

# Metas de inflação: uma avaliação do caso brasileiro

Marcelo Curado\*

*Doutor em Economia (IE-Unicamp) e  
Professor do Departamento de Economia  
da UFPR.*

José Luis Oreiro\*\*

*Doutor em Economia (IE-UFRJ),  
Professor do Departamento de Economia  
da UFPR e Pesquisador do CNPq.*

## Resumo

*Este artigo analisa o regime de metas de inflação no Brasil, desde 1999, o qual tem exercido um papel significativo na estabilização dos preços. Este trabalho sugere que, em sua forma atual, o regime é incapaz de produzir a estabilização dos preços e o crescimento sistemático do produto. Para resolver esse problema, são propostos mudanças na forma de condução da política monetária e um novo desenho para o regime de metas de inflação.*

## Palavras-chave

**Política monetária; metas de inflação; taxa de juros.**

## Abstract

*This paper analyzes the regime of inflation targeting in Brazil since 1999. This regime has played a highly significant role in price stabilization. We suggest that in its current form it is unable to produce both price stabilization and systematic economic growth. In order to overcome this problem, we suggest changes in the*

---

\* E-mail: mcurado@ufpr.br

\*\* E-mail: joreiro@ufpr.br

*form in which the monetary policy is managed and a new design for the regime of inflation targeting.*

**Artigo recebido em 06 jul. 2005.**

## 1 - Introdução

O ataque especulativo promovido contra o real em janeiro de 1999 obrigou o Banco Central do Brasil (Bacen) a abandonar o regime de bandas cambiais. Chegava ao fim um período, iniciado em 1995, no qual o Banco Central controlava, através da utilização de um regime de bandas cambiais, o comportamento da taxa de câmbio nominal. A utilização dessa política de “ancoragem cambial” com efetiva valorização da taxa de câmbio e elevação do grau de abertura externa da economia constituiu-se no elemento-chave da política de combate à inflação no período.

O ataque especulativo de 1999 teve, portanto, um duplo efeito. Em primeiro lugar, tornou evidentes os limites de uma política de “ancoragem cambial” num contexto de instabilidade do sistema financeiro internacional. Em segundo, retirou do Banco Central a possibilidade de manutenção da política de controle da inflação por intermédio do controle da taxa de câmbio nominal.

O ataque especulativo não apenas deixou patente a incapacidade de sustentação e controle das taxas de câmbio nominal e real, como também deixou os *policy makers* órfãos de seu instrumento de controle da inflação. A opção do Banco Central foi adotar o regime de metas de inflação a partir de julho de 1999.

Nesse contexto, pretendemos, com o presente artigo, fazer uma avaliação crítica do regime de metas de inflação no Brasil. Para tanto, iremos, inicialmente, discutir o comportamento das principais variáveis macroeconômicas no período de vigência do regime de metas, sobretudo os resultados obtidos em termos de inflação, do crescimento do produto e das interações entre a política monetária e a política fiscal. A análise do comportamento dessas variáveis aponta claramente o fato de que o regime de metas de inflação, embora tenha sido relativamente eficiente no que se refere à obtenção da **estabilidade de**

**preços**, não foi capaz de obter a **estabilidade macroeconômica**<sup>1</sup>, tendo em vista o pífio desempenho da economia brasileira no que diz respeito ao crescimento do PIB e ao comportamento da dívida pública como proporção do produto real. Na seqüência, argumentamos que os problemas do regime de metas de inflação, no Brasil, se devem à existência de uma estrutura de governança da política monetária que é inadequada para o funcionamento satisfatório do regime de metas inflacionárias. Dessa forma, sugerimos algumas mudanças nessa estrutura, as quais poderão melhorar significativamente a *performance* da economia brasileira em termos de crescimento e de criação de empregos.

O artigo encontra-se organizado da seguinte forma. Na seção 2, fornecemos uma caracterização do regime de metas de inflação no Brasil. Apresentamos, também nessa seção, uma breve discussão sobre o significado teórico do regime de metas. Na seção 3, focamos a discussão sobre o comportamento das variáveis macroeconômicas selecionadas (inflação, crescimento do produto, política monetária e política fiscal). Na seção 4, apresentamos as propostas de alteração da estrutura de governança da política monetária no Brasil, com o objetivo de torná-la mais adequada ao funcionamento do regime de metas de inflação, o qual pode ser uma boa alternativa para a economia brasileira. Finalmente, a seção 5 contém as conclusões do trabalho.

## 2 - Regime de metas de inflação e sua instituição no Brasil

Um regime de metas de inflação é aquele no qual as ações da política monetária, sobretudo a fixação da taxa de juros básica, são guiadas com o objetivo explícito de obtenção de uma taxa de inflação (ou de nível de preços) previamente determinada (Svensson, 1998; Bernanke et al., 1999; Bogdanski; Tombini; Werlang, 2000; Mendonça, 2001).<sup>2</sup> A instituição de um regime de metas de inflação possui, de acordo com a literatura, uma série de vantagens. O anúncio das metas de inflação eleva o grau de transparência da política monetária,

---

<sup>1</sup> O conceito de estabilidade macroeconômica é mais amplo do que o conceito de estabilidade de preços, uma vez que o primeiro inclui também a estabilidade da demanda agregada e a do nível de emprego como objetivos primordiais da política macroeconômica (Sicsú; Paula; Michel, 2005, p. XVIII).

<sup>2</sup> Com intuito de imprimir maior flexibilidade e credibilidade ao regime, a autoridade monetária pode adotar como meta uma faixa de variação (banda) para a inflação e/ou nível de preços desejado.

tornando mais clara a compreensão do público em relação à atuação dos bancos centrais, o que capacita os agentes econômicos a acompanharem e a controlarem as ações dos bancos centrais de forma mais precisa. Outra vantagem do regime de metas de inflação é que — caso a meta inflacionária seja crível — a determinação *a priori* da inflação minimiza as incertezas no cálculo econômico, facilitando a tomada de decisões, em especial a das decisões de investimento. A meta de inflação funciona, portanto, como um balizador das expectativas de inflação dos agentes, conduzindo a taxa de inflação na direção da taxa natural (Bernanke et al., 1999).

Canuto (1999) sintetiza alguns dos problemas e/ou desvantagens da instituição de um regime de metas de inflação apontados pela literatura, em que se destacam:

- a) os gestores do regime defrontam-se com a possibilidade de amplos erros de previsão em relação à inflação. A necessidade de antecipação da inflação dá-se num ambiente de incertezas, sobretudo em economias em desenvolvimento sujeitas às turbulências do sistema financeiro internacional e/ou choques de oferta e demanda. Na prática, o banco central adota algum modelo econômico que sintetiza as principais relações entre as variáveis econômicas relevantes na determinação da inflação;
- b) existem *gaps* temporais entre o curso completo dos efeitos da política monetária e sua atuação efetiva sobre a inflação. No caso brasileiro, de acordo com Bogdanski, Tombini e Werlang (2000), esse *gap* está na atuação da política monetária, mais especificamente entre a variação da taxa de juros nominal e seu efeito sobre a produção; e
- c) a focalização unilateral na estabilidade da inflação pode implicar excesso de volatilidade nas flutuações do produto. Nesse sentido, a fixação de uma meta inflacionária muito restrita pode gerar elevações das taxas de juros e, portanto, elevações do *gap* entre o produto efetivo e o produto potencial que não sejam positivas do ponto de vista social.

Esse regime vem sendo implementado por diversas economias, com destaque para as de Nova Zelândia, Inglaterra, Canadá, Suécia, Austrália e Espanha (Bernanke et al., 1999). No Brasil, o regime de metas de inflação foi formalmente adotado no dia 1º de julho de 1999, a partir do Decreto Presidencial nº 3.088 e da Resolução nº 2.615 do Conselho Monetário Nacional (CMN). O índice de inflação escolhido pelo CMN para determinação e averiguação do funcionamento do regime de metas de inflação foi o Índice de Preços ao Consumidor no Atacado (IPCA), da Fundação Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). Inicialmente, foram fixadas as metas de inflação para três anos: 8% em 1999, 6% em 2000 e 4% em 2001 (Bogdanski; Tombini; Werlang, 2000).

O alcance das metas definidas pelo Conselho Monetário Nacional é, de acordo com o Decreto nº 3.088, de responsabilidade do Banco Central. Em síntese, no regime de metas de inflação, o compromisso do Banco Central passa a ser com a obtenção/manutenção da taxa de inflação previamente estabelecida. O instrumental utilizado pelo Banco Central para garantir a taxa de inflação é a taxa de juros.<sup>3</sup>

A instabilidade crescente da velocidade de circulação da moeda a partir do início dos anos 70 e o conseqüente abandono do **regime de metas monetárias** por parte da quase-totalidade dos bancos centrais, no mundo inteiro, durante as décadas de 80 e 90 levaram os economistas a desenvolverem uma “nova” concepção sobre a maneira pela qual a inflação pode ser mantida sob controle. Ao invés de controlar o crescimento da quantidade de moeda, o Banco Central deve focar sua atenção na relação entre a taxa de juros real efetiva e a taxa de juros real de equilíbrio<sup>4</sup> (Blinder, 1998, p. 29). Se a taxa de juros real efetiva — aproximadamente igual à diferença entre a taxa de juros nominal fixada pelo banco central e a taxa esperada de inflação — for maior do que a taxa de juros de equilíbrio, então, o nível de atividade econômica irá reduzir-se, fazendo com que a taxa de inflação também se reduza em função da existência do *trade-off* de curto prazo entre inflação e desemprego, expresso pela **Curva de Phillips**. Por outro lado, se a taxa real efetiva for menor do que a taxa de juros de equilíbrio, então, o nível de atividade econômica irá aumentar, o que irá induzir a um aumento da taxa de inflação.

Nesse contexto, para manter a inflação constante ao longo do tempo, o banco central deve manter o nível corrente da taxa de juros real em linha com o valor de equilíbrio da referida taxa; e o instrumento usado para esse fim é o controle da taxa de juros nominal (básica). Isso significa que o banco central deve aumentar a taxa de juros nominal toda vez que houver um aumento das expectativas de inflação e que deve reduzir a taxa de juros nominal toda vez que houver uma redução da inflação esperada.

---

<sup>3</sup> O controle da inflação no regime de metas de inflação dá-se fundamentalmente por intermédio da fixação do valor da taxa básica de juros — a Selic — num patamar que seja compatível com a **meta inflacionária** definida pelo Conselho Monetário Nacional. Nesse regime de política monetária, o crescimento dos agregados monetários — M1, M2 ou M3 — não é uma variável sobre a qual o Banco Central tenta exercer algum tipo de controle. Isto porque a evolução da teoria e da prática da política monetária nos países desenvolvidos mostrou que a **instabilidade crescente da velocidade de circulação da moeda** observada, nesses países, após a década de 70 tornava extremamente fraca a relação entre a taxa de inflação e a taxa de crescimento do agregado monetário de referência (Blanchard, 2004, p. 536).

<sup>4</sup> A taxa de juros real de equilíbrio é definida como o nível da taxa de juros real que, se obtido, faz com que a economia opere com plena utilização dos recursos produtivos disponíveis (Blinder, 1998, p. 32).

### 3 - Comportamento das variáveis macroeconômicas selecionadas

Nesta seção, apresentamos o comportamento de um conjunto de variáveis macroeconômicas selecionadas. Boa parte da discussão sobre o regime de metas de inflação, incluindo as discussões internacionais, concentra-se na discussão das metas e dos resultados obtidos da inflação. Embora o controle inflacionário seja uma condição necessária para o desenvolvimento econômico, acreditamos que é necessário discutir os resultados do regime de metas de uma perspectiva mais ampla, que inclua o conceito de **estabilidade macroeconômica**, incorporando a discussão sobre o comportamento da inflação, temas como o crescimento econômico e as interações entre a política fiscal e a monetária.

A capacidade de cumprir a meta estabelecida é o ponto de partida de qualquer análise do regime. A Tabela 1 sintetiza esses resultados.

Tabela 1

#### Metas de inflação e IPCA — 1999-04

	(%)					
DISCRIMINAÇÃO	1999	2000	2001	2002	2003	2004
<b>Meta fixada</b> .....	8,00	6,00	4,00	3,50	3,25	3,75
Banda (+/-) .....	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,50
<b>Meta revista</b> .....	-	-	-	-	4,00	5,50
Banda (+/-) .....	-	-	-	-	2,50	2,50
<b>IPCA</b> .....	8,94	5,97	7,70	12,50	9,30	7,60

FONTE: RELATÓRIO DE INFLAÇÃO 1999/2005. Brasília, DF: Banco Central do Brasil, 1999/2005.

Os resultados obtidos nos dois primeiros anos de implantação do regime foram bastante favoráveis. Em 1999 e 2000, levando em consideração a banda preestabelecida, a meta de inflação foi alcançada. Em 2001, 2002 e 2003, as metas de inflação não foram alcançadas, com forte discrepância entre a meta de 2002, de 3,5%, e o resultado efetivo da inflação, de 12,5%. O ano de 2004

marcou o retorno da capacidade de cumprimento da meta pelo Banco Central. O resultado geral é de cumprimento da meta em três anos e de não-cumprimento em outros três.

Algumas observações devem ser realizadas. A primeira é que o estabelecimento **inicial de metas de inflação declinantes** se mostrou incompatível com a realidade da economia brasileira. Chama atenção o fato de que o não-cumprimento das metas em três anos seguidos não afetou a credibilidade do sistema na condução da política monetária, nem promoveu o descontrole do processo inflacionário, **demonstrando que a fixação de metas de inflação tão baixas e declinantes foi, na melhor das hipóteses, um equívoco do CMN.**

O comportamento do crescimento é outro tema relevante. Embora, no regime de metas de inflação, a preocupação da política monetária se concentre exclusivamente no cumprimento da meta estabelecida, é preciso analisar em que medida a estabilidade econômica contribuiu para o crescimento da economia. A Tabela 2 resume as informações sobre o crescimento do produto real para a economia brasileira e para grupos de países selecionados.

Tabela 2

Crescimento do produto real no Brasil e em grupos de economias selecionadas — 1999-04

DISCRIMINAÇÃO	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Brasil .....	0,8	4,4	1,3	1,9	-0,2	5,2
Países desenvolvidos	6,4	5,8	5,9	6,4	6,3	6,3
Países em desenvolvimento .....	4,0	5,9	4,0	4,8	6,1	6,6
Países em desenvolvimento da Ásia .....	6,2	6,7	5,5	6,6	7,7	7,6

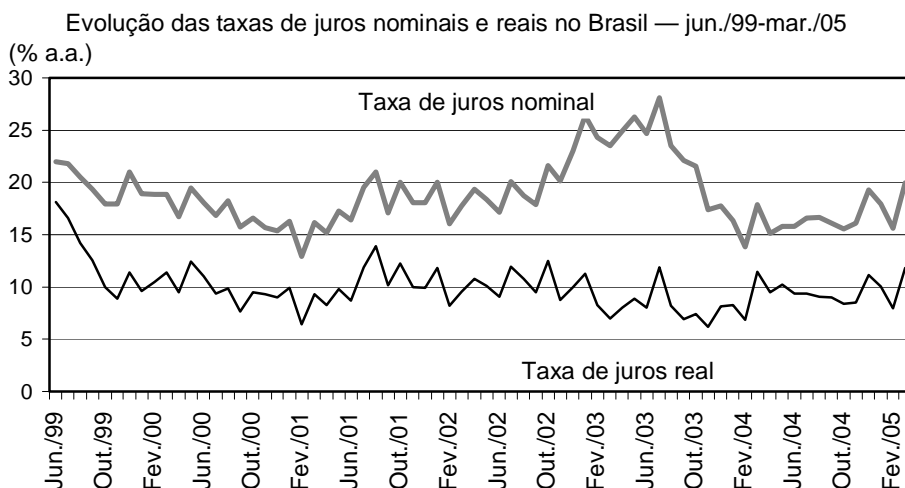
FONTE: WORLD ECONOMIC OUTLOOK 1999/2004. Washington, DC: IMF, 2000/2005.

A implantação do regime de metas de inflação no Brasil coincidiu com um período de franco crescimento econômico em nível internacional. Chama atenção o fato de que, em nenhum dos anos de vigência do regime de metas de inflação, o crescimento da economia brasileira tenha sido superior ao dos grupos dos países selecionados. Mais grave ainda é a observação de que o País cresceu sistematicamente menos do que os países desenvolvidos, aumentan-

do o *gap* em relação a essas economias. Mesmo do ponto de vista absoluto, o crescimento econômico é baixo. Apenas em dois anos (2000 e 2004), a economia brasileira apresentou um crescimento superior a 4%. Para 2005, o cenário é igualmente desfavorável. As expectativas do mercado, como, por exemplo, as apresentadas no **Relatório Focus** do Banco Central, são de um crescimento, para este ano, inferior ao verificado em 2004. O Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA) reduziu sua expectativa de crescimento para 2005 de 3,5% para 2,8%.

No que se refere à condução da política monetária, chama atenção a manutenção de elevadas taxas de juros nominais e reais, contrariando os resultados esperados com base na teoria. O Gráfico 1 apresenta a evolução das taxas de juros nominais e reais no Brasil para o período jun./99-mar./05. A tônica da política monetária, como pode ser observado no Gráfico 1, é de manutenção de taxas de juros reais e nominais exageradamente elevadas.

Gráfico 1



FONTE DOS DADOS BRUTOS: Banco Central do Brasil.

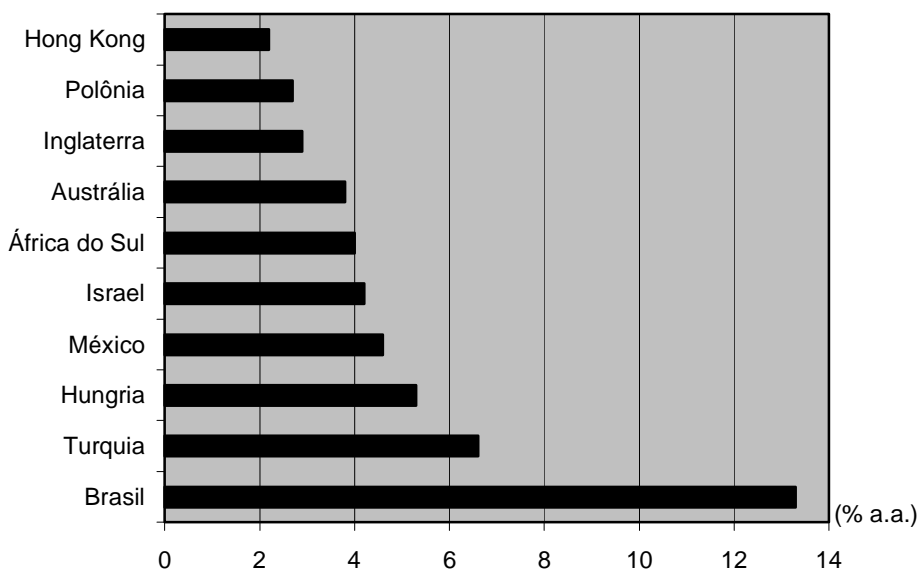
NOTA: A taxa de juros real é igual à taxa de juros atual descontada a inflação.



A instituição do regime de metas de inflação em conjunto com a instituição do regime de taxas de câmbio flutuante deveria engendrar uma dinâmica distinta no comportamento da taxa de juros, sendo, em princípio, esperada uma redução substancial das taxas de juros internas. Essa é uma das principais vantagens, apontadas pela literatura,<sup>5</sup> da combinação de um regime de metas de inflação com um de taxas de câmbio flutuantes, que não vem sendo observada na experiência brasileira, o que mantém o País na liderança do *ranking* das mais altas taxas de juros reais do mundo, conforme apresentado pelo Gráfico 2.

Gráfico 2

*Ranking* das taxas de juros reais — maio/05



FONTE: FOLHA DE SÃO PAULO. São Paulo, maio 2005.

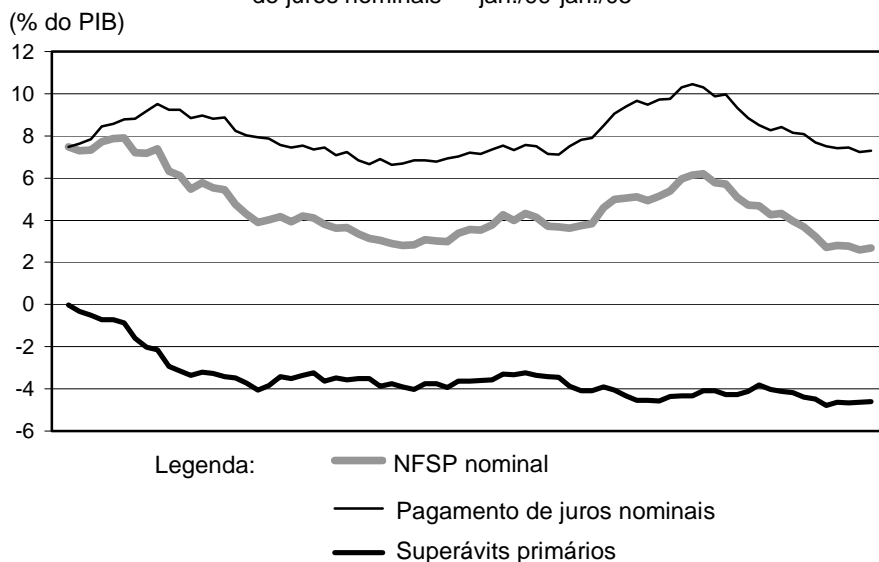
NOTA: A taxa de juros real é igual à taxa de juros anual descontada a inflação futura medida pelo IPCA.

<sup>5</sup> Ver, sobre o tema, Bogdanski, Tombini e Werlang (2000) e Canuto (1999).

A manutenção de elevadas taxas de juros ao longo desses anos tem um impacto significativo sobre as contas públicas, como pode ser observado no Gráfico 3.

Gráfico 3

Necessidade de financiamento do setor público (NFSP) nominal, superávits primários e gastos com pagamento de juros nominais — jan./99-jan./05



FONTE: RELATÓRIO ANUAL 1999/2004. Brasília, DF: Banco Central do Brasil, v. 34/40, 2000/2005.

O impacto fiscal da política monetária conduzida durante a vigência do regime de metas de inflação é vislumbrado a partir da observação dos dados apresentados no Gráfico 3. As altas taxas de juros praticadas no período mantiveram elevados os patamares dos gastos com pagamento de juros da dívida pública. Em certos momentos, esse comprometimento chegou a ultrapassar 10% do PIB.

O impacto dessa política sobre as contas públicas é evidente. Durante todo o período, para compensar a geração de déficits no conceito nominal — NFSP nominal positiva —, o Tesouro Nacional praticou uma política de geração

de superávits primários crescentes. O somatório dessas ações com os efeitos da valorização cambial sobre a dívida pública e o crescimento da economia em 2004 permitiram a manutenção da relação dívida pública/PIB em patamares próximos aos verificados no início da implantação do regime de metas.

Outro impacto relevante da política monetária sobre o sistema econômico encontra-se no comportamento do setor bancário. Para aumentar as já altas taxas de juros, o setor bancário brasileiro eleva, sistematicamente, suas aplicações em títulos do Tesouro Nacional, reduzindo a capacidade de expansão do crédito para o setor privado. Alguns dados ilustram esse fenômeno: entre setembro de 2004 e março de 2005, os bancos elevaram em R\$ 32,25 bilhões suas aplicações em títulos do Tesouro. Os dados do Tesouro Nacional e do Banco Central do Brasil informam ainda que os bancos possuíam, em março de 2005, R\$ 273 bilhões em recursos próprios investidos em títulos públicos, enquanto o volume de empréstimos a clientes era de R\$ 290 bilhões, o que permite visualizar a importância dos títulos do Tesouro Nacional na atividade bancária brasileira. Em síntese, apresentam-se como resultados do período:

- a) o cumprimento das metas estabelecidas não ocorreu sistematicamente. Em três anos, a inflação efetiva foi superior à meta. No entanto, o processo inflacionário pode ser considerado sob controle;
- b) o crescimento da economia brasileira, no período, foi baixo e inferior ao verificado para o conjunto dos países em desenvolvimento e desenvolvidos. Em apenas dois anos, foi observado um crescimento importante da economia (acima de 4%);
- c) em grande medida, esse reduzido crescimento pode ser creditado à conjunção de política monetária excessivamente recessiva;
- d) a tônica da política fiscal foi de geração de superávits primários crescentes, com o intuito de manutenção de patamares estáveis na relação dívida/PIB;
- e) as elevadas taxas de juros nominais e reais tornaram os títulos do Tesouro Nacional muitos atrativos, o que elevou sua participação nas aplicações dos recursos do setor bancário e reduziu a capacidade de expansão do crédito para o setor privado.

## **4 - A governança da política monetária brasileira e o regime de metas de inflação**

As evidências empíricas demonstram que os países que implantaram o regime de metas de inflação obtiveram sucesso no combate ao processo inflacionário e conseguiram avançar no sentido de manter a estabilidade de preços,

condição necessária, ainda que não suficiente, para garantir o equilíbrio macroeconômico. Israel, Reino Unido e Nova Zelândia são alguns exemplos desse sucesso.

Combinar os benefícios de um ambiente macroeconômico de estabilidade com o crescimento econômico sustentável de longo prazo é o desafio dos próximos anos para o regime de metas de inflação.

Acreditamos que os resultados pífios obtidos pela economia brasileira, nos últimos anos, em termos de crescimento e estabilidade macroeconômica se devem ao fato de que a atual **estrutura de governança da política monetária brasileira**<sup>6</sup> não é a estrutura mais adequada para o funcionamento do sistema de metas de inflação. Isto porque, na atual estrutura:

- a) não há uma clara separação entre a instituição responsável pela fixação das metas inflacionárias e a instituição responsável pela sua obtenção. Isso ocorre porque o Presidente do Banco Central do Brasil tem voz e voto no Conselho Monetário Nacional, que é a instituição responsável pela fixação das metas inflacionárias. Como, nas regras atuais, o Conselho Monetário Nacional é composto por apenas três membros — sendo os outros dois o Ministro da Fazenda e o Ministro do Planejamento —, segue-se que a capacidade do Banco Central de influenciar a fixação das metas inflacionárias é bastante elevada;
- b) o processo de fixação das metas inflacionárias no âmbito do Conselho Monetário Nacional não obedece ao requisito de **representatividade das preferências sociais por inflação e desemprego** que se espera da instituição responsável pela fixação das metas da política monetária. A teoria da política econômica, tal como elaborada pioneiramente por Tinbergen (1952), prevê que os objetivos da política econômica sejam fixados como resultado de uma ampla discussão entre os segmentos representativos da sociedade. No caso específico da política monetária, os objetivos desta devem refletir um equilíbrio obtido por consenso entre o “grau de aversão social” à inflação e o “grau de aversão social” às perdas de produção e emprego decorrentes de toda a política de desinflação. Contudo, na estrutura atual, as metas inflacionárias não refletem um consenso social a respeito da “taxa ótima de inflação” a ser

---

<sup>6</sup> A **estrutura de governança da política monetária** é definida como o arcabouço institucional no qual a política monetária é realizada. Esse arcabouço engloba não só o conjunto de instituições subjacente à operação da política monetária, como também os tipos de agentes envolvidos na elaboração e na execução dessa política.

obtida no longo prazo<sup>7</sup> e, muito menos, a respeito da velocidade com a qual essa meta de longo prazo deve ser obtida<sup>8</sup>;

- c) existe pouco espaço para a autoridade monetária acomodar choques de oferta. Tal como ressaltado por Bernanke et al. (1999, p. 291), a condução da política monetária com base no sistema de metas de inflação não implica que as autoridades monetárias devam ignorar o objetivo tradicional da **estabilização do nível de produção e de emprego**. De fato, o regime de metas de inflação proporciona um “estabilizador automático” no caso de choques de demanda. Isto porque um aumento ou uma redução não previstos da demanda agregada irão traduzir-se em pressões inflacionárias ou deflacionárias (conforme o caso) — devido ao *trade-off* de curto prazo entre inflação e desemprego —, as quais levarão o Banco Central a aumentar ou a reduzir a taxa de juros básica. Esse estabilizador automático está ausente, contudo, no caso da ocorrência de choques de oferta (Blanchard, 2004, p. 540-541). Para acomodar a ocorrência de choques de oferta, alguns bancos centrais de países que adotaram o regime de metas de inflação optaram por “expurgar” do cálculo do índice de inflação de referência do sistema a variação de preços dos bens e serviços mais diretamente afetados por esses choques. Esse é o caso, por exemplo, do Banco Central da Nova Zelândia (Blanchard, 2004, p. 290). No caso brasileiro, o Banco Central do Brasil utiliza o “índice cheio” do IPCA como referência para o sistema de metas de inflação. Dessa forma, toda ocorrência de choques de oferta gera uma pressão imediata para a elevação da taxa de juros por parte do Banco Central, quando a política recomendada nesses casos seria a de acomodar esses choques por intermédio de um aumento temporário da taxa de inflação; e

---

<sup>7</sup> O Banco Central do Brasil explicitamente persegue uma meta de inflação de longo prazo de 4% ao ano. Entretanto a fixação dessa meta de inflação de longo prazo não foi objeto de nenhum tipo de discussão fora do restrito âmbito do Conselho de Políticas Monetária (Copom) ou do Conselho Monetário Nacional.

<sup>8</sup> A velocidade de convergência da meta de inflação de longo prazo é de fundamental importância para determinar a **taxa de sacrifício** (ou seja, a razão entre a taxa de inflação e a taxa de desemprego) da estratégia de desinflação. Quanto maior for a velocidade de convergência, maior tende a ser o aumento da taxa de desemprego resultante de uma política de desinflação. Sendo assim, a escolha da velocidade de convergência não pode ser uma questão a ser resolvida com base em argumentos puramente técnicos, ela envolve considerações de natureza política e, como tal, deve ser deliberada em círculos mais representativos da sociedade.

d) a decisão de fixação da taxa de juros é influenciada por expectativas de inflação que não refletem a percepção dos agentes com efetivo poder de formação de preços a respeito da evolução futura da inflação, mas, sim, as opiniões vigentes entre os analistas do mercado financeiro sobre esse tema. Com efeito, como se observa no **Relatório de Inflação** de setembro de 2004, do Banco Central do Brasil, as expectativas de mercado desempenham um papel importante na decisão do Copom a respeito do valor da taxa de juros básica. No entanto, essas expectativas de mercado nada mais são do que as expectativas dos departamentos de análise econômica dos bancos e dos agentes do sistema financeiro. Dessa maneira, cria-se um mecanismo perverso no qual o sistema financeiro brasileiro pode influenciar a decisão do Banco Central a respeito da fixação da taxa de juros, pois, se os bancos entrarem em acordo entre si, eles podem “forçar” um aumento da taxa de juros por intermédio de uma “revisão para cima” de suas expectativas de inflação. Em função das fortes evidências de comportamento oligopolista por parte dos bancos brasileiros (Belaisch, 2003), a ocorrência de um “conluio” para forçar um aumento da taxa de juros não pode ser encarada como uma simples “curiosidade teórica”.<sup>9</sup>

Essas características da atual estrutura de governança da política monetária no Brasil geram os seguintes problemas:

- a) O Banco Central do Brasil tem, na atual estrutura, autonomia para fixar os **objetivos da política monetária, e não apenas autonomia no uso dos instrumentos necessários à operacionalização dessa política**. Tal como afirma Blinder (1998, p. 54), a decisão a respeito dos objetivos da política monetária deve caber aos representantes democraticamente eleitos pelo povo. Se o Banco Central tem poder para determinar ou influenciar a determinação da taxa de inflação que ele deve obter por intermédio do uso dos instrumentos da política monetária, então, o princípio fundamental da democracia está sendo violado, qual seja, “Todo poder emana do povo e em seu nome deve ser exercido”;
- b) as metas de inflação tendem a ser fixadas em “patamares irrealistas”, isto é, em níveis que não refletem adequadamente o grau de aversão social à inflação e o grau de aversão social ao *trade-off* de curto prazo entre inflação e desemprego. Esse fenômeno se observa nas freqüentes declarações dos representantes da indústria e dos sindicatos em favor de uma “política mais realista de combate à inflação”; e

---

<sup>9</sup> A respeito da influência do sistema financeiro brasileiro nas decisões de política monetária do Banco Central do Brasil, ver Weber e Lirio (2003).

c) a taxa de juros real efetiva tende a permanecer num patamar “excessivamente elevado” não só com respeito ao valor observado em outros países — de fato, o Brasil é o país com a mais alta taxa de juros real do mundo —, mas também com respeito a qualquer estimativa minimamente plausível do valor de equilíbrio da referida taxa. O “problema dos juros”<sup>10</sup> decorre da fixação de metas declinantes de inflação<sup>11</sup> — em função do objetivo de se obter uma taxa de inflação de 4,0% ao ano, no longo prazo — em conjunto com a ausência de qualquer tipo de mecanismo de “expurgo” dos efeitos sobre a inflação da ocorrência de choques de oferta. Além disso, o setor financeiro brasileiro, por intermédio do “mecanismo das expectativas inflacionárias”, pode exercer uma forte pressão no sentido de impedir uma queda da taxa de juros real abaixo de um patamar considerado “razoável” para os integrantes desse setor. Uma análise mais cuidadosa das declarações públicas dos representantes do sistema financeiro brasileiro indica que o mesmo não está disposto a aceitar uma taxa de juros real abaixo de 9% ao ano. Nesse contexto, o “mecanismo das expectativas inflacionárias” pode ser um importante instrumento pelo qual o sistema financeiro brasileiro faz com que a política monetária seja conduzida com base nos seus interesses específicos.

Tendo em vista esse diagnóstico a respeito da estrutura de governança da política monetária brasileira, propomos o seguinte conjunto de mudanças nessa estrutura:

a) **ampliação da composição do Conselho Monetário Nacional** — hoje, o CMN é formado por apenas três membros (o Ministro da Fazenda, o Ministro do Planejamento e o Presidente do Banco Central). O Conselho, responsável pela determinação da meta de inflação, deve incorporar em sua composição outros atores sociais representativos da sociedade brasileira, em especial representantes dos trabalhadores, dos empresários e do meio acadêmico de economia. Essa medida tem aval histórico. Basta lembrar que, antes do Plano Real, o CMN era composto

---

<sup>10</sup> Ao falar em “problema dos juros”, estamos referindo-nos à manutenção da taxa de juros real, no Brasil, em patamares elevadíssimos do ponto de vista internacional. Conforme salientado por Bresser e Nakano (2002), a economia brasileira apresenta taxas de juros reais muito mais altas do que a de países que possuem o mesmo *rating* de risco, tal como elaborado pelas agências internacionais de risco.

<sup>11</sup> Esse problema foi identificado por Oreiro (2004). O argumento é que, devido à **inércia inflacionária**, a obtenção de taxas declinantes de inflação ao longo de uma seqüência de períodos exige que a taxa de juros real seja mantida acima de seu valor de equilíbrio, durante todo o intervalo de convergência, com respeito à meta de inflação de longo prazo.

por 20 membros. A ampliação do CMN contribuirá para uma discussão mais madura e democrática sobre quais as metas de inflação desejadas para o País, sobretudo no que se refere à compatibilidade da meta com as condições de crescimento da economia. Chama atenção também o fato de que o Presidente do Banco Central participa da determinação da meta (já que é membro efetivo do CMN) e, posteriormente, é o responsável pelo cumprimento dessa meta. Essa é uma situação, criada com a implantação do regime de metas, que precisa ser revista. O CMN deveria contar também com representantes do meio acadêmico de Economia, os quais teriam titulação mínima de Doutor em Economia, em instituição reconhecida pela CAPES. Essa eleição seria realizada no âmbito do Conselho Deliberativo da Associação Nacional dos Centros de Pós-Graduação em Economia (Anpec);

- b) **adoção de metas estáveis de inflação** — a prática, perseguida desde a implantação do regime de fixação de metas de inflação decrescentes, demonstrou-se equivocada para a realidade brasileira. O objetivo da fixação de metas de inflação decrescentes, do ponto de vista dos formuladores de política, é sinalizar, para o mercado, o compromisso com a estabilidade de preços, garantindo, dessa forma, a credibilidade dos agentes em relação à sustentação do processo de estabilização. No entanto, parece mais razoável supor que a credibilidade não se encontra no rigor excessivo das metas estabelecidas, mas, sim, no seu cumprimento. As evidências internacionais, assim como todo o referencial teórico de metas de inflação, parecem corroborar a idéia de que a credibilidade é ganha com o cumprimento da meta. A fixação de metas muito decrescentes não tem, de fato, contribuído para a redução das taxas de inflação. Seu único efeito é induzir o Copom a promover políticas monetárias austeras, reduzindo as possibilidades de expansão do produto e do emprego no Brasil.<sup>12</sup> A adoção de metas estáveis de inflação elevaria os graus de liberdade do Copom na determinação da taxa de juros, contribuindo para o crescimento da demanda agregada e do produto;
- c) **definição das metas de inflação a partir do núcleo do IPCA, e não do IPCA “cheio”** — desde a implantação do regime, em 1999, no Brasil, utiliza-se um índice de inflação “cheio”, no caso o IPCA. Em todos os anos desde a implantação do regime, os preços administrados têm pressionado o IPCA, ficando substancialmente acima das variações

---

<sup>12</sup> A esse respeito, ver Oreiro (2004).



dos chamados “preços livres” (Relatório de Inflação, 1999/2005). A receita do regime de metas, nessa situação, é contraproducente, pois o Copom se vê obrigado a elevar a taxa de juros para controlar um processo inflacionário que não tem relação com a expansão da demanda agregada, reduzindo o ritmo de crescimento da economia. Outro equívoco ao se utilizar o IPCA cheio é que o sistema de metas fica vulnerável aos choques de oferta externos. Elevações no preço do petróleo, que pressionam o IPCA, serão sistematicamente contidas por contração de demanda, reduzindo as possibilidades de crescimento. A experiência internacional tem diversos exemplos de modelos distintos. Na Nova Zelândia, por exemplo, os choques de oferta são expurgados da meta. A meta deve concentrar-se no indicador que capture o comportamento das oscilações nos preços sujeitos à dinâmica de mercado. Choques de oferta e preços administrados devem ser expurgados. Dessa forma, as elevações na taxa de juros servirão, de fato, para controlar a inflação de demanda, e não para conter pressões inflacionárias derivadas de contratos ou de choques adversos; e

- d) **mudança da forma de apuração das expectativas inflacionárias** — essas expectativas devem refletir a percepção dos agentes que efetivamente dispõem de poder de formação de preços a respeito da evolução futura da taxa de inflação. Dessa forma, o Banco Central deve levar em conta as expectativas de inflação de um conjunto mais amplo de agentes. Concretamente, o Banco Central deve apurar as expectativas de inflação de amplos segmentos da indústria e do comércio. Para aumentar a confiabilidade das expectativas assim apuradas, o Banco Central pode ainda consultar os departamentos de pesquisa econômica de renomadas instituições de ensino superior a respeito de suas previsões sobre a inflação futura. Essas informações serviriam de base para o Banco Central montar as suas próprias expectativas inflacionárias, as quais são fundamentais para informar a decisão de fixação da taxa de juros pelos membros do Copom.

## 5 - Considerações finais

Ao longo do presente artigo, foram enumerados vários problemas do regime de metas de inflação no Brasil, os quais estão fortemente relacionados com a atual estrutura de governança da política monetária no Brasil. Nesse contexto, apresentamos uma proposta de mudança na governança da política monetária,

cujos elementos principais são o fortalecimento e a ampliação do Conselho Monetário Nacional, a adoção do *core inflation* e a mudança na forma de apuração das expectativas inflacionárias, as quais passariam a expressar as opiniões dos agentes econômicos com efetivo poder de fixação de preços.

## Referências

- BELAISCH, A. **Does brazilian banks compete?** Washington, DC: IMF, 2003. (IMF Working Paper 03/113).
- BERNANKE, B. et al. **Inflation targeting: lessons from the international experience.** Princeton: Princeton University, 1999.
- BLANCHARD, O. **Macroeconomia.** 3. ed. São Paulo: Prentice Hall, 2004.
- BLINDER, A. **Central banking in theory and practice.** Cambridge, Mass.: MIT Press, 1998.
- BOGDANSKI, J.; TOMBINI, A.; WERLANG, S. R. **Implementing inflation targeting in Brazil.** Brasília: Banco Central do Brasil, 2000. (Working Paper, n. 1).
- BRESSER, L. C.; NAKANO, Y. Uma estratégia de desenvolvimento com estabilidade. **Revista de Economia Política**, São Paulo, Centro de Economia Política, v. 22, n. 3, p. 146-180, jul./set. 2002.
- CANUTO, O. **Regimes de política monetária em economias abertas.** Campinas: Unicamp, 1999. (Texto para discussão, n. 92).
- FOLHA DE SÃO PAULO. São Paulo, maio 2005.
- KYNDLAND, F. E.; PRESCOTT, E. Rules rather than discretion: the inconsistency of optimal plans. **Journal of Political Economy**, Chicago, Ill., University of Chicago, v. 85, p. 473, June 1997.
- MENDONÇA, H. F. Metas de inflação: uma análise preliminar para o caso brasileiro. **Economia Aplicada**, São Paulo, FEA; USP; FIPE, v. 5, n. 1, p. 129-158, jan./mar. 2001.
- OREIRO, J. L. Selic, inflação e crescimento. **Gazeta Mercantil**, São Paulo, 2 mar. 2004.
- RELATÓRIO DE INFLAÇÃO 1999/2005. Brasília, DF: Banco Central do Brasil, 1999/2005.

SICSÚ, J.; PAULA, L. F.; MICHEL, R. **Novo-desenvolvimentismo**: um projeto nacional de crescimento com equidade social. Barueri: Manole, 2005.

SVENSSON, L. E. **Open economy inflation targeting**. Cambridge, MA: NBER, 1998. (NBER Working Paper, n. 6.545).

TINBERGEN, J. **On the theory of economic policy**. Amsterdam: North Holland, 1952.

WEBER, L. A.; LIRIO, S. O BC e o jogo de espelhos. **Carta Capital**, São Paulo, Confiança, v. 10, n. 264, p. 24-28, out. 2003.

WORLD ECONOMIC OUTLOOK 1999/2004. Washington, DC: IMF, 2000/2005.