produto para emular as funções de reação monetária dos bancos centrais, as taxas de juros fixadas pelas autoridades monetárias se revelam substancialmente diferentes das fixadas em tempo real.
- Segundo, constatamos que as revisões do hiato do produto explicam quase metade dos desvios entre o nível efetivo da inflação e a meta do banco central. Isso sugere que essas revisões trazem à tona novas informações que não são levadas em conta nas decisões de política. Isso ocorre, pelo menos em parte, porque é difícil distinguir, em tempo real, se as flutuações da atividade econômicas são cíclicas ou o começo de uma mudança na tendência.



Esses resultados salientam os desafios que as autoridades enfrentam ao usar regras de política que dependem de uma avaliação da posição cíclica da economia para fixar as taxas de juros. Embora consultem um amplo conjunto de indicadores, as autoridades continuam a ter dificuldade para fazer a distinção entre flutuações cíclicas e variações na taxa tendencial de crescimento. E por isso vemos situações em que a política provavelmente teria sido diferente se, no momento de defini-la, as autoridades soubessem o que sabemos agora.

No futuro, ao definir a política monetária, convém não se apressar em atribuir todos os movimentos da atividade econômica a flutuações de curto prazo; os movimentos da taxa tendencial de crescimento são comuns e é preciso que as autoridades se ajustem mais rapidamente a eles. Além disso, é necessário aperfeiçoar os métodos para a avaliação em tempo real do produto em relação a seu potencial. Essas medidas ajudariam a lançar luz sobre um aspecto da formulação da política econômica que em muito se assemelha à tentativa de encontrar o interruptor em um quarto escuro.



Francesco Grigoli é Economista do Departamento do Hemisfério Ocidental, onde é atualmente responsável pela Nicarágua. Anteriormente, no Departamento de Finanças Públicas, foi economista fiscal para a República Dominicana e a República Eslovaca. O principal foco de seus estudos são o ciclo econômico, a política fiscal, os preços e a liquidez nos mercados de commodities, os cenários fiscais de médio prazo e a eficiência da despesa pública.



Alexander Herman é analista de estudos do Departamento do Hemisfério Ocidental. Antes de ocupar o cargo atual, em que analisa a situação do México, trabalhou com a República Dominicana e a Nicarágua. Seus estudos têm como foco a poupança privada, os bancos centrais, os ciclos de crédito e a política monetária.



Andrew Swiston é economista do Departamento de Estratégias, Políticas e Avaliação. Anteriormente, trabalhou no Departamento do Hemisfério Ocidental com questões relacionadas à República Dominicana e à América Central. Seus estudos abrangem temas como os efeitos de contágio e as reformas estruturais.



Gabriel Di Bella é Subchefe de Divisão do Departamento do Hemisfério Ocidental. Anteriormente, foi economista encarregado dos Estados Unidos e de economias emergentes e de baixa renda, além de Representante Residente do FMI na Nicarágua. Seus estudos enfocam a sustentabilidade da dívida, taxas de câmbio reais e a concepção de programas em países de baixa renda.