X Encontro Nacional de Economia Política

CINCO ANOS DE METAS DE INFLAÇÃO NO BRASIL: SUCESSO OU FRACASSO?

Otávio Aidar[♠]

Cleomar Gomes[♣]

ÁREA: História Econômica e Economia Brasileira

SUB-ÁREA: Economia Brasileira Contemporânea

Resumo

Passados os cinco primeiros anos do regime brasileiro de metas de inflação há de se começar a tirar lições pertinentes ao arcabouço teórico e implementação do sistema assim como à condução da política monetária do país. A proposta deste trabalho é justamente analisar o regime brasileiro de metas inflacionárias desde sua implementação, em 1999, até o final do ano de 2004. Nestes cinco anos, a economia do país passou por períodos variados de turbulência e calmaria colocando, por vezes, o regime em xeque. Significa dizer que os vários entraves da economia brasileira ainda necessitam de uma solução com o intuito de estarem aptos a enfrentar recorrentes crises. O resultado de um regime de metas de inflação em um ambiente como esse é a pouca credibilidade nas ações das autoridades monetárias e a constante elevação das taxas de juros, já em níveis estratosféricos, na busca imediata de conversão da taxa de inflação à meta estabelecida. Nossa hipótese é que não só os problemas estruturais da economia devem ser solucionados mas também o próprio regime de metas inflacionárias deve ser adaptado ao caso brasileiro. Além disso, argumentamos que o nosso sistema de metas de inflação possui vícios de origem ainda não tratados pelos *policymakers*, com resultados negativos para o lado real da economia, principalmente no tocante a temas como nível de desemprego e crescimento econômico. Todo este arcabouço resulta em uma performance inferior às expectativas nesses primeiros 5 anos de vida do regime.

Palavras-Chaves: Política Monetária, Metas de Inflação, Conjuntura Econômica

Classificação JEL: E52, E42, C32

Abstract

Over the last five years, inflation targeting has been used in Brazil as one of the main tools to conduct monetary policy. It is time for us to start looking back in order to learn from the lessons offered. These lessons are related to the design and implementation of the inflation targeting framework and the conduct of monetary policy as a whole. This paper aims at analyzing the inflation targeting system in Brazil from the time when it was implemented, in 1999, till the end of 2004. In this period, the country went through a series of turbulences that challenged policymakers' actions. In other words, the Brazilian economy has had several problems which need an immediate solution in order for the economy to be able to face the crises it is prone to. Having an inflation targeting regime in this environment results in lack of credibility and in a constant increase of interest rates, aimed at immediately reaching the target. We argue that not only do those several problems need to be solved but the inflation targeting framework needs also to be adapted to the Brazilian case. In addition to that, we argue that the regime has had some drawbacks which, in many cases, are not dealt with by the policymakers and, as a result, this has had some negative influence on the economy, especially on the unemployment level and on the economic growth. Therefore, the system calls for some analysis in order to be suitable to the Brazilian scenario.

Key Words: Monetary Policy, Inflation Targeting, Brazilian Economy

JEL Classification: E52, E42, C32

♠ Mestrando em Economia – EESP-FGV. O autor agradece ao apoio financeiro da CAPES.
e-mail: aidar@gvmail.br.

♣ Doutorando em Economia – EESP-FGV e pesquisador do Centro de Pesquisa em Economia Internacional (Belo Horizonte). O autor agradece ao apoio financeiro do CNPQ.
e-mail: cleomargomes@gvmail.br .

1. Introdução

Com a introdução do Plano Real, em meados de 1994, e o conseqüente controle da inflação, o Brasil acabara de entrar em uma nova fase de condução de sua política monetária. O problema mudara de foco pois agora recaía sobre o controle de baixos níveis de inflação e não mais sobre o fim de um cenário de quase estagflação. Nos primeiros anos do plano de estabilização a taxa fixa de câmbio foi à âncora utilizada para alcançar tal objetivo. Entretanto, as várias crises internacionais da década de 1990, aliadas aos próprios problemas internos brasileiros, tornaram impossível o prosseguimento da política econômica de então. O resultado é conhecido. O governo se viu obrigado a provocar uma ampla desvalorização cambial em janeiro de 1999 e, na necessidade de uma nova âncora para a economia, as autoridades monetárias optaram pelo estabelecimento do regime de metas de inflação no Brasil.

Esta parceria entre regra de política monetária e seu objetivo já ultrapassou os cincos anos de existência e, no entanto, ainda continua enfrentando entraves que dificultam o funcionamento do sistema. Em outras palavras, o regime de metas inflacionárias vem tendo problemas no que ao tange o cumprimento dos valores objetivados, mesmo com um custo social elevado. No período de vigência do mesmo, a economia do país passou por fases de turbulências e calmarias colocando, na maioria das vezes, o sistema em xeque. Num primeiro momento, as metas inflacionárias, que têm como base uma regra de política monetária do tipo Regra de Taylor, foram influenciadas por variações bruscas na taxa de câmbio com conseqüente elevação do endividamento público do país. Esses obstáculos foram acompanhados por uma engrenagem de preços definidos por contrato que, atrelados ao dólar e a contratos, também dificultaram o cumprimento das metas mesmo considerando-se os intervalos de tolerância. A resolução dos problemas internos e a desvalorização da moeda americana colocaram propiciaram um crescimento ainda infante da economia. Este crescimento mitiga os problemas estruturais do país que, se não solucionados em tempos de calmaria, podem retornar tão logo uma crise interna ou externa se instaure. Prova de que o país ainda não está numa rota sustentada de crescimento é a taxa de juros praticada pelo país na busca imediata de conversão da taxa de inflação à meta estabelecida sem uma credibilidade[1] sólida das ações das autoridades monetárias.

Desta forma, passada esta meia década regime brasileiro de metas de inflação há que se começar a tirar lições pertinentes ao arcabouço teórico e implementação do sistema assim como a condução da política monetária do país e sua performance econômica. A proposta deste trabalho é justamente analisar o regime brasileiro de metas inflacionárias desde sua

[1]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.

implementação até o final do ano de 2004 e propor mudanças para a adaptação do sistema ao caso específico brasileiro. Ao nosso ver, enquanto os problemas estruturais da economia como um elevado gasto público, alto endividamento público, preços atrelados ao dólar, o regime de metas inflacionárias não vingará pois os agentes estarão sempre apostando contra as ações do governo. Além disso, argumentamos que o sistema brasileiro de metas de inflação possui vícios de origem que ainda estão sendo utilizados pelos *policymakers* com resultados negativos para a economia brasileira como um todo, resultados esses relacionados ao nível de desemprego e crescimento da economia. Desta forma, este artigo mostra que a condução da política monetária brasileira necessita de ajustes, assim como o regime de metas inflacionárias, no sentido de adaptá-la melhor ao caso especifico do país.

O trabalho constará, além desta introdução, de mais cinco seções. A seção subseqüente tratará de rever o processo de implementação das metas de inflação no Brasil destacando, também, o referente ao arcabouço teórico do sistema com suas vantagens e desvantagens. A terceira seção abordará a condução da política monetária sob metas de inflação. A quarta seção fará uma análise do regime brasileiro de metas inflacionárias e proporá possíveis revisões ao sistema. Dando seqüência à análise, a quinta seção tratará de 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.

Numa definição breve, a teoria convencional das metas inflacionárias[2] deixa claro que o dilema enfrentado pela autoridade monetária 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 um choque de oferta e se atuarem assim, 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. Assim, 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 em que o Banco Central pode responder anteriormente aos possíveis ajustes de salários nominais e preços advindos do setor privado.

Outro ponto importante do regime de metas de inflação é a exigência de regras monetárias claras. O instrumento é a taxa de juros, a taxa de câmbio é flexível e, por último, as

[2] A implementação do regime de metas de inflação iniciou-se nos primeiros anos da década de 1990 sendo a Nova Zelândia o país pioneiro.

respostas às mudanças na inflação são o principal objetivo. Note que, em um regime rígido de metas inflacionárias, não há uma preocupação 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 Selic como instrumento de política monetária apoiada na chamada Regra de Taylor, especificada em Taylor (1993). Neste sistema, 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 a taxa real aumente após a elevação inflacionária. Além disso, a taxa de juros deve decrescer (aumentar) se o produto estiver abaixo (acima) do normal. Por exemplo, a Regra de Taylor pode ser expressa da seguinte forma:

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

sendo: i_t = taxa nominal de juros; Y_t = produto real; π_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, ela possui 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 a definição da meta, foi 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 para os choques de demanda sempre que os mesmo tenderem a aumentar simultaneamente o produto e a inflação.

As características acima listadas podem ser acompanhadas de outros fatos estilizados observados em outros países que adotam as metas inflacionárias e nas seções seguintes, serão analisadas á luz do caso brasileiro:

1. O regime completo (*full-fledged*) 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. Aquela se refere aos países que adotaram as metas inflacionárias sem que tivessem satisfeitos todos os pilares acima. No caso especifico do Brasil, a adoção ao sistema completo (*full-fledged*)

aconteceu desde o início, explicitando seu caráter revolucionário. Contudo, a adoção do regime de acordo com a teoria não levou em conta algumas peculiaridades fundamentais referentes à economia brasileira e seu processo inflacionário. Mas esclareceremos tais pontos mais à frente.

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 como uma âncora para as expectativas de inflação (Mishkin & Schmidt-Hebbel, 2001).

3. Metas de Inflação no Brasil: Os Cinco Primeiros Anos.

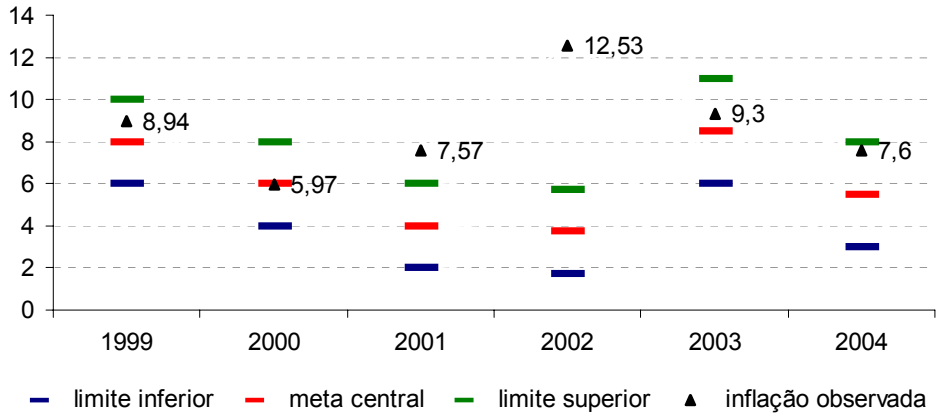
O regime brasileiro de metas inflacionárias, instituído em meados de 1999, surgiu com o propósito de ser a âncora nominal da economia. Inicialmente, as metas estabelecidas foram 8% (1999), 6% (2000) e 4% (2001) com intervalos de tolerância de 2 pontos percentuais[3]. O IPCA foi escolhido para ser o índice de preços para o cálculo das metas por possuir a característica de ser um índice cheio (*headline inflation index*). Com a adoção deste índice, o governo levara 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, a crise Argentina e ataque terrorista aos EUA) com conseqüências negativas para a economia brasileira. A condução severa da política monetária foi insuficiente e a inflação do ano atingiu o patamar de 7,57%. Isto significou um descumprimento da meta para o ano. Em 2002, os problemas estruturais de equacionamento das finanças brasileiras continuaram e foram ainda influenciados pelo desaquecimento das economias norte-americana e mundial. Houve também problemas relacionados às eleições presidenciais gerando uma crise de credibilidade e, além disso, desconfiança quanto ao futuro da economia brasileira. Foi o pior ano para as metas inflacionárias (Gráfico 1) e o resultado foi desastroso com a inflação superior a 12%a.a.

[3] 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 e taxa de inflação (% p.a.)



Fonte: Gomes & Aidar (2004)

No ano de 2003, com a posse do novo Presidente da República e a continuação da política monetária extremamente contracionista assim como aquela adotada no governo precedente, as principais variáveis econômicas reverteram a tendência de desestabilização (alta) verificada no final do ano anterior. Em um exemplo de continuísmo de política econômica, a primeira ação das autoridades monetárias foi a elevação da taxa de juros. O intuito foi de sinalizar ao mercado 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 num prazo de dois anos como forma de diluir os efeitos de choque de oferta (Gomes & Aidar, 2004). 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 continuam resultando em taxas de juros estratosféricas (Gráfico 2).

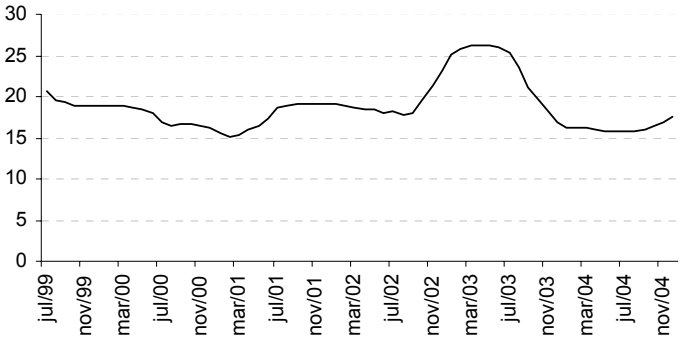
4. Análise do Regime Brasileiro de Metas Inflacionárias e Possíveis Revisões

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 arcabouços monetários convencionais. De outro lado, há estudos que mostram uma indiferença entre os países que adotaram uma regra explicita e aqueles que

optaram por uma meta implícita para a taxa de inflação. Como a proposta desse artigo não é promover esse debate[4] e o Brasil adotou o sistema, cabe a nós estudá-lo de forma detalhada, como será feito segundo os tópicos seguintes. Para isso, nos balizaremos em Mishkin & Schmidt-Hebbel (2001).

Gráfico 2

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



Fonte: Ipeadata

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 o seu Relatório de Inflação assim como as atas referentes às reuniões do Comitê de Política Monetária (COPOM). O ponto a ser discutido, talvez, é a não divulgação, aos interessados, do modelo econômico pleno utilizado pelos pesquisadores do Banco Central. Mas, de uma forma geral, as autoridades monetárias cumprem bem o primeiro quesito de discussão. Contudo, não é este o fator primordial do sistema, embora influencie diretamente no sucesso ou fracasso do regime.

4.2 Flexibilidade das metas de inflação

Quanto ao fato da condução da política monetária sob metas de inflação ser flexível, a teoria convencional argumenta que a resposta e a acomodação dos choques precisam ser simétricas. Em outras palavras, as autoridades monetárias devem reagir simetricamente aos choques positivos e negativos, perseguindo o processo desinflacionário gradualmente e não reagindo a choques temporários no produto. Para o caso especifico do Brasil, as autoridades monetárias não têm seguido esta teoria e trabalhado no combate aos choques de demanda,

[4] Algumas referências sobre o tema são: Sicsú (2002) e Ball & Sheridan (2003).

embora estes não existiram de forma consistente. Os demais choques foram prontamente combatidos pelo Banco Central e, 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, não deixando 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 baseada em acréscimos rápidos e diminuições lentas, representando ainda uma rigidez para baixo das taxas de juros brasileiras.

4.3 Redução das taxas de sacrifício e da volatilidade no produto

Em uma análise primária, podemos nos certificar de que a taxa de sacrifício do brasileiro não se reduziu e, muito pelo contrário, aumentou. Ou seja, o número de anos-ponto de excesso de desemprego necessários para conseguir baixar a inflação em 1% após a introdução do regime de metas se aguçou. Quanto à produção, a análise pode ficar comprometida uma vez que no período em questão houve um baixo crescimento econômico e, conseqüentemente, uma baixa volatilidade do produto.

Tabela 1
Produto Interno Bruto - taxa de variação real no ano

ANO	1999	2000	2001	2002	2003	2004
PIB	0,79	4,36	1,31	1,93	-0,22	5,20

Fonte: Ipeadata

Mas para termos certeza dessas afirmações, podemos avaliar a eficiência de um regime de política monetária através da comparação das volatilidades[5] das variáveis primordiais da economia. Para o caso brasileiro, é possível fazer uma comparação *ex ante* e *ex post* ao regime de metas de inflação. Porém, uma vez que certas variáveis tiveram poucas alterações no período em questão, também utilizaremos suas médias pois, após uma maior variabilidade, a diferença entre as mesmas torna-se relevante. Ressaltando que em trabalhos anteriores essa abordagem foi negligenciada, trabalharemos com as diferenças nas volatilidades e médias das seguintes variáveis: produto real trimestral, taxas de juros, inflação e taxa mensal de desemprego aberto.

[5] Volatilidade esta mensurada através do desvio padrão.

Tabela 2

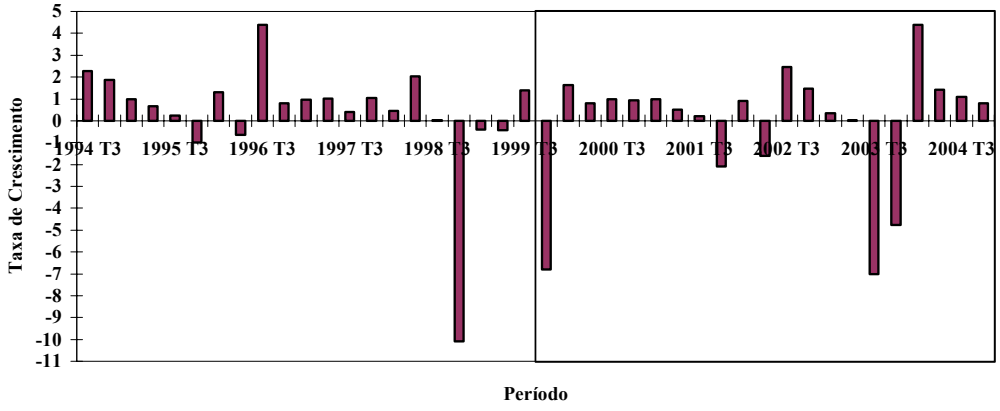
Média e Volatilidade

	Pré-Metas		Pós-Metas	
	Média	**Volatilidade**	**Média**	**Volatilidade**
Taxa de Juros (Selic)	2,619707	1,0636047	1,444406	0,2236516
Inflação (IPCA)	0,990533	1,1271896	0,699242	0,5356989
Taxa de Câmbio	1,060314	0,21	2,564426	0,58
PIB Real	3,118261	3,7671979	2,558422	2,2439236
Taxa de desemprego (RMSP)	10,0375	1,21	11,75909	0,92

A partir da tabela 2 percebemos que com o regime de metas de inflação houve uma menor volatilidade de todas as variáveis exceto a 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 três variáveis nominais (taxas de juros, câmbio, inflação) a explicação é trivial. Com a flexibilização cambial, esta variável certamente tende a ficar mais volátil ao passo que este processo alivia a pressão sobre a taxa de juros e a inflação. Entretanto, é importante mencionar o caso da taxa de juros que 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.

Gráfico 3

PIB Real - Crescimento dessazonalizado entre trimestres



Como não podemos nos ater somente às variáveis nominais da economia, o lado real também merece ser destacado. Assim, uma queda na volatilidade da taxa de desemprego e da atividade econômica nem sempre é motivo de comemoração. Por exemplo, uma visão superficial sobre aquela poderia mostrar uma melhora na situação com o regime de metas de inflação, devido a uma diminuição na volatilidade. Todavia, uma avaliação da taxa média de desemprego

no período de vigência do regime mostra uma performance pior pois a diferença entre as médias é muito significativa. Se anteriormente, tal média estava em torno de 10%, posteriormente este valor passou para aproximadamente 12%. A tabela 2 é igualmente relevante para um diagnóstico similar para o produto. Neste caso, seria verificado um aumento da taxa de sacrifício ainda que a volatilidade tenha diminuído. Analisando o Gráfico 3 fica claro que a média de crescimento do produto no período anterior ao sistema de metas foi superior. Portanto, essa nova forma de avaliação do regime de metas de inflação explicita falhas no sistema nem sempre comentadas por seus defensores e pesquisadores da área.

A questão da taxa de sacrifício pode ainda ser observada comparando-se países emergentes e industrializados no tocante à redução da inflação. Naqueles, o impacto social necessário à redução da inflação vem sendo forte e, mesmo assim, os níveis inflacionários nem sempre são alcançados (Gráfico 1). O caso brasileiro espelha bem esta situação. A forma abrupta como as metas inflacionárias foram implementadas teve efeito social deletério sem que os ganhos estejam sendo notados. O resultado é uma maior aversão do Banco Central aos choques inflacionários e um enfoque rígido na condução da política monetária. Em outras palavras, a ordem é atingir as metas sem uma mensuração correta dos custos relacionados ao produto e ao desemprego.

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. Se para países com um histórico de baixos níveis inflacionários estas defasagens podem ser superiores a 2 anos, para países emergentes mesmo não possuindo tão longo intervalo, ele ainda existe e é de suma importância para as metas de inflação. É muito difícil atingir uma meta dado que esta pode ser estipulada em períodos semelhantes ao de defasagem da política monetária. Desta maneira, a tentativa de alcance das metas num horizonte de tempo curto pode causar problemas no controle do regime, com conseqüentes desvios da meta.

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.

4.4 Expectativas inflacionárias

O ponto abordado neste tópico diz respeito às expectativas inflacionárias 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 5 anos de adoção das metas inflacionárias. Este é um ponto controverso pois parece haver uma influência do mercado nas decisões do Banco Central e não o contrário, como seria esperado. Isso de fato causa certa estranheza pois 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 ficar responsável pela definição somente das metas ou teria o direito de interferir nas decisões da autoridade monetária? Esta questão deve ser salientada na discussão da economia brasileira mas ainda continua obstruída parada na pauta de decisões do congresso nacional.

Vale aqui um breve comentário. Mesmo sendo a discussão anterior resolvida 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 respeitados pesquisadores de política monetária, estrangeiros e brasileiros, o Brasil foi um exemplo na adoção das metas inflacionárias tanto em sua forma quanto em sua velocidade. Entretanto, a abordagem dos mesmos não menciona que a forma na 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 nem sempre é verdade e foi esquecido pelas autoridades monetárias. O argumento deste trabalho não é de oposição pura e simples às metas inflacionárias e sim de críticas à forma como ele foi

implementado no país. Desta maneira, o objetivo desta seção é justamente analisar e propor opções ao regime brasileiro de metas inflacionárias. Para isso, abordaremos fatores relacionados à questão cambial, endividamento público, desemprego e preços administrados.

Em relação à taxa de câmbio, esta não possui uma volatilidade muito aguçada 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 fazer as indústrias nacionais menos competitivas e, além disso, pode levar a déficits de conta corrente consideráveis e isso pode deixar o país mais vulnerável a crises (Mishkin & Schmidt-Hebbel, 2001). Outra observação importante refere-se à 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 a 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.

Sem embargo, a ausência de uma prévia estabilização cambial faz o estabelecimento de uma meta rígida para a inflação é uma tarefa de extrema complexidade. De acordo com John Taylor, cujo nome está diretamente ligado à famosa regra monetária, a introdução da taxa de câmbio na função de reação do Banco Central é algo discutível pois os resultados são incertos. Desta maneira, a melhor estratégia por parte do governo brasileiro teria sido uma 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.

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, assim, mitigar os problemas sociais, principalmente as elevadas taxas de desemprego. 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 esse tipo de regime.

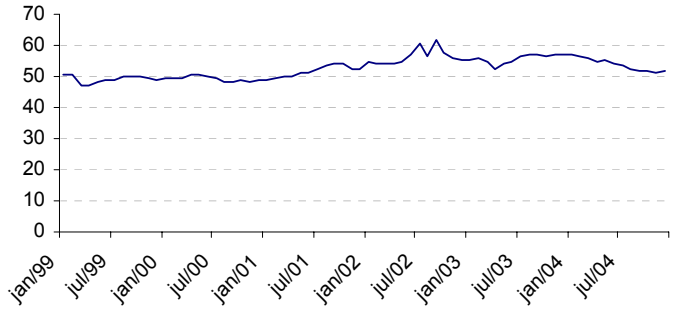
Outra análise a ser feita no tocante à condução da política monetária é se o Banco Central deve levar em conta as flutuações cambiais. Agindo assim, a instituição estaria trabalhando com somente um instrumento e atuando sobre duas âncoras nominais (taxa de inflação e taxa de câmbio). Segundo a teoria convencional das metas inflacionárias, a função do Banco Central é conter a inflação e deixar flexível a taxa de câmbio. Mas, uma volatilidade cambial deve ser encarada de forma passiva? O Brasil pode se dar ao luxo de agir como um país industrializado e tratar a taxa de câmbio como uma variável exógena? E se houver influência na variável cambial, até que ponto isso deve acontecer? São perguntas cujas respostas ficam a cargo dos responsáveis pela condução da política monetária brasileira.

Por várias vezes em um passado não muito distante, os gestores da política econômica usaram as taxas de juros não somente para conter a inflação mas também para influenciar a elevação da taxa de câmbio e manter os capitais de curto prazo internamente. Na presença de altas taxas de juros, os capitais internacionais tendem a fluir para as economias emergentes. Contudo, conforme a taxa de juros real continua a se elevar, mesmo os investidores mais confiantes começam a suspeitar de um *default* e não promovem a rolagem da dívida provocando, assim, uma nova desvalorização da taxa de câmbio. Desta maneira, uma medida visando uma apreciação cambial tem efeito inverso. Fica caracterizado 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. O país vem obtendo superávits primários consideráveis alcançados, principalmente, via aumento da carga tributária e não via corte de gastos públicos. Cria-se o seguinte ciclo vicioso: as altas taxas de juros elevam a dívida pública, que exige um maior superávit primário; para obtê-lo pode-se diminuir os gastos ou aumentar a carga tributária. Como o governo não promove um corte de gastos públicos, torna-se mais complicado qualquer diminuição da taxa de juros. Assim sendo, faz-se necessário um ajuste fiscal decente no sentido de adequar as contas do

Gráfico 4

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



Fonte: Ipeadata

governo à realidade econômica do país. No entanto, os cortes devem ser feitos em setores que não onerem ainda mais o atendimento social que é dever de todo governo.

Embora estejamos em um período de calmaria, não podemos esperar que a crise retorne para tomar providências quanto ao grau de endividamento público do país. Devemos sempre nos espelhar nos acontecimentos recentes e nas conseqüências dos mesmos para a economia brasileira. 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."*

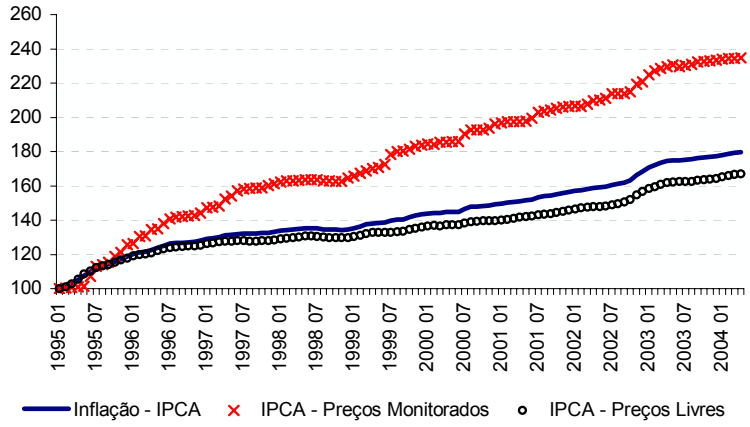
O componente inercial inerente aos índices de preços brasileiros é outro ponto importante que foi esquecido na configuração das metas inflacionárias. Este componente de memória, provoca uma considerável variação dos preços monitorados independentemente das leis de demanda. Parte destes preços também 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[6] dos preços monitorados foi sempre superior ao do próprio índice e extremamente maior que a inflação dos preços livres, que

[6] Soma das inflações passadas com início em janeiro de 1995, este com base 100.

exclui os preços monitorados (Gráfico 5)" (Gomes & Aidar, 2004). Portanto, a ação do Banco Central no sentido de atingir a meta de inflação a qualquer preço é equivocada. Há uma repressão exagerada dos preços livres ao passo que os monitorados elevar-se-ão de qualquer modo, possuindo uma vida própria e elevando, por conseguinte, o índice de inflação.

Gráfico 5

Inflação Acumulada – Mensal (Base 1995=100)



Fonte: Ipeadata

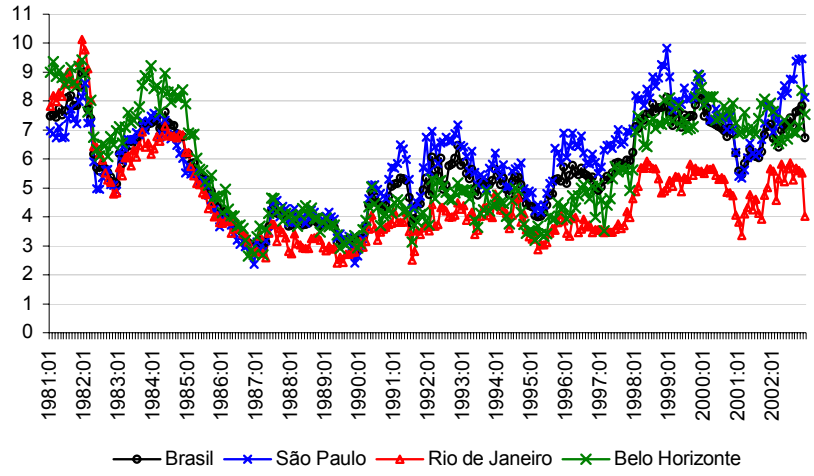
Sendo assim, com a presença dos preços administrados uma série de problemas são trazidos à economia. O primeiro deles é o fato de as atitudes do BC, via instrumento de política monetária, só atingir os preços livres da economia. Assim, as autoridades combatem choques de demanda que muitas vezes são inexistentes. 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.

A relação entre política monetária e desemprego também é de suma importância e deve ser abordada. Ao contrário do que é sugerido pela literatura empírica e pela teórica, é perceptível que a política monetária pode ter efeitos positivos 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 pensa no debate corrente. Sendo assim, a relação entre mercado de trabalho e política monetária vai além do convencional e pode influenciar o que se convencionou chamar de taxa natural de desemprego. Pode, então, haver um caso de histerese na taxa de desemprego (Blanchard, 2002). Mesmo quando a histerese plena não é detectada há muitos outros canais que podem aumentar a taxa natural de desemprego. Por

exemplo: a desistência do desempregado em se colocar no mercado formal de trabalho, a perda de habilidades específicas, mudanças nas instituições no mercado de trabalho, etc.

Gráfico 6

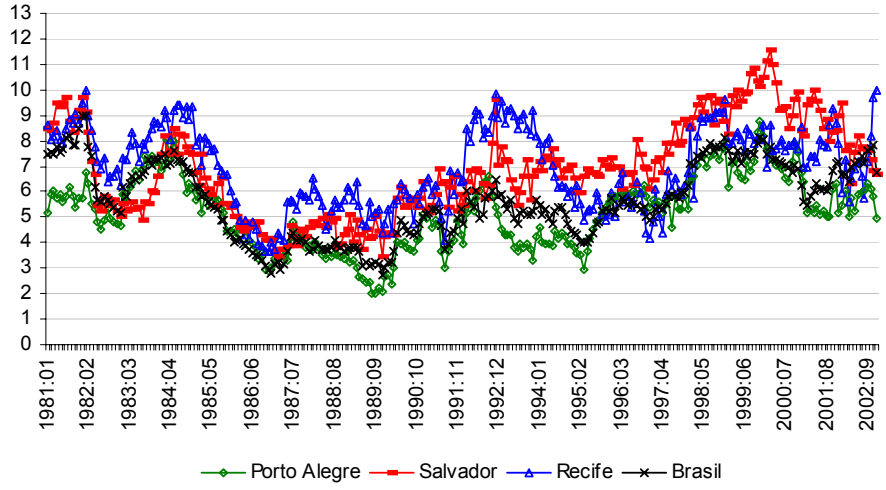
Taxas de Desemprego: Brasil e Regiões Metropolitanas



Fonte: Banco Central do Brasil: Séries Temporais
Nota: séries dessazonalizadas

Gráfico 7

Taxas de Desemprego: Brasil e Regiões Metropolitanas



Fonte: Banco Central do Brasil: Séries Temporais
Nota: séries dessazonalizadas

Não há dúvida que a condução da política monetária desde 1994 tem sido muito severa e seu rigor piorou com a implantação do regime de metas inflacionárias. Somente em 2004 a atividade econômica entrou num processo de recuperação que ainda não se mostrou algo sustentável. Por enquanto, o país está somente se aproveitando de condições favoráveis, sejam internas ou externas, mas ainda não resolveu seus vários problemas crônicos e isso impacta nas taxas de desemprego.

6. Considerações Finais

A proposta deste trabalho foi a analisar os cinco primeiros anos do regime de metas de inflação no Brasil e desta análise tirar lições pertinentes que nos auxiliem na condução futura da política monetária do país. A nossa proposição foi exposta já no título do artigo. Queríamos saber se o regime de metas inflacionárias tem sido um sucesso ou um fracasso. Nossos argumentos e resultados estatísticos mostram que, realmente, houve uma melhora na volatilidade de todas as variáveis analisadas, com exceção da taxa de câmbio. Entretanto, não há o que comemorar porque esta suposta estabilidade esconde alguns tropeços. Não poderíamos ter achado nenhuma volatilidade nas taxas de crescimento do PIB ou na taxa desemprego dado que a primeira, por exemplo, ficou estagnada na maior parte do tempo e a segunda tem se estabilizado em patamares bem altos. 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, ainda não é de se comemorar a recente recuperação da economia. Se de um lado ela é positiva pois, mesmo com as elevadíssimas taxas de juros, o setor produtivo conseguiu reagir e aviltou-se, de outro lado não há um claro sinal de sustentabilidade deste crescimento. Primeiramente, 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. Se a economia passa por uma calmaria no atual momento, isto deveria ser aproveitado para adequar as condições econômicas do país.

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 *policymakers*. E, neste caso, a adoção precipitada do sistema foi mais um fator negativo. Nosso argumento não é

contrário ao regime e, ainda, concordamos com a necessidade de uma âncora nominal para países emergentes como o Brasil. Acreditamos, sim, 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 Brasil. Portanto, afirmações acerca da perfeita implementação do sistema de metas inflacionárias devem ser revistas no sentido de levarem em conta as peculiaridades do país.

Finalmente, reconhecemos que as metas inflacionárias estão sendo alcançadas mas às custas de muitos problemas sociais. Afinal, alcançar as metas inflacionárias a uma taxa de juros beirando os 20% a.a. não parece ser tarefa complicada pois não temos concorrentes nem próximos que remuneram seus títulos a tal patamar.

Bibliografia

BALL, L. & SHERIDAN, N. Does Inflation Targeting Matter? **NBER Working Paper Series**, Cambridge, MA, working paper 9577, março 2003.

BARRO, R.J. & GORDON, D.B. *Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy*. **Journal of Monetary Economics** 12 (July): 101-121, 1983.

BLANCHARD, O. **Monetary Policy and Unemployment**. Remarks at the Conference "Monetary policy and the labor market. A conference in honor of James Tobin." New School of Social Research, NY, Novembro 2002.

BLANCHARD O. "Fiscal Dominance and Inflation Targeting. Lessons from Brazil **NBER Working Paper Series**, Cambridge, MA, working paper 10389, março 2004.

BOGDANSKI, J, TOMBINI, A.A. & WERLANG, S.R. Implementing Inflation Target in Brazil. **Banco Central do Brasil Working Paper Series**, Brasília, n. 1, 2000.

BRESSER-PEREIRA, L.C. & NAKANO, Y. Uma Estratégia de Desenvolvimento com Estabilidade, **Revista de Economia Política**, 21(3):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):3-34, julho 2003.

BRESSER-PEREIRA, L.C. Macroeconomia para o Brasil pós-1994. **Análise Econômica**, 21(40): 7-38, setembro 2003.

CLARIDA, R.; GALI, J.; GERTLER, M. *The Science of Monetary Policy: A New Keynesian Perspective* . **NBER Working Paper Series**, Cambridge, MA, working paper 7147, may 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. **Banco Central do Brasil Working Paper Series**, Brasília, n. 37, março 2002.

FIGUEIREDO, F.M.R. & FERREIRA, T.P. Os Preços Administrados e a Inflação no Brasil. **Banco Central do Brasil Working Paper Series**, Brasília, n. 59, dezembro 2002.

FRAGA, A. , GOLDFAJN, I. , MINELLA, A. Inflation Targeting in Emerging Markets Economies, **Banco Central do Brasil Working Paper Series**, número 76, 2003.

GOMES, C. & HOLLAND, M. Política Monetária e Regra de Taylor em condições de endividamento público no Brasil. **Revista da ANPEC**. Brasil, v.22, n.40, p.01 - 24, 2003.

GOMES, C. & AIDAR, O. *Metas Inflacionárias: Preços Livres e Administrados no Brasil: Uma Análise Econométrica.* **Anais do XXXIII Encontro Nacional de Economia**. João Pessoa, 2004.

KYDLAND, F.E. & PRESCOTT, E.C. *Rules Rather than Discretion : The Inconsistency of Optimal Plans*. **Journal of Political Economy** 85 (Junho); 473-492, 1977.

MINELLA, A. et alli. Inflation Targeting in Brazil: Constructing Credibility under Exchange Rate Volatility. **Banco Central do Brasil Working Paper Series**, Brasília, n. 77, 2003.

MISHKIN, F. S. Inflation Targeting in Emerging Market Countries . **NBER Working Paper Series**, Cambridge, MA, working paper 7618, 2000.

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? **NBER Working Paper Series**, Cambridge, MA, working paper 8397, July 2001.

PETRELLI, V. & GOMES, C. Conjuntura Econômica Brasileira e Limites do Sistema de Inflação. **Anais do VIII Encontro Nacional de Economia Política**, Florianópolis, 2003.

ROGOFF, K. The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target. **Quartely Journal of Economics 100** (November): 1169-1189. 1985.

ROMER, D. **Advanced Macroeconomics**. New York: Mc Graw Hill. 2001

SICSÚ, J. Teoria e Evidências do Regime de Metas Inflacionárias. **Revista de Economia Política**, v. 22, n. 1 (85), Janeiro-março. 2002.

Taylor, J. B. Discretion Versus Policy Rules in Practice. **Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy** 39:195:214. 1993.