

# Política Monetária no Brasil: os desafios do regime de metas de inflação\*

Cleomar Gomes<sup>§</sup>

*Doutorando em Economia -  
Escola de Economia de São Paulo -  
Fundação Getúlio Vargas  
Pesquisador do Centro de Pesquisa em  
Economia Internacional (Belo Horizonte)  
cleomargomes@gmail.com*

Otávio Aidar<sup>¶</sup>

*Mestrando em Economia -  
Escola de Economia de São Paulo -  
Fundação Getúlio Vargas  
aidar@gvmail.com*

## 1. Introdução

Com a introdução do Plano Real, em meados de 1994, o Brasil acabara de entrar em uma nova fase na condução de sua política econômica. Após o controle dos altos índices inflacionários, o desafio passara a ser a condução da política monetária do país em um cenário de inflação baixa. Nos primeiros anos do plano de estabilização, a taxa fixa de câmbio foi a âncora utilizada para alcançar tal objetivo. Entretanto, as várias crises internacionais da década de 1990, aliadas aos problemas internos brasileiros, tornaram impossível o prosseguimento da política econômica de então. Conseqüentemente, o governo se viu obrigado a provocar uma ampla desvalorização cambial em janeiro de 1999, optando pelo estabelecimento do regime de metas de inflação como a âncora nominal para a economia brasileira.

Esta parceria entre regra de política monetária e seu objetivo já ultrapassou meia década de existência. No entanto, ela ainda continua

---

\* Este artigo é uma versão revisada e atualizada do trabalho intitulado "Cinco anos de metas de inflação no Brasil: sucesso ou fracasso?", apresentado no X Encontro Nacional de Economia Política/2005. Os autores agradecem os comentários e sugestões dos participantes do encontro, bem como de um parecerista anônimo numa fase subsequente, eximindo-os de qualquer responsabilidade por erros e/ou omissões remanescentes.

<sup>§</sup> Agradecimentos ao apoio financeiro do CNPq.

<sup>¶</sup> Agradecimentos ao apoio financeiro da CAPES.

enfrentando entraves que dificultam o funcionamento das metas inflacionárias, mesmo a um custo social elevado, principalmente em termos de taxas de desemprego e crescimento econômico. Em outras palavras, a economia tem passado por fases de turbulências e calmarias colocando, na maioria das vezes, as metas inflacionárias em xeque. Além disso, o país possui uma série de problemas estruturais que, se não solucionados, podem retornar tão logo uma crise interna ou externa se instaure. Desta maneira, a condução de política monetária torna-se somente um instrumento de busca imediata de conversão da taxa de inflação à meta estabelecida, sem o estabelecimento de uma credibilidade<sup>1</sup> sólida para as ações das autoridades monetárias e às custas de altas taxas de juros.

Após este período de vigência desta estratégia de política monetária, deve-se começar a tirar lições pertinentes ao arcabouço teórico e empírico do sistema, assim como a condução da política monetária do país e sua performance econômica. A proposta deste trabalho é analisar o regime brasileiro de metas inflacionárias e explicitar nossas preocupações com o rumo da condução de política monetária da nação. Ao nosso ver, enquanto os problemas estruturais da economia perdurarem (elevado gasto governamental, alto endividamento público, preços administrados atrelados ao dólar), os agentes estarão sempre apostando contra as ações do governo e, conseqüentemente, especulando contra o sistema de metas de inflação. Além disso, argumentamos que este possui vícios de origem que ainda não foram devidamente abordados pelo governo, gerando resultados negativos para a economia brasileira como um todo.

Este trabalho vem contribuir para a discussão, por intermédio de um método histórico-dedutivo<sup>2</sup>. A seção subsequente abordará o processo de implementação das metas de inflação no Brasil destacando, também, o arcabouço teórico do sistema com suas vantagens e desvantagens. A terceira seção tratará da condução da política monetária sob metas de inflação. A quarta seção fará uma análise do regime brasileiro de metas inflacionárias. A quinta seção debaterá sobre algumas questões mal resolvidas e problemas crônicos da conjuntura econômica brasileira gerados, principalmente, pela condução rígida da política monetária. A última seção concluirá o artigo.

## 2. Metas de Inflação: Teoria e Experiência Acumulada

Em uma definição breve, a teoria convencional das metas inflacionárias<sup>3</sup> deixa claro que o dilema enfrentado pelo Banco Central é encontrar uma maneira de conduzir a inflação a um nível ótimo pré-determinado. Este modelo macroeconômico mostra que as autoridades monetárias não devem tentar estabilizar o produto na presença de choques de oferta e, se assim atuarem,

---

<sup>1</sup> Aqui a credibilidade é definida como em KYDLAND & PRESCOTT (1977), BARRO & GORDON (1983), ROGOFF (1985) e tem como objetivo a eliminação do chamado viés inflacionário.

<sup>2</sup> O leitor pode referir-se a BRESSER (2003) para mais detalhes sobre os dois métodos de análise da ciência econômica.

<sup>3</sup> O primeiro país a implementar o regime de metas de inflação foi a Nova Zelândia no início da década de 1990.

devem agir somente sobre os efeitos secundários das perturbações. Por sua vez, os choques de demanda devem ser prontamente combatidos para que não haja variabilidade do nível de preços. Desta forma, a política monetária em um regime de metas inflacionárias pode ser pensada como uma combinação de um objetivo *ex ante* e uma estratégia de resposta *ex post*. Os choques relevantes são aqueles que o Banco Central pode responder anteriormente aos possíveis ajustes de salários nominais e preços advindos do setor privado.

Outro ponto importante do sistema é a exigência de regras claras. O instrumento é a taxa de juros, a taxa de câmbio é flexível e, por último, as respostas às mudanças na inflação são o principal objetivo. Neste arcabouço, não há preocupação firme do governo com os resultados econômicos reais como, por exemplo, níveis de produção e desemprego. Conforme veremos a seguir, a evidência empírica para o caso brasileiro valida esse ponto, causando um custo social de proporções consideráveis.

Do ponto de vista da ação do Banco Central brasileiro, utiliza-se a taxa básica de juros como instrumento de política monetária apoiada na chamada Regra de Taylor (TAYLOR, 1993). As taxas de juros são ajustadas de acordo com o desvio do produto de sua taxa potencial e com o desvio da inflação de sua meta. Ou seja, a taxa de juros nominal deve elevar-se a patamares superiores à inflação para que haja um acréscimo da taxa real de juros após a elevação inflacionária. Além disso, a taxa de juros deve decrescer (aumentar) se o produto estiver abaixo (acima) do nível de pleno emprego. Por exemplo, a Regra de Taylor pode ser expressa da seguinte forma:

$$i_t - \pi_t = a + b\pi_t + c(\ln Y_t - \ln \bar{Y}_t)$$

sendo:  $i_t$  = taxa nominal de juros;  $Y_t$  = produto real;  $\pi_t$  = inflação (ROMER, 2001).

Sendo assim, o regime de metas inflacionárias pode ser destacado por alguns fatos estilizados advindos da experiência brasileira:

1. A meta para a inflação é do tipo flexível, isto é, com intervalos de tolerância. Estes são responsáveis pela acomodação de fricções provenientes da relação entre o instrumento de política monetária e a variação de curto prazo do nível de preços.

2. O IPCA, índice base para o cálculo da meta, é definido de modo tal que os efeitos de choques de oferta sejam expurgados ou minorados.

3. As metas de curto prazo são ajustadas de maneira a acomodar os choques de oferta e outras mudanças exógenas. Há, assim, uma resposta imediata aos choques de demanda sempre que os mesmos tenderem a aumentar o produto e a inflação simultaneamente.

As características acima listadas podem ser acompanhadas de outros fatos estilizados observados em diversos países que adotam as metas

inflacionárias e que, nas seções seguintes, serão analisadas à luz do caso brasileiro:

1. O regime completo está baseado em 5 pilares: ausência de outras âncoras nominais, comprometimento institucional com a estabilidade de preços, ausência de dominância fiscal, independência do instrumento de política monetária, transparência das políticas e prestação de contas por parte das autoridades monetárias.

2. A adoção do sistema varia de forma evolucionária a revolucionária. A primeira refere-se aos países que adotaram as metas inflacionárias sem que tivessem satisfeitos todos os pilares acima. No caso específico do Brasil, a adoção ao sistema completo aconteceu desde o início, explicitando seu caráter revolucionário. Contudo, este procedimento não levou em conta algumas peculiaridades fundamentais inerentes não só à economia brasileira mas também ao seu processo inflacionário. Todavia, tais pontos serão esclarecidos adiante.

3. Os países que adotam o regime estão em diferentes estágios inflacionários, ou seja, alguns possuem uma inflação moderadamente alta, ao passo que outros já atingiram um nível mais baixo. Independentemente da etapa, a implementação do sistema ocorre sempre na busca de credibilidade e atuando como uma âncora para as expectativas de inflação (MISHKIN & SCHMIDT-HEBBEL, 2001).

Sobre a análise do caso brasileiro, FACHADA (2001) argumenta que, nos dois primeiros anos, a taxa de inflação havia permanecido na meta, apesar de vários choques adversos, tanto domésticos quanto externos. O autor também complementa sua análise afirmando que o novo arcabouço monetário provou ser fundamental para a melhoria da transparência e na guia das expectativas prevenindo, assim, que surtos inflacionários transitórios se transformassem em aumentos inflacionários permanentes. Já MINELLA et. al (2003) fazem uma análise dos três anos e meio do regime de metas de inflação. Os autores centram atenção em dois importantes desafios: construção de credibilidade e volatilidade da taxa de câmbio. As estimações do trabalho mostram um relativo sucesso do regime brasileiro de metas de inflação com destaque para a queda do grau de persistência inflacionária.

MENDONÇA (2001) afirma que a condução da política monetária pós-1999 ficou muito prejudicada pois o regime de metas inflacionárias não foi capaz de definir claramente uma estratégia de determinação da taxa básica de juros brasileira. Já BRESSER (2005) vê as elevadas taxas de juros como uma grande armadilha que está freando o crescimento econômico tão necessário para o país. SICSU (2003), em sua análise do início da gestão de Luiz Inácio Lula da Silva na Presidência da República, argumenta que este seguiu um modelo de política econômica idêntico ao de Fernando Henrique Cardoso. O autor afirma que, realmente, a conquista da credibilidade dos mercados financeiros foi alcançada. Entretanto, houve uma contrapartida negativa com baixo crescimento econômico e aumento dos níveis de desemprego.

### 3. Metas de Inflação no Brasil

O regime brasileiro de metas inflacionárias, instituído em meados de 1999, surgiu com o propósito de servir como âncora nominal da economia. Inicialmente, as metas estabelecidas foram 8% (1999), 6% (2000) e 4% (2001), com intervalos de tolerância de 2 pontos percentuais<sup>4</sup>. O IPCA foi escolhido para ser o índice de preços para o cálculo das metas por possuir a característica de ser um indicador cheio (*headline inflation index*). Com a adoção deste índice, o governo levava em conta a história inflacionária recente ainda arraigada na população brasileira, que poderia suspeitar de políticas que expurgassem preços. Já a taxa de juros adotada foi a Selic overnight definida pelo Comitê de Política Monetária (BOGDANSKI, TOMBINI & WERLANG, 2000).

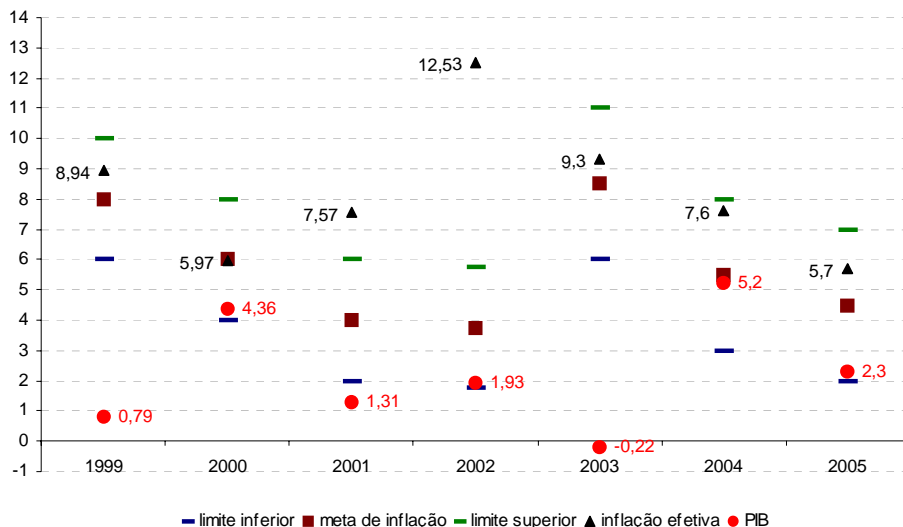
Se nos dois primeiros anos as conjunturas interna e externa colaboraram com o cumprimento dos objetivos das autoridades monetárias, o ano de 2001 foi caracterizado por uma sucessão de choques desfavoráveis (crise energética, fim da bolha especulativa nas bolsas mundiais, crise Argentina e ataque terrorista aos EUA) com conseqüências negativas para a economia brasileira. Mesmo com a severa condução da política monetária, a inflação do ano atingiu o patamar de 7,57%, significando o descumprimento da meta para o ano em questão. Em 2002, os problemas estruturais de equacionamento das finanças brasileiras continuaram e ainda foram influenciados pelos desaquecimentos das economias norte-americana e mundial. Também houve problemas relacionados às eleições presidenciais, que geraram uma crise de credibilidade e desconfiança quanto ao futuro da economia. Sem dúvida, foi um ano muito ruim para a política econômica e o resultado foi um nível inflacionário superior a 12% a.a. (Gráfico 1).

No ano de 2003, com a posse do novo Presidente da República e a continuação da política monetária extremamente contracionista, como aquela adotada no governo precedente, as principais variáveis econômicas reverteram a tendência de desestabilização (alta) verificada no final do ano anterior. Um exemplo de continuísmo de política econômica foi a elevação da taxa de juros como primeira ação das autoridades monetárias. Esta atitude significou uma sinalização ao mercado de que o combate à inflação continuaria a maior prioridade também no novo governo, mesmo em detrimento de outras variáveis-chave da economia. A divulgação das novas metas de inflação para 2003 e 2004 foi outra decisão importante. Para 2003, a meta passou de 4% para 8,50% e, para 2004, o aumento foi de 3,75% para 5,50% (Gráfico 1). Além disso, o intervalo de tolerância passou de 2% para 2,5% e as metas passaram a ser perseguidas em um prazo de dois anos como forma de diluir os efeitos de choques de oferta. Já no ano de 2004, houve um considerável crescimento econômico e uma valorização cambial que contribuíram para o cumprimento do objetivo principal das autoridades monetárias. Entretanto, conforme será analisado posteriormente, os problemas de credibilidade e de persistência inflacionária continuaram resultando em taxas de juros estratosféricas (Gráfico 2).

---

<sup>4</sup> O importante a ser notado é a mudança dos limites de tolerância de 2 pontos percentuais, até 2001, para 2,5 pontos percentuais a partir de 2003.

**Gráfico 1 - Metas inflacionárias, taxa de inflação e crescimento do PIB (% p.a.)**



Fonte: ipeadata. Elaboração dos próprios autores

Em 2004, houve um grande crescimento da economia brasileira (Gráfico 3), fruto de ajustes externos advindos da depreciação cambial e do momento favorável das exportações brasileiras. Entretanto, estas mesmas exportações, aliadas à continuação de altas taxas de juros, proporcionaram uma apreciação da taxa de câmbio (Gráfico 4), o que contribuiu para a queda da taxa de inflação e alcance da meta para o ano (Gráfico 1).

No ano de 2005, a condução da política monetária foi bem semelhante ao ano anterior. A promessa de um crescimento sustentado não aconteceu, pois o PIB cresceu a módicos 2.3%<sup>5</sup> (Gráfico 3). No início do ano, com algumas indicações de pressões inflacionárias, o Banco Central aumentou a taxa básica de juros, que ficou em torno de 15% em termos reais no ano em questão.

#### 4. Análise do Regime Brasileiro de Metas Inflacionárias e Possíveis Revisões

Ao analisar qualquer regime de metas de inflação deve-se destacar que o mesmo não é uma unanimidade. De um lado há argumentações explicitando que as características estruturais e a performance macroeconômica dos países que adotaram o sistema são diferentes (superiores) daquelas nações com

<sup>5</sup> Estimativa dos autores.

arcabouços monetários convencionais. De outro lado, há estudos que mostram uma indiferença entre países que adotaram uma regra explícita e aqueles que optaram por uma meta implícita para a taxa de inflação. Como a proposta desse artigo não é promover este debate<sup>6</sup>, e levando-se em conta a adoção do sistema pelo Brasil, cabe a nós estudá-lo de forma detalhada, como será feito segundo os tópicos seguintes. Para isso, nos balizaremos em MISHKIN & SCHMIDT-HEBBEL (2001).

#### **4.1. Comunicação, transparência e prestação de contas**

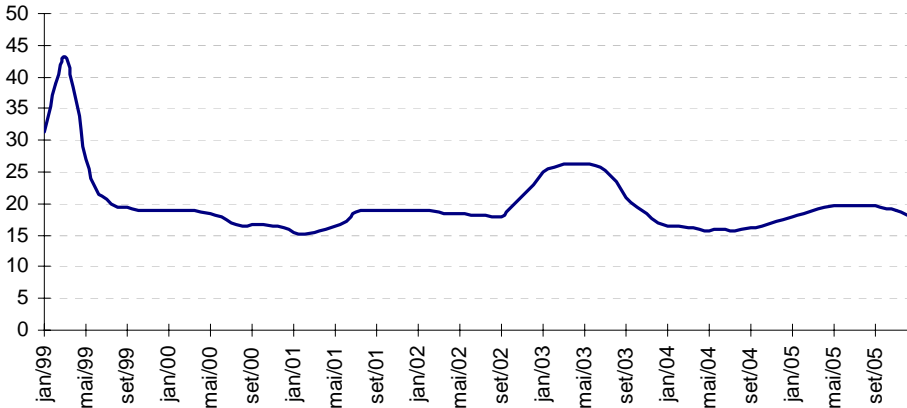
Não ha dúvida que tais itens foram solidificados com a introdução das metas inflacionárias. O Banco Central publica religiosamente um Relatório de Inflação e as atas referentes às reuniões do Comitê de Política Monetária (COPOM). O ponto a ser discutido, talvez, é a não divulgação do modelo econômico utilizado pelo departamento de pesquisa da instituição. Mas, de uma forma geral, as autoridades monetárias cumprem bem os primeiros quesitos da discussão. Contudo, embora influenciem diretamente no sucesso ou fracasso do regime, não são estes os fatores primordiais do sistema.

#### **4.2. Flexibilidade das metas de inflação**

Quanto ao fato de a condução da política monetária sob metas de inflação ser flexível, a teoria convencional argumenta que devem haver reações simétricas aos choques positivos e negativos. Além disso, o processo de combate à inflação necessita de uma perseguição gradual, sem reação a choques temporários no produto. Para o caso específico brasileiro, as autoridades monetárias não têm seguido esta teoria e sim trabalhado no combate aos choques de demanda, embora estes não tenham existido de forma consistente. Mesmo assim, por vezes houve um descumprimento das metas que posteriormente foram ajustadas (Gráfico 1). A razão para este descompasso está na estratégia de política monetária perseguida pelo Banco Central. A instituição apostou em uma queda brusca da inflação e não deixou espaço para lidar com os diversos choques enfrentados pela economia. Esta forma de atuação pode ser caracterizada como uma suavização assimétrica das taxas de juros, isto é, há uma rigidez para baixo com acréscimos rápidos e diminuições lentas.

---

<sup>6</sup> Algumas referências sobre o tema são: SICSÚ (2002) e BALL & SHERIDAN (2003).

**Gráfico 2 - Taxa de juros - Selic acumulada no mês anualizada (% a.a)**

Fonte: ipeadata. Elaboração dos próprios autores

#### 4.3. Redução das taxas de sacrifício e da volatilidade no produto

Podemos avaliar a eficiência de um regime de política monetária através da comparação das médias e volatilidades<sup>7</sup> das variáveis primordiais da economia. Estas são: produto real anual, taxa de juros Selic (mensal), taxa de câmbio comercial (R\$/US\$) referente à venda no final do período, dívida líquida do setor público em porcentagem do PIB, inflação (IPCA) e taxa mensal de desemprego aberto<sup>8</sup>. A eficácia da política econômica será verificada por meio da comparação dos períodos pré-metas (de agosto/1994 a dezembro/1998) e pós-metas (de janeiro/1999 a dezembro/2005). Já a definição de taxa de sacrifício significa a perda no nível de emprego necessária para a redução da taxa de inflação em 1%.

A partir da Tabela 1 percebemos que o regime de metas de inflação trouxe uma menor volatilidade de todas as variáveis, exceto da taxa de câmbio. A mesma possuía pouca variabilidade no período anterior a janeiro de 1999, pois servia como a âncora nominal da economia. Para as taxas de juros e de câmbio a explicação é trivial. Com a flexibilização cambial, esta variável certamente tende a ficar mais volátil ao passo que este processo alivia a pressão em relação às outras variáveis do sistema. Entretanto, é importante mencionar o caso da taxa de juros. Esta passou de um patamar estratosférico, cerca de 50% a.a., para valores ainda extremamente elevados, por volta de 18% a.a. Ou seja, mesmo com uma queda na volatilidade não há o que comemorar.

<sup>7</sup> A volatilidade está representada pelo desvio padrão.

<sup>8</sup> Esta taxa é referente à região metropolitana de São Paulo, pois série nacional foi interrompida em 2002/12 e, desde então, adotou-se uma nova metodologia.



Tabela 1 - Média e Volatilidade

	Pré-Metas		Pós-Metas	
	Média	Volatilidade	Média	Volatilidade
Taxa de Juros (Selic)	2,5524	0,9163	1,5098	0,3334
Inflação (IPCA)	0,9905	1,1272	0,6992	0,5357
Taxa de Câmbio	1,0262	0,1060	2,4896	0,5550
PIB Real	3,2260	2,1084	2,3117	1,8819
Dívida Líquida do Setor				
Público (% PIB)	32,8421	3,2958	52,4550	3,1374
Taxa de desemprego				
(RMSP)	10,0151	1,2172	11,6506	0,9645

Fonte: Ipeadata. Elaboração dos autores.

Como consequência das altas taxas de juros, há um maior controle da taxa de inflação mas às custas de um aumento substancial da dívida pública. A média mensal desta passou de 32% no período pré-metas, para 52% no período pós-metas. Além disso, outros entraves merecem ser destacados. Por exemplo, uma avaliação da taxa de desemprego no período de vigência do regime mostra uma performance pior dada a diferença relevante entre as médias. Se anteriormente, tal medida estava em torno de 10%, posteriormente este valor passou para aproximadamente 12%. Neste caso, verifica-se um aumento da taxa de sacrifício ainda que a volatilidade tenha diminuído.

A Tabela 1 é também importante para um diagnóstico similar acerca do produto real. Comparando-se os períodos em questão, nota-se que a trajetória do PIB registrou um decréscimo de aproximadamente 1 ponto percentual. Tal resultado é ainda mais preocupante quando se verifica que mesmo no período pré-metas a média do crescimento econômico já estava em baixos patamares. Ao analisar a volatilidade da produção, verifica-se uma suave diminuição no período pós-metas. Todavia, qualquer diagnóstico pode ficar comprometido uma vez que houve um fraco desempenho da economia (Tabela 1).

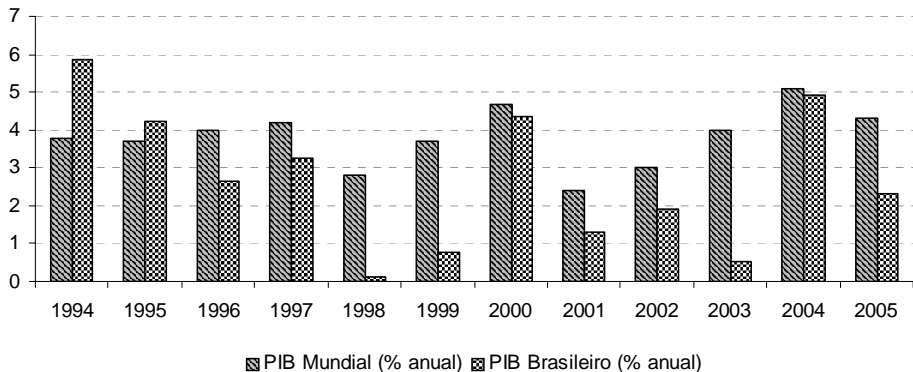
A questão da taxa de sacrifício pode ainda ser corroborada confrontando-se a performance da atividade econômica no Brasil em relação ao crescimento do PIB mundial. Pelo Gráfico 3 nota-se que, após a implementação do regime de metas, o produto real brasileiro apresentou uma trajetória com taxas bem inferiores àquelas observadas no resto do mundo. Ou seja, o Brasil não tem se aproveitado do aquecimento econômico internacional para promover o tão desejado desenvolvimento interno.

Desta forma, a análise da média das variáveis deixa claro que a taxa de sacrifício do brasileiro não se reduziu e, muito pelo contrário, aumentou. Quanto à volatilidade da produção, qualquer diagnóstico pode ficar comprometido uma vez que, no período referente ao regime de metas de inflação, houve um baixo crescimento econômico e, conseqüentemente, pequena volatilidade do produto.

#### 4.3.1. horizonte da meta, intervalos de tolerância

Aliado ao problema da taxa de sacrifício e da volatilidade das variáveis está o fato de a política monetária afetar a economia e a inflação com defasagens consideráveis. Para nações com um histórico de baixos níveis inflacionários, tais defasagens podem ser superiores a 2 anos. Já no caso dos países emergentes, ainda que o intervalo não seja tão longo, ele existe e é de suma importância. Dado este fato, o cumprimento do objetivo inflacionário ficará comprometido uma vez que a eficácia da política monetária somente será percebida em um horizonte superior ao estipulado para que se atinja a meta. Desta maneira, a tentativa de alcance das metas em um horizonte de tempo curto pode causar problemas no controle do regime. Para o caso brasileiro, este problema foi aparente. Horizontes muito curtos e audaciosos para as metas, além dos choques adversos, foram os principais causadores da instabilidade no instrumento de política monetária. Em decorrência disso, houve um ajuste forçado das metas (Gráfico 1) no sentido de buscar uma convergência de longo prazo.

**Gráfico 3 - Taxas de Crescimento Econômico Brasileira e Mundial**



Fonte: Ipeadata. Elaboração dos autores.

#### 4.4. Expectativas inflacionárias

O ponto abordado neste tópico diz respeito às expectativas de inflação e uma possível diminuição das mesmas devido ao regime de metas inflacionárias. Para a economia brasileira esta credibilidade ainda não atingiu níveis

significativos mesmo depois de mais de meia década de adoção do regime. Este é um ponto controverso, pois parece haver uma influência do mercado nas decisões do Banco Central e não o contrário, como era de se esperar. De fato, isto causa certa estranheza visto que um país com taxas de juros reais bem elevadas, por um longo período, já deveria exercer um maior controle das expectativas do mercado.

#### **4.5. Independência do Banco Central**

Por fim, devemos discutir a questão da independência do Banco Central no contexto de uma política monetária sob o regime de metas de inflação. MISHKIN & SCHMIDT-HEBBEL (2001) afirmam, com base em comparações entre vários países que adotam o sistema, que a independência do Banco Central é solidificada a partir da implementação das metas. O ponto importante é se a autoridade monetária teria independência de metas e instrumentos, ou somente do último. Em outras palavras, o governo deveria responsabilizar-se somente pela definição das metas ou deveria intervir nas decisões da autoridade monetária? Esta discussão deve ser reforçada na atual conjuntura da economia brasileira, mas ainda continua obstruída na pauta de decisões do congresso nacional.

Vale aqui um breve comentário. Caso a questão anterior seja solucionada no âmbito político, o Banco Central brasileiro ficará de fato independente um dia? Acreditamos que não. Sofremos de uma forte dependência externa em vários aspectos, não só os econômicos, e esta característica impossibilita que as decisões econômicas da nação sejam realmente independentes.

#### **5. Desafios das Metas Inflacionárias Brasileiras**

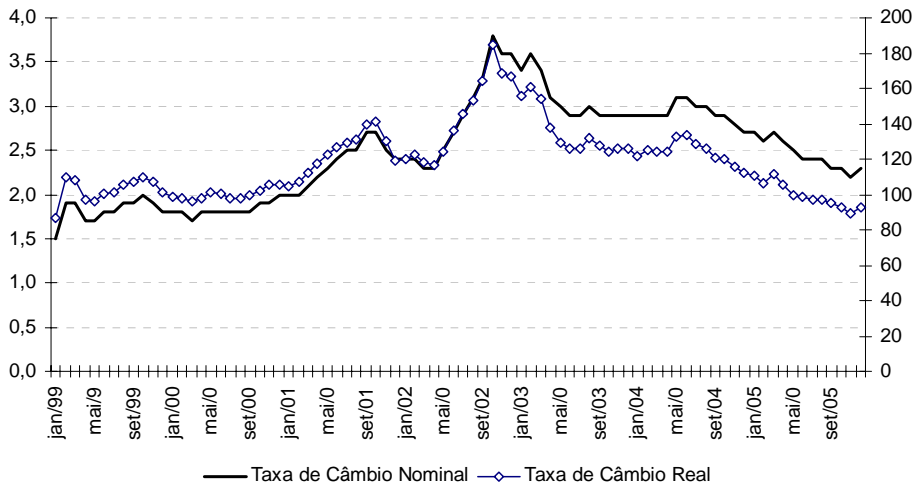
Conforme argumentado por muitos, o Brasil foi um exemplo na implementação das metas inflacionárias tanto em sua forma quanto em sua velocidade. Entretanto, esta abordagem não menciona que a maneira pela qual o modelo foi introduzido seria correta se, e somente se, a economia brasileira fosse regida de modo análogo às economias centrais. Em outras palavras, as variáveis primordiais das nações desenvolvidas não exercem exatamente o mesmo papel nos países emergentes, e isso foi negligenciado pelas autoridades monetárias. O argumento deste trabalho não é de oposição pura e simples às metas inflacionárias e sim de críticas à forma como elas foram implementadas no país. Desta maneira, o objetivo desta seção é analisar tópicos importantes ao regime brasileiro de metas de inflação, tais como: questão cambial, endividamento público, desemprego e preços administrados.

Em relação à taxa de câmbio, esta não possui uma volatilidade muito acentuada nas nações desenvolvidas e, desta maneira, não influi diretamente em seus regimes monetários. Já nas economias emergentes, como a brasileira, a referida variável é fundamental devido aos impactos bruscos e profundos sobre o ambiente econômico. Depreciações cambiais podem ter um impacto deletério na inflação ao passo que apreciações podem prejudicar as contas governamentais via níveis de exportações e importações. Uma apreciação real

pode tornar as indústrias nacionais menos competitivas e, além disso, pode levar a déficits de conta corrente consideráveis, deixando o país mais vulnerável a crises (MISHKIN & SCHMIDT-HEBBEL, 2001). Outra observação importante refere-se às mudanças consideráveis de preços relativos na economia, incluindo os salários, após alterações na taxa de câmbio.

Para o caso específico do Brasil, uma vez que a questão cambial não foi devidamente analisada no período anterior à implementação das metas, o início do regime ocorreu em paralelo a uma grande volatilidade da taxa de câmbio. Naquele período, a mesma oscilou, em um primeiro momento, entre um patamar de R\$ 1,20/US\$ e R\$ 2,90/US\$ e, em um segundo momento, entre R\$ 1,80/US\$ e R\$ 2,20/US\$. A mensagem era clara e mostrava que mercado ainda não possuía informações suficientes para inferir sobre o verdadeiro patamar da taxa de câmbio brasileira.

**Gráfico 4 - Taxas de Câmbio Nominal e Real**



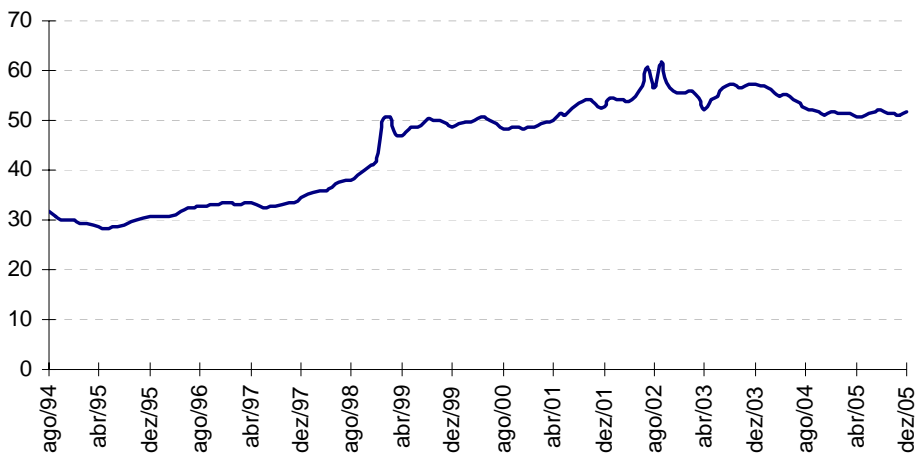
Fonte: Banco Central do Brasil: Séries Temporais. Elaboração dos próprios autores

Nota: Taxa de câmbio - Livre - dólar americano (venda) - média de período  
Índice da taxa de câmbio real (IPCA) - Maio/2005=100 - dólar americano

Sem embargo, a ausência de uma prévia estabilização cambial faz o estabelecimento de uma meta rígida para a inflação uma tarefa de extrema complexidade. TAYLOR (2000) argumenta que a introdução da taxa de câmbio na função de reação do Banco Central é algo discutível pois os resultados são incertos. Assim, segundo a teoria convencional das metas inflacionárias, a função da instituição seria conter a inflação e deixar a taxa de câmbio flutuar. Porém, uma volatilidade cambial não deve ser encarada de forma passiva dado que o Brasil não pode se dar ao luxo de tratar a taxa de câmbio como uma variável exógena.

Desta maneira, a melhor estratégia teria sido a perseguição de uma convergência menos abrupta das taxas de inflação. Por exemplo, Chile e México procuraram equilibrar suas economias primeiramente e iniciaram um processo de divulgação de projeções inflacionárias com objetivos de longo prazo. O resultado foi um menor custo social de implementação do regime se comparado ao caso brasileiro. No Chile, a estratégia começou a ser estudada e adotada de forma gradual em 1991. No entanto, a plena utilização do regime só aconteceu em 2000 quando as autoridades monetárias passaram a divulgar os chamados relatórios de inflação. Fato similar aconteceu no México, mas em datas distintas. Já no Brasil, a configuração do sistema foi precipitada sendo esta mais uma das muitas causas do descumprimento das metas.

**Gráfico 5 - Dívida Líquida do Setor Público (% PIB) - Total - Setor público consolidado**



Fonte: Ipeadata. Elaboração dos próprios autores

Logicamente, não é possível afirmar que uma estratégia gradualista de introdução do regime de metas de inflação fosse causar um impacto positivo em nossa economia. No entanto, a instituição de projeções inflacionárias, anterior às metas propriamente ditas, seria uma forma de adaptar o regime às características brasileiras e mitigar problemas sociais. Deste modo, haveria uma maior possibilidade de certas variáveis-chave da economia convergirem mais suavemente para níveis estabilizadores de longo prazo. E ainda, as autoridades econômicas poderiam atuar com mais calma para que algumas variáveis, como taxa de câmbio, e a inércia gerada no índice de inflação fossem mais bem analisadas. Destarte, não só os agentes econômicos estariam mais habituados como também os *policymakers* conduziriam melhor o regime de metas.

Já em relação à taxa de juros, os gestores da política econômica as utilizavam não somente para conter a inflação mas também para influenciar os

movimentos da taxa de câmbio. Na presença de altas taxas de juros, os capitais internacionais tendem a fluir para as economias emergentes. Contudo, conforme a taxa de juros real eleva-se de forma contínua, mesmo os investidores mais confiantes começam a suspeitar de um possível *default* e não promovem a rolagem da dívida. Assim, provoca-se uma nova desvalorização da taxa de câmbio e caracteriza-se um caso típico de dominância fiscal.

O papel do endividamento público e dos gastos governamentais magnifica outra questão não resolvida mas relacionada à condução da política econômica brasileira: o lado fiscal da economia. É certo que o país vem obtendo superávits primários consideráveis. Contudo, estes são alcançados, principalmente, via aumento da carga tributária e não via corte de gastos públicos. Isso cria um ciclo vicioso pois as altas taxas de juros elevam a dívida pública e esta exige um maior superávit primário que, para obtê-lo, pode-se aumentar carga tributária ou diminuir gastos. Como o governo tem dificuldade em promover cortes nestes últimos, e como o aumento de impostos já atingiu seu limite, qualquer diminuição da taxa de juros torna-se mais complexa. Assim sendo, faz-se necessário um ajuste fiscal satisfatório no sentido de adequar as contas do governo à realidade econômica do país. No entanto, os cortes devem ser feitos em setores que não onerem ainda mais o atendimento social e os investimentos do Estado.

Embora a economia brasileira esteja passando por um período de calma, não podemos esperar que se instaure uma nova crise para tomar providências quanto ao grau de endividamento público do país. Devemos sempre nos espelhar em acontecimentos recentes e suas conseqüências. Lembremo-nos, por exemplo, de 2002. Naquele ano, o Brasil enfrentou uma dinâmica muito particular de comportamento da taxa de juros e desta com a probabilidade de moratória da dívida pública. De acordo com (GOMES & HOLLAND, 2003):

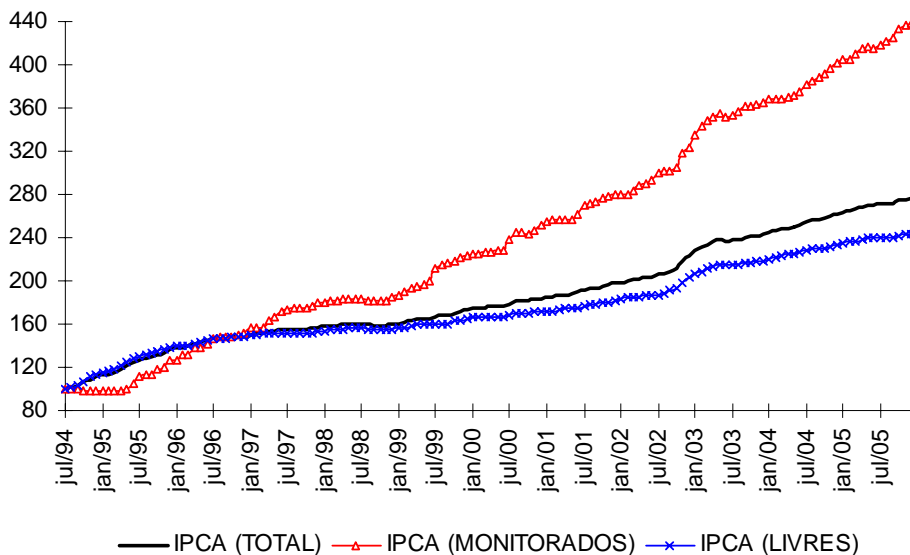
*“Neste ambiente, algumas sugestões analíticas ganharam atenção especial e entre elas destaca-se a formulação de Bresser-Pereira & Nakano (2002). Os autores sugeriram que, no sentido de reduzir a dívida do setor público e recuperar o crescimento econômico, seria necessário seguir uma política monetária baseada em baixas taxas de juros. A lógica associada a esta proposta está no argumento de que o determinante principal das altas taxas de juros não era alto risco país de então, mas a dinâmica da própria dívida pública. Assim, Bresser-Pereira & Nakano (2002) argumentaram que, quando o BC define uma alta taxa de juros, o resultado é um aumento na razão dívida/PIB no tempo e, por conseguinte, um maior risco país.”*

O componente inercial inerente aos índices de preços brasileiros é outro ponto importante que foi negligenciado na configuração das metas inflacionárias. Este elemento provoca uma considerável variação dos preços monitorados independentemente das leis de demanda. Vários destes preços também são vinculados a contratos atrelados, principalmente, ao dólar americano. Isso certamente deixa a economia brasileira à mercê de grandes volatilidades cambiais. Analisando o IPCA, índice relevante na condução do regime de metas de inflação, percebe-se que, de 1995 até meados de 2004,

a inflação acumulada<sup>9</sup> dos preços monitorados foi sempre superior ao do próprio índice e extremamente maior que a inflação dos preços livres, que exclui os preços monitorados (Gráfico 6). Portanto, o Banco Central atua de forma equivocada quando tenta atingir a meta de inflação a qualquer preço. Há uma repressão exagerada dos preços livres ao passo que os monitorados elevam-se de qualquer modo, pois possuem vida própria e aumentam, por conseguinte, o índice de inflação.

Sendo assim, a presença dos preços administrados gera uma série de problemas à economia brasileira. O primeiro deles é o fato de as atitudes do Banco Central, via instrumento de política monetária, só atingirem os preços livres da economia. Significa que, muitas vezes, choques inexistentes de demanda são combatidos. O segundo problema recai sobre as expectativas de inflação que se deterioram e geram um círculo vicioso de taxas de juros cada vez mais elevadas. O resultado é uma política monetária muito restritiva e severa, mesmo quando os responsáveis pelas decisões de política econômica dizem que atuam somente sobre choques secundários da economia.

**Gráfico 6 - Inflação Acumulada – Mensal (Base 1995=100)**



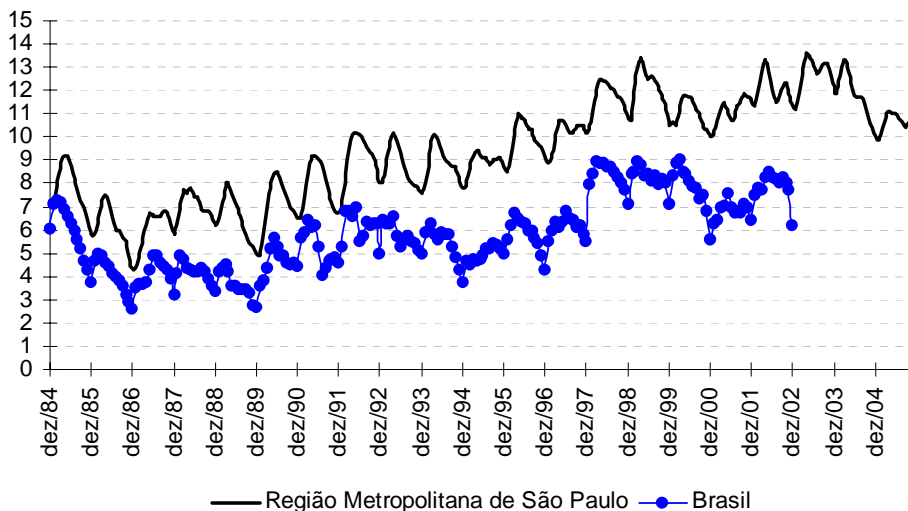
Fonte: Ipeadata

A relação entre política monetária e desemprego também é de suma importância e deve ser abordada. Ao contrário do que é sugerido pelas literaturas empírica e teórica, é perceptível que a política monetária pode ter efeitos positivos

<sup>9</sup> Soma das inflações passadas com início em janeiro de 1995, este com base 100.

e duradouros nas taxas reais de juros e, por conseguinte, na atividade econômica e desemprego. Ou seja, o impacto da política monetária no nível de desemprego é potencialmente mais poderoso do que se argumenta no debate corrente. Se isso é verdade, a relação entre mercado de trabalho e política monetária vai além do convencional e pode influenciar a chamada taxa natural de desemprego, causando um processo de histerese (persistência) na mesma (BLANCHARD, 2002). Significa que, se a taxa de desemprego eleva-se, há uma dificuldade extra de fazê-la retornar ao seu nível inicial no futuro.

**Gráfico 7 - Taxas de Desemprego: Brasil e Regiões Metropolitanas**



Fonte: IBGE (Brasil) e DIEESE (São Paulo). Elaboração dos próprios autores

Nota: Para o Brasil, a série foi interrompida em 2002/12 e, desde então, tem uma nova metodologia.

O Gráfico 7 mostra o comportamento crescente das taxas de desemprego brasileira e da região metropolitana de São Paulo. Note que o acirramento da política monetária, no sentido de alcançar as metas de inflação, provocou perdas de postos de trabalho importantes, que começaram a se recuperar a partir de 2004 por consequência da recuperação econômica já relatada em parágrafos anteriores. Não obstante, o problema ainda é grave e requer um cuidado especial por parte do governo.

## 6. Considerações Finais

A proposta deste trabalho foi a analisar o regime de metas de inflação no Brasil e tirar lições pertinentes que nos auxiliem na condução futura da política monetária do país. Nossos argumentos mostraram que houve algumas



melhoras pontuais mas que esta suposta estabilidade esconde vários tropeços. O crescimento econômico do país está estagnado há tempos e a taxa de desemprego tem se estabilizado em patamares bem elevados. O mesmo pode ser dito em relação à taxa de juros. Seja nominal ou real, ela está entre as mais elevadas no mundo. Desta forma, os analistas do governo estão corretos quando defendem que o regime de metas inflacionárias tem sido um sucesso dada a queda de volatilidade das variáveis. Contudo, esta análise tem foco viesado, conforme ressaltado nas páginas anteriores.

Também, não se deve comemorar a recente recuperação da economia. Se por um lado ela é positiva, pois mesmo com as elevadas taxas de juros houve uma reação do setor produtivo, por outro não há um claro sinal de sustentabilidade deste crescimento. Primeiro, pelo fato de as taxas de juros bloquearem investimentos produtivos mais consistentes. Segundo, reformas sérias e necessárias ainda estão por vir. Sem estes aspectos devidamente resolvidos, o país ficará sempre dependente do ambiente externo.

Certamente, o Brasil deveria ter realizado mudanças em sua política monetária. Contudo, a implementação de uma âncora nominal como as metas de inflação requer, além de um ambiente econômico favorável, uma grande habilidade e precisão por parte dos gestores de política econômica. Neste caso, a adoção precipitada do sistema foi mais um fator negativo. Nosso argumento não é contrário às metas inflacionárias, pois concordamos com a necessidade de uma âncora nominal para países emergentes como o Brasil. Acreditamos em uma avaliação minuciosa do regime aliada a um estudo aprofundado da realidade brasileira. Posteriormente, as duas realidades deveriam ser confrontadas e justapostas a fim de se criar um regime de metas de inflação mais adaptado ao país. Portanto, afirmações acerca da perfeita implementação do sistema de metas inflacionárias devem ser revistas no sentido de levarem em conta as peculiaridades do país.

### **Referências**

- BALL, L. & SHERIDAN, N. Does Inflation Targeting Matter? 2003. (NBER Working Paper, n. 9577).
- BARRO, R. J. & GORDON, D.B. Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy. *Journal of Monetary Economics*, 12, p. 101-121, July, 1983.
- BLANCHARD, O. Monetary Policy and Unemployment. In: MONETARY POLICY AND THE LABOR MARKET. A CONFERENCE IN HONOR OF JAMES TOBIN. New School of Social Research, NY, November, 2002.
- BLANCHARD, O. Fiscal Dominance and Inflation Targeting. Lessons from Brazil. 2004. (NBER Working Paper, n. 10389).
- BOGDANSKI, J, TOMBINI, A.A. & WERLANG, S.R. Implementing Inflation Targeting in Brazil. 2000. (Trabalhos para Discussão do Banco Central do Brasil, número 1).
- BRESSER-PEREIRA, L.C. & NAKANO, Y. Uma Estratégia de Desenvolvimento com Estabilidade. *Revista de Economia Política*, 21 (3), p. 146-177, julho, 2002.
- BRESSER-PEREIRA, L.C. O Segundo Consenso de Washington e a Quase Estagnação da Economia Brasileira. *Revista de Economia Política*, 23 (3), p. 3-34, julho, 2003.

- BRESSER-PEREIRA, L.C. Macroeconomia para o Brasil pós-1994. *Análise Econômica*, 21 (40), p. 7-38, setembro, 2003.
- BRESSER-PEREIRA, L. C. **Macroeconomia Pós-Plano Real: As Relações Básicas**. In: SICSÚ, J.; DE PAULA, L.F.; MICHEL, R. (Ed.). *Novo-Desenvolvimentismo - Um Projeto Nacional de Crescimento com Equidade Social*. Barueri: Manole; Rio de Janeiro: Fundação Konrad Adenauer, 2005. p. 3-47.
- CLARIDA, R., GALI, J., GERTLER, M. The Science of Monetary Policy: A New Keynesian Perspective. *Journal of Economic Literature*, 37 (4), p. 1661-1707, 1999.
- FIGUEIREDO, L. F., FACHADA, P., GOLDESTEIN, S. Monetary Policy in Brazil: Remarks on the Inflation Targeting Regime, Public Debt Management and Open Market Operations. 2002. (Trabalhos para Discussão do Banco Central do Brasil, número 37).
- FIGUEIREDO, F.M.R. & FERREIRA, T.P. Os Preços Administrados e a Inflação no Brasil. 2002. (Trabalhos para Discussão do Banco Central do Brasil, número 59).
- FACHADA, P. Inflation Targeting in Brazil: Reviewing Two Years of Monetary Policy 1999/00. 2001. (Trabalhos para Discussão do Banco Central do Brasil, número 23).
- FRAGA, A., GOLDFAJN, I., MINELLA, A. Inflation Targeting in Emerging Markets Economies. 2003. (Trabalhos para Discussão do Banco Central do Brasil, número 76).
- GOMES, C. & HOLLAND, M. Política Monetária e Regra de Taylor em condições de endividamento público no Brasil. *Revista Economia* (ANPEC). Brasil, 22.(40), p. 01-24, 2003.
- GOMES, C. & AIDAR, O. Metas Inflacionárias: Preços Livres e Administrados no Brasil: Uma Análise Econométrica. In: ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA, 33. João Pessoa, 2004. Anais. João Pessoa, Associação Nacional de Centros de Pós-Graduação em Economia, 2004.
- KYDLAND, F.E. & PRESCOTT, E.C. *Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans*. *Journal of Political Economy*, 85, p. 473-492, June, 1977.
- MENDONÇA, H.F. Mecanismos de transmissão monetária e a determinação da taxa de juros: uma aplicação da Regra de Taylor ao caso brasileiro. *Economia e Sociedade*, 16, p. 65-81, 2001.
- MINELLA, A. et al. Inflation Targeting in Brazil: Constructing Credibility under Exchange Rate Volatility. *Journal of International Money and Finance*, 22; 1015-1040, 2003.
- MISHKIN, F. S. Inflation Targeting in Emerging Market Countries. 2000. (NBER Working Paper, n. 7618).
- MISHKIN, F. S. & SCHMIDT-HEBBEL, K. One Decade of Inflation Targeting in the World: What do we know and what do we need to know? 2001. (NBER Working Paper, n. 8397).
- PETRELLI, V. & GOMES, C. Conjuntura Econômica Brasileira e Limites do Sistema de Inflação. In: ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA POLÍTICA, 8. Florianópolis, 2003. Anais. Florianópolis, Sociedade Brasileira de Economia Política, 2003.
- ROGOFF, K. The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target. *Quarterly Journal of Economics*, 100, p. 1169-1189, November, 1985.
- ROMER, D. *Advanced Macroeconomics*. New York, McGraw Hill, 2001.
- SICSÚ, J. Teoria e Evidências do Regime de Metas Inflacionárias. *Revista de Economia Política*, 22, n. 1 (85), janeiro-março. 2002.
- TAYLOR, J. B. Discretion Versus Policy Rules in Practice. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 39, p. 195-214, 1993.

**Política Monetária no Brasil:** os desafios do regime de metas de inflação

**Resumo:** Passados mais de cinco anos do regime brasileiro de metas de inflação, há de se começar a tirar lições teóricas e empíricas do mesmo. Nestes anos, a economia brasileira passou por períodos variados de turbulência e calma, colocando, por vezes, o regime em xeque. Este artigo tem um duplo objetivo. Primeiramente, reportaremos a performance do regime brasileiro de metas de inflação desde sua implementação até o final de 2005. Em segundo lugar, analisaremos tópicos importantes referentes ao mesmo, explicitando nossas preocupações com o rumo da condução de política monetária do país. Entre outros pontos, argumentaremos que há vícios de origem inerentes à formação das metas inflacionárias no Brasil que ainda não foram devidamente abordados pelas autoridades monetárias constituídas. O resultado é a busca de credibilidade e de uma imediata conversão da taxa de inflação à meta estabelecida, às custas de elevadas taxas de juros. Em termos sociais, os efeitos negativos também não são negligenciáveis, principalmente no tocante a temas como nível de desemprego e crescimento econômico.

**Palavras-Chave:** Política Monetária, Metas de Inflação, Conjuntura Econômica.

**Códigos JEL:** E52, E42, C32.

***Monetary Policy in Brazil: the challenges of the inflation targeting regime***

**Abstract:** *Over the last few years, inflation targeting has been used in Brazil as the main tool to conduct monetary policy. It is time to start looking back in order to learn from the lessons offered. In this period, the country went through a series of turbulences that challenged policymakers' actions. The objective of this paper is twofold. Firstly, we will give an overview of the inflation targeting regime in Brazil, from the time of its implementation until the end of 2005. Secondly, we will analyze the regime thoroughly in order to show our concerns about the way monetary policy has been conducted in the country. We will argue that the regime has had some drawbacks which have not been dealt with properly by our policymakers. As a result, the search for credibility by the Brazilian Central Bank has led to a continuous interest rate increase, aimed at an immediate target reaching. In social terms, the negative results cannot be neglected either, especially on the unemployment level and on the economic growth.*

**Key Words:** *Monetary Policy, Inflation Targeting, Brazilian Economy.*

**JEL Codes:** *E52, E42, C32.*