

## 8. METAS DE INFLAÇÃO<sup>1</sup>

Neste livro, adoto como pressuposto que a alta inflação inercial que prevaleceu no Brasil entre 1980 e 1994 foi neutralizada, e que não há ameaça de sua volta. Com isso não quero dizer que a inflação deixou de ser um problema. A inflação é sempre um perigo, e precisa ser constantemente atacada, mas seu combate não justifica que se adotem remédios com efeitos colaterais — a alta taxa de juros e a baixa taxa de câmbio — afinal mais graves que a própria inflação hoje existente no Brasil. Através de remédios irracionais, que prejudicam a saúde do paciente, não se alcança sequer a queda da inflação para níveis aceitáveis. Já não há razão para que o Brasil não tenha taxa de inflação semelhante às internacionais. Com a política econômica que a ortodoxia convencional recomenda, a taxa de inflação pode cair, como caiu desde 2002, mas na primeira crise de balanço de pagamentos, que mais cedo ou mais tarde acontecerá como decorrência dessa política, a inflação voltará a subir. Não para os níveis da alta inflação inercial do passado — como a inércia inflacionária foi controlada não existe esse risco —, mas será suficiente para indicar que a política de estabilização adotada pela ortodoxia convencional não logrou de fato estabilização e, para a própria ortodoxia, uma boa desculpa para voltar a elevar a taxa de juros e prosseguir na sua política.

Desde o início de 1999, quando a flutuação do câmbio implicou no abandono da taxa de câmbio como âncora nominal, a política monetária adotou como nova âncora nominal a política de metas de inflação. Era como se o Brasil não pudesse passar sem uma âncora — uma espécie de reconhecimento de nossa incapacidade de administrar sem âncoras nossa economia. Geralmente vista como uma política bem-sucedida, na medida em que a taxa de inflação tem sido mantida sob controle, a política de metas de inflação vem mostrando problemas relacionados, principalmente, à forma como ela vem sendo aplicada e aos elevados custos fiscais e de desenvolvimento envolvidos.

---

<sup>1</sup> Capítulo escrito com a colaboração de Cleomar Gomes da Silva.

Tais problemas são de duas naturezas principais. De um lado, a regra de Taylor que lhe serve de base, relacionando a inflação com a taxa de juros e o hiato do produto potencial, somente pode ser aceita se combinada com a consideração de outras importantes variáveis, como a taxa de câmbio ou a taxa de desemprego. O argumento de que o Banco Central só pode ter uma meta porque as autoridades monetárias só dispõem de um instrumento não é nem razoável nem realista. Na prática, os bancos centrais não funcionam dessa maneira. A segunda está relacionada a um grave problema de incoerência. Uma política de metas de inflação (que pode ser entendida como um regime de política monetária) destina-se a “administrar” a política monetária, não a “mudar” o “regime de política monetária”: ela orienta a definição da taxa de juros dentro de uma faixa limitada (a faixa da taxa de juros de equilíbrio), não sendo adequada para enfrentar a armadilha da taxa de juros e da taxa de câmbio que prevalece no Brasil há anos.

Uma política de metas de inflação poderia ser considerada por si só um regime, mas reservo a expressão “regime monetário” para algo mais amplo: para indicar padrões de inflação, de taxa de juros e de taxa de câmbio que, em conjunto com os prazos da dívida pública, as instituições existentes e as políticas utilizadas, constituem um regime monetário. No caso do Brasil, o regime monetário implica, portanto, a política de metas de inflação em vigor desde 1999, a armadilha da alta taxa de juros e da taxa de câmbio apreciada, e instituições como a Selic remunerando as reservas bancárias e os títulos públicos. Os regimes de política monetária persistem durante certo tempo, mas, em determinados momentos, devem ser mudados, seja porque contêm falhas internas, seja porque fatos estruturais novos impõem essa mudança.

No Brasil, em 1999, a política de metas de inflação foi adotada sem se considerar necessária uma mudança prévia do regime de política monetária, mudança essa que envolvia reformas institucionais tais como o fim da indexação dos títulos públicos pela Selic e toda uma série de outras medidas destinadas a trazer a taxa de juros de volta para níveis normais. Administrando uma política de metas de inflação, o governo não tem nenhuma estratégia clara para reduzir a taxa de juros, já que vê a taxa de juros simplesmente como um instrumento dessa política, e não como um problema a ser resolvido.

Vários trabalhos analisaram a política de metas de inflação no Brasil. Por exemplo, Bogdanski, Tombini e Werlang (2000) escreveram sobre a fase anterior à implantação do plano em si e seus primeiros passos. Figueiredo, Fachada e Goldestein (2002) examinaram a condução da política monetária no Brasil e a relação entre três importantes elementos: as metas de inflação, a administração da dívida pública e as operações do mercado aberto.

Minella *et al.* (2003) estudaram a política brasileira de meta de inflação e argumentaram que as economias de mercado emergentes podem mostrar alta volatilidade em suas principais variáveis econômicas (taxas de câmbio e de juros, taxa de crescimento da produção e taxa de inflação), o que traz problemas para o sistema como um todo. Como resultado, a condução da política monetária nesses países está intimamente relacionada a desafios como a construção da credibilidade, a redução do nível de inflação, a solução de dominâncias fiscais, externas e financeiras.

Uma vez que a inflação em 1999, depois da flutuação da taxa de câmbio em janeiro de 1999, foi menor do que muitos previam, a conclusão geral desses autores é que “a experiência brasileira tem sido um teste de esforço bem-sucedido para a política de metas de inflação”. Ao afirmar isso, eles apressaram-se em atribuir à política de metas de inflação adotada em julho de 1999 um resultado que não lhe é devido. Essa prática de superestimar os resultados positivos da política de metas de inflação tem sido adotada insistentemente por economistas ortodoxo-convencionais, que comemoram os resultados dos baixos índices de inflação alcançados pela economia brasileira sem perceber que esses resultados dependem em grande parte da sobrevalorização do câmbio. Na verdade, conforme demonstraram diversos estudos, os países que trabalham com políticas de meta de inflação não alcançaram resultados nem melhores nem piores que os dos países que não usam dessa ferramenta (Ball e Sheridan, 2003; Arestis, Paula e Ferrari Filho, 2006).

O objetivo deste capítulo é oferecer uma breve visão geral da condução da política monetária no Brasil de acordo com a política de metas de inflação, da data de sua implementação até o final de 2006, e fazer uma crítica dessa política tanto no que diz respeito ao momento em que foi adotada quanto a aspectos negativos que fazem parte de sua estrutura ou arcabouço prático e teórico. Essas características negativas são tanto teóricas quanto empíricas, significando que a política de metas de inflação tem sido usada incorretamente por nossas autoridades monetárias. Não é meu objetivo promover uma discussão teórica da política de metas de inflação. Sobre isso, basta dizer que o regime de metas de inflação será aceitável se encararmos a taxa de juros de equilíbrio apenas como uma “convenção variável”, isto é, se encararmos a teoria que a cerca como uma **generalização** empírica do modo pelo qual os bancos centrais trabalham. E, em termos práticos, se combinarmos a meta de inflação com uma meta não declarada, mas praticada, de taxa de câmbio. Em outras palavras, no quadro de uma política pragmática de metas de inflação, o Banco Central deveria ter um mandato

duplo.<sup>2</sup> A rigor, deveríamos pensar em quatro objetivos. O Federal Reserve Bank tem um triplo mandato: além da inflação, deve buscar manter o nível de emprego e “uma taxa de juros moderada”. O Brasil, como qualquer país que cresce com estabilidade, precisa buscar também essas outras duas metas: emprego e taxa de juros moderada, mas essas duas metas não precisam ser atribuídas diretamente ao banco central.

Em relação ao momento de introdução da política de metas de inflação, embora ela tenha sido capaz de manter a inflação baixa, isso foi feito com custos fiscais e de oportunidade de crescimento extremamente elevados.<sup>3</sup> A inflação poderia ser menor e as taxas de crescimento maiores se o governo não tivesse se apressado em importar uma instituição de política monetária antes que as condições apropriadas tivessem se materializado. Assim, não vou discutir o que geralmente se discute em relação à política de metas de inflação: até que ponto a meta deve ser ambiciosa, qual índice de inflação utilizar, que período levar em consideração, que índice de preços deveria usar, etc. Esses são problemas de administração. Vou discutir questões estruturais e referentes ao *timing* escolhido para sua adoção.

#### A POLÍTICA DE METAS DE INFLAÇÃO

Depois de uma década de tentativas frustradas de adotar uma regra monetária para controlar a inflação, os bancos centrais nos países ricos perceberam que uma política mais pragmática seria a de controlar diretamente a própria taxa de inflação. A política de metas de inflação começou a ser adotada no início dos anos 1990. A Nova Zelândia foi a primeira a utilizar as metas de inflação, em 1990, seguida pelo Canadá (1991), Reino Unido (1992), Suécia e Finlândia (1993), Austrália e Espanha (1994). Depois disso, muitos outros países implementaram essa política, inclusive o Brasil em 1999.

---

<sup>2</sup> Estamos falando de um “parâmetro”, não de uma meta, porque não seria explícito, mas convencionalmente acompanhado pelo Banco Central e reconhecido pelo mercado financeiro. Não basta apenas incluir explicitamente a taxa de câmbio no modelo e optar por uma meta de inflação de longo prazo, como proposto por Ball (2000), contando que, nesse momento, os movimentos da taxa de câmbio serão compensados.

<sup>3</sup> Entre janeiro de 2003 e setembro de 2005, o governo brasileiro pagou cerca de R\$ 300 bilhões em serviço da dívida. Em dólares, o PIB per capita foi de US\$ 3.235 em 2000 para US\$ 3.325 em 2004.

Embora a adoção tenha decorrido do fracasso da política monetarista de metas monetárias, e tenha sido uma decisão pragmática de banqueiros centrais, os economistas neoclássicos e monetaristas não tardaram em buscar uma fundamentação teórica para ela: a “teoria da credibilidade”, relacionada ao que se denomina “nova macroeconomia clássica” (Kydland e Prescott, 1977; Barro e Gordon, 1983; Rogoff, 1985). De acordo com essa teoria, se as autoridades monetárias não forem fiéis às regras por elas próprias estabelecidas, haverá falta de credibilidade para suas decisões e maiores taxas de inflação. Conseqüentemente, é necessário um banco central confiável para eliminar o “viés inflacionário” existente na condução da política monetária.

Essa teoria, entretanto, não corresponde à prática dos bancos centrais. Adotando uma abordagem histórica ao invés de hipotética, Le Heron (2003) vê no caso canadense a criação de um novo consenso sobre política monetária — um consenso keynesiano. De acordo com ele, a política de metas de inflação está em conflito com a literatura sobre credibilidade porque se baseia na “confiança”, não na “credibilidade”. A abordagem da credibilidade exige total independência do banco central, enquanto as metas de inflação exigem apenas independência operacional, com a meta de inflação sendo determinada pelos políticos eleitos. Em lugar de dar ênfase a “normas versus discricionariedade”, a abordagem da confiança dá ênfase às expectativas dos agentes econômicos, ao comportamento dos mercados financeiros e ao preço dos ativos. Em um segundo trabalho, Le Heron e Carré (2006: 2) enfatizam que os responsáveis pelos bancos centrais não seguem simplesmente as regras, assumindo que eles próprios e os agentes econômicos conhecem o verdadeiro modelo. Ao invés disso, os banqueiros centrais ganham a confiança dos agentes econômicos na medida em que agem de forma razoável, ora simplesmente seguindo a regra, ora modificando-a com razões que os próprios agentes podem compreender — sempre considerando que choques estruturais podem exigir essas mudanças. Em todo o processo, comunicação e compreensão são chaves para obter confiança. Conforme observam os dois autores, “as metas de inflação trazem em si uma ambigüidade: a meta é quase sempre o fim da estratégia de credibilidade — a meta substituindo a regra —, mas, às vezes, é o início da estratégia de confiança: a meta como ponto focal, isto é, como parte de uma estratégia de comunicação”. Alan Greenspan foi o exemplo de um responsável por um banco central que pensa em termos de “confiança”, não em termos de “credibilidade” (Blinder e Reis, 2005; Aglietta e Borgy, 2005).

Alguns dos arranjos institucionais que estão na base da política de metas de inflação são os seguintes: (i) uma meta de inflação quantitativa e ex-

plícita, bem como intervalos de tolerância estabelecidos com base em um índice de preços amplamente conhecido e decidido pelo Conselho Monetário Nacional, baseada em uma proposta emitida pelo ministro da Fazenda; (ii) um procedimento operacional claro implementado pelo Banco Central; (iii) um alto grau de transparência e responsabilização, através de relatórios de inflação, discursos e atas de reuniões (Svensson, 1998); (iv) compromissos institucionais com a estabilidade de preços, em conformidade com os objetivos primários de uma meta de política monetária de longo prazo.

Para o Brasil, especificamente, em caso de não atingimento de metas, deve ser emitida uma carta aberta pelo Banco Central explicando as causas do descumprimento, as medidas a serem adotadas para garantir que a inflação volte aos níveis tolerados, e o período de tempo que será necessário para que tais medidas façam efeito.

Com relação à inflação ideal e às taxas de juros ideais, é comum atualmente analisar o comportamento dos bancos centrais segundo a formulação original de Taylor (1993) — a equação pragmática conhecida como regra de Taylor, cuja fórmula geral já vimos no capítulo anterior, mas não custa repetir porque é simples e prática:

$$j = j^* + \varphi (Y - Y^*) + \gamma (\pi - \pi^*) + \delta$$

onde  $j$  é a taxa de juros nominal,  $j^*$ , a taxa de juros de equilíbrio,  $(Y - Y^*)$  o hiato do produto,  $\pi - \pi^*$ , a diferença entre a inflação esperada e a meta de inflação, e  $\delta$ , um fator de choque exógeno. Assim, essa regra da taxa de juros diz que o banco central deve elevar a taxa de juros acima de seu nível de equilíbrio de longo prazo quando a inflação exceder sua meta e quando a produção exceder o crescimento autorizado pelo PIB potencial.

Na regra de Taylor original, ainda mais pragmática, e que tem os Estados Unidos como referência,  $j^*$  é estimado em 2%, os dois coeficientes, respectivamente, do hiato de produto e da diferença entre taxa esperada e meta de inflação, 0,5, e o fator exógeno, 2. Definida nesses termos, a regra de Taylor e a política de metas de inflação não foram inicialmente o resultado de uma preocupação com a credibilidade, nem de um raciocínio hipotético-dedutivo neoclássico sobre a inflação, mas a generalização de uma experiência histórica: de como os bancos centrais passaram a se comportar para controlar a inflação depois que abandonaram as metas monetárias. A boa macroeconomia adota um método predominantemente histórico, generalizando a partir da observação de como funciona efetivamente um sistema econômico (Bresser-Pereira, 2005d). A regra de Taylor tem claramente essa abordagem

histórica e pragmática. O comportamento dos bancos centrais, por sua vez, também está pragmaticamente baseado em uma combinação de várias teorias e achados sobre inflação, entre as quais a curva de Philips e uma óbvia exigência de confiança ou credibilidade.<sup>4</sup> As teorias neoclássicas de credibilidade foram acrescentadas à intuição dos banqueiros centrais e à de Taylor para tornar a política de metas de inflação consistente com a visão neoclássica, mas nada impede que se acrescentem outras considerações para torná-la consistente com a macroeconomia keynesiana.

## O REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO

A economia brasileira mudou abruptamente quando, em 1994, o Plano Real conseguiu neutralizar o mecanismo de inércia inflacionária e, como resultado, controlou a alta inflação que vinha prejudicando o desenvolvimento do país desde o início dos anos 1980. No entanto, apesar de a neutralização da inércia através do mecanismo da URV ter sido a verdadeira causa da estabilização da alta inflação, decidiu-se adotar também uma âncora cambial. Nesse momento, a equipe econômica, que estava adotando uma estratégia nacional, baseada em uma teoria da inércia inflacionária desenvolvida por economistas brasileiros, já dava sinal de sua guinada em direção à ortodoxia convencional que nada sabia sobre inflação inercial e, depois do Plano de Convertibilidad argentino (1991), defendia âncoras cambiais.<sup>5</sup> A manutenção de uma taxa quase fixa de câmbio de meados de 1994 até o início de 1999, legitimada pelo “combate à inflação” e pela “política de crescimento com poupança externa”, fez com que o país incorresse em elevados déficits em conta corrente e, portanto, aumentasse sua dependência do ingresso de capital internacional e ficasse ainda mais vulnerável a choques externos. Essa fraqueza se confirmou quando os credores internacionais decidiram, em meados de 1998, suspender a rolagem da dívida externa, provocando uma rápida saída de capital. Como resultado da contínua perda de reservas, em ja-

---

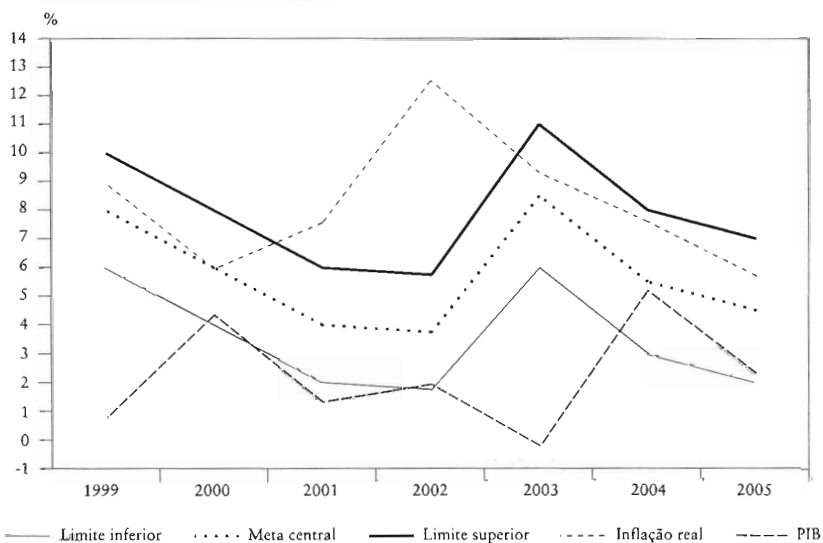
<sup>4</sup> A teoria da credibilidade ou é óbvia ou é errada. Ela se torna errada quando os formuladores de políticas oferecem a “credibilidade” de suas políticas como um substituto dos fundamentos econômicos. Foi isso que aconteceu, por exemplo, nos clássicos experimentos de estabilização latino-americanos do final dos anos 1970 (Diaz-Alejandro, 1981), ou no programa de estabilização de 1992 no Brasil, patrocinado pelo FMI.

<sup>5</sup> Para uma história da teoria da inflação inercial, ver Bresser-Pereira (1996).

neiro de 1999 o governo brasileiro foi forçado a flutuar e aceitar a desvalorização de sua taxa de câmbio e mais um acordo com o FMI.

A flutuação do real levou os formuladores de políticas, que estavam acostumados a ver a taxa de câmbio como uma âncora monetária da economia brasileira desde 1994, a temer o retorno da alta inflação. De modo acertado, eles aumentaram fortemente a taxa de juros, apesar de a taxa básica de juros já estar muito alta.<sup>6</sup> O medo da inflação não foi confirmado pelos fatos; o aumento da taxa de inflação depois da flutuação foi muito menor do que esperavam os economistas convencionais. Apesar disso, as autoridades monetárias brasileiras começaram a trabalhar para atingir dois objetivos principais: (i) um severo controle da inflação, a fim de acalmar as expectativas do mercado financeiro e construir credibilidade; (ii) a implementação de uma política de metas de inflação como uma nova âncora nominal para a política econômica.

Figura 4  
TAXAS REAIS DE INFLAÇÃO, METAS DE INFLAÇÃO,  
INTERVALOS DE TOLERÂNCIA E PIB — 1999-2005



Fonte: Ipeadata.

<sup>6</sup> Depois da implementação do regime de metas de inflação houve uma redução da taxa de juros real, mas, já em 2001, quando seu nível real continuava muito alto, ela foi aumentada novamente.



Seis meses após a crise e a adoção de uma taxa de câmbio flexível, o Banco Central pôs em operação uma política formal de metas de inflação e estabeleceu as primeiras metas (Figura 4). O Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA)<sup>7</sup> foi escolhido como medida de referência para as metas porque ele pode ser afetado por fatores sazonais e também por choques temporários. A taxa de juros overnight Selic foi escolhida como instrumento da política e a meta de inflação passou a ser responsabilidade do Conselho de Política Monetária — Copom. Foram permitidos intervalos de tolerância de 2 pontos percentuais<sup>8</sup> para levar em conta a importância da incerteza acerca de nosso processo inflacionário, bem como choques temporários inesperados e/ou fatores sazonais. A Figura 4 mostra as metas para o período 1999-2005. Desse modo, as autoridades monetárias continuaram a encarar o controle de inflação como sua meta principal, deixando de reconhecer que uma taxa básica de juros extremamente elevada era então o maior obstáculo para uma verdadeira estabilização macroeconômica. Em outras palavras, era uma agenda política equivocada, uma vez que o principal problema da economia brasileira tinha deixado de ser a inflação para se tornar a perversa combinação de taxa de juros elevada e baixa taxa de câmbio. Mas a política foi mantida, e o baixo crescimento da inflação em 1999 foi-lhe equivocadamente atribuído, embora ela estivesse apenas começando a ser adotada.

A desvalorização da taxa de câmbio foi seguida por um período de fraco crescimento econômico devido ao necessário aumento da taxa de juros então efetuado pelo Banco Central, e isso explica parcialmente o comportamento da inflação. A principal explicação para o fato, porém, estava no fato de que a indexação havia sido eliminada em 1994, de modo que o aumento dos preços não se inercializou, mas logo refluíu. Por outro lado, um razoável controle de gastos do governo e um aumento dos tributos levaram a um rápido crescimento do superávit primário, que alcançou 2,95% do PIB em 1999 (Tabela 14). Isso se associou a uma rígida condução da política monetária. Esses fatos, juntamente com outros importantes indicadores, resultaram em uma taxa de inflação de apenas 8,9% em 1999. O ano 2000 foi mais favorável para a economia brasileira, apesar das preocupações relativas a fatores externos. Em consequência, a meta de inflação de 6% foi alcançada com

---

<sup>7</sup> O índice de preços escolhido — o IPCA — abrange uma amostra de famílias com renda pessoal entre um e quarenta salários mínimos e tem ampla base geográfica (Bogdanski, Tombini e Werlang, 2000).

<sup>8</sup> Os intervalos de tolerância foram ampliados para 2,5% depois de 2003.

sucesso, embora tenha havido um contínuo realinhamento dos preços monitorados ou administrados pelo governo e algum crescimento econômico. Tal expansão foi devida à melhoria da confiança dos consumidores e das empresas e à expansão do crédito. Esta última se tornou possível com a queda na tributação do crédito familiar e reduções nas taxas de empréstimos e *spreads* bancários.

Em 2001, a economia brasileira foi atingida por uma série de choques desfavoráveis. O mais importante deles foi a crise da energia, o fim da bolha especulativa no mercado de ações em todo o mundo, a crise da Argentina e os ataques terroristas nos Estados Unidos. Esses choques tiveram grande impacto nas expectativas do mercado internacional e causaram dificuldades para atrair o capital estrangeiro, apesar das altas taxas de juros. Por outro lado, o déficit foi até mesmo ampliado pela saída de capital, que foi maior do que o investimento externo direto. Diante desse cenário, a ação do banco central estava ligada a limitar a propagação de perturbações enfrentadas pela economia, relacionadas sobretudo à depreciação da taxa de câmbio e a aumentos nos preços monitorados. Nesse momento, o Banco Central, que vinha corretamente baixando a taxa de juros desde 1999, cometeu o erro de tornar a aumentá-la, embora ela ainda estivesse em torno de 9% ao ano em termos reais. Essa foi uma demonstração de fraqueza do Banco Central, de reconhecimento da vulnerabilidade externa da economia brasileira, que colocaria os credores externos de sobreaviso e abriria espaço para a crise de balanço de pagamentos desse ano. Além de suas atuações no próprio mercado, por meio da taxa de juros, o Banco Central começou a trabalhar com uma condução mais restritiva da política monetária, tentando manter a inflação anual dentro do intervalo de tolerância estabelecido pelos formuladores de políticas. Esse esforço, no entanto, foi em vão, e a taxa de inflação chegou a uma porcentagem anual de 7,6%, o que significava que a meta havia sido descumprida. Esse aumento do IPCA não foi resultado do excesso de demanda, mas conseqüência direta do repasse (*pass-through*) da taxa de câmbio para os preços e, indiretamente, do aumento dos preços administrados. O lado fiscal da economia deteriorou-se em 2001, apesar do superávit primário do governo de 3,35% do PIB.<sup>9</sup>

Em 2002, estava claro que o candidato do Partido dos Trabalhadores, Luiz Inácio Lula da Silva, seria eleito presidente. Como o mercado não co-

---

<sup>9</sup> Estou usando as percentagens de superávit primário já com o PIB corrigido, embora não tenha mudado as metas.

nhecia suas verdadeiras intenções, esse fato, combinado com o problema da dominância fiscal envolvido no novo aumento da taxa de juros naquele momento, e principalmente com a vulnerabilidade externa que ainda existia na economia brasileira e se manifestava através de alto índice de endividamento interno e externo, e de uma taxa de juros real altíssima que voltara a se elevar, levou a um aumento da probabilidade de *default* na dívida externa.<sup>10</sup> Como resultado, houve um acentuado aumento na taxa de juros sobre a dívida do governo brasileiro denominada em dólares. O real depreciou-se fortemente contra o dólar e essa depreciação levou a mais inflação. Quanto ao fenômeno da dominância fiscal, ele se deveu à nossa grande dependência de capital estrangeiro. Quando os credores externos começam a perder a confiança no país e a retirar os recursos que tinham investido, as autoridades monetárias podem aumentar uma taxa que já é alta para impedir a saída de capitais. Ao invés, porém, de impedir a saída, esta pode se acelerar porque o aumento dos juros leva os credores a duvidar da solvência do país ou do Estado, ou de ambos. Define-se então um cenário em que os juros sobem enquanto o câmbio se deprecia, agravando o quadro de endividamento e de inflação, e mergulhando o país na crise. Conseqüentemente, pode haver nova desvalorização do câmbio. Por essa razão, uma tentativa de valorizar a taxa de câmbio tem efeito contrário, e isso caracteriza a assim chamada dominância fiscal (Bresser-Pereira e Nakano, 2002; Gomes e Aidar, 2004). De acordo com Favero e Giavazzi (2005), a experiência brasileira mostrou como o risco de *default* pode ter um efeito deletério sobre o arcabouço das metas de inflação, uma vez que a economia pode passar de um regime de dominância monetária para um regime de dominância fiscal. Sob essa condição, responder ao crescimento da inflação com aumentos reais da taxa de juros leva a uma depreciação real da taxa de câmbio e, conseqüentemente, a um novo aumento da inflação. Se esse for o caso, o instrumento correto para reduzir a inflação é a política fiscal, não a política monetária.

Após a eleição de Lula, em outubro de 2002, as autoridades monetárias decidiram manter e aprofundar as políticas monetária e fiscal anteriores e também continuar as reformas institucionais microeconômicas. Os planos da nova administração incluíam um claro objetivo para o superávit primário e anúncios de uma reforma do sistema de seguridade social. Como o mercado avaliou que não haveria nenhuma mudança importante de políti-

---

<sup>10</sup> Nesse ano, o grande aumento das exportações brasileiras e a conseqüente melhoria de nossas contas externas já estavam começando, mas os credores só se aperceberam do fato em 2003.

ca, houve uma diminuição da probabilidade de *default*, uma valorização do real e uma redução da inflação (Blanchard, 2005).

Em 2003, com o novo governo no poder e com a conduta ortodoxa das autoridades monetárias, os credores do Brasil começaram a se acalmar. Naquele momento, em meados do ano, a melhoria das contas externas do Brasil, que então se manifesta claramente, e a recuperação da confiança pelo governo abriam uma oportunidade para que este iniciasse uma política de baixa da taxa de juros. A decisão tomada, porém, foi inversa: foi de aumentar as taxas de juros. A preocupação foi apenas de dar ao mercado financeiro o sinal de que a redução da inflação continuaria a ser uma prioridade também para o novo governo. De acordo com Favero e Giavazzi (2005), o anúncio feito por Lula, depois de assumir no início de 2003, de uma política fiscal restritiva, foi suficiente para trazer a economia brasileira de volta às “condições normais”, com uma rápida redução do risco-país, estabilização da taxa de câmbio e, conseqüentemente, estabilização das expectativas de inflação, da própria inflação e da dinâmica da dívida pública. A taxa de juros, porém, continuou em seu nível absurdamente elevado e a economia estagnou, apesar das condições internacionais extremamente favoráveis. As metas de inflação em 2003 foram alteradas de 4% para 8,5% e, em 2004, de 3,75% para 5,5%. Além disso, os intervalos de tolerância foram modificados (de 2% para 2,5%). O horizonte de metas foi também estendido para dois anos, a fim de que os choques de oferta fossem suavizados, tanto quanto possível. De acordo com o Banco Central, as novas metas seriam mais adequadas para a economia brasileira e ajudariam a reduzir as taxas de juros, tendo em vista que o custo relacionado às metas anteriores era bastante elevado em termos de dívida pública e crescimento econômico. No entanto, a redução na taxa Selic não foi suficiente para fazer a economia crescer nesse ano.

Em 2004, porém, a economia brasileira cresceu consideravelmente, o que foi mais uma vez atribuído, pelas autoridades econômicas, às “corretas” políticas econômicas. Na verdade, foi o resultado de um grande ajuste externo que a economia sofreu entre 1998 e 2004, em razão dos efeitos conjuntos da desvalorização do real, como conseqüência das crises do balanço de pagamentos de 1998 e 2002, e de um grande aumento nos preços dos bens exportados do Brasil. A economia passou de um déficit em conta corrente de 5% do PIB em 1998 para um superávit de 1% em 2004, enquanto a taxa de investimento era mantida constante em torno de 19%. Assim, houve uma extraordinária substituição de poupança externa por poupança interna, como vimos no capítulo 5. No entanto, como era de se esperar, a manutenção pelo Banco Central da taxa de juros em seu nível elevado, somada ao aumento

das exportações, provocou uma valorização da taxa de câmbio, o que ajudou a baixar a taxa de inflação e atingir a meta.

As autoridades monetárias começaram 2005 com uma política monetária semelhante, se comparada à do ano anterior, e a meta de inflação foi atingida. Até 2008 a meta de inflação já está definida pelo Conselho Monetário Nacional: 4,5% em cada um desses anos, e tudo indica que essa meta será atingida. É uma taxa de inflação um pouco pior que a da média de outros países em desenvolvimento semelhantes ao Brasil, mas a diferença é pequena e pode ser explicada pela indexação dos preços das empresas de serviço público, dos salários quando decididos em dissídios coletivos, pela política de elevação do salário mínimo e pelo caráter ainda relativamente fechado da economia brasileira (Werlang, 2006). Os preços administrados, particularmente, devem ser responsáveis pela inflação acima dos padrões internacionais. Conforme vemos pela Figura 5, entre 1999 e 2003 eles se elevaram mais do que a inflação, estabilizando-se a partir de então.<sup>11</sup> Em 2005 e 2006 a inflação caiu, e a meta foi atingida. No final de 2006, uma taxa de inflação em torno de 3% era comemorada pela ortodoxia convencional como marcando a “vitória” da sua luta contra a inflação: na verdade, era fruto do populismo cambial, já que estava sendo alcançada graças à apreciação do real. A taxa de crescimento, porém, também voltava a baixar, devendo terminar o ano em torno de 3%.

#### REGIME DE POLÍTICA MONETÁRIA

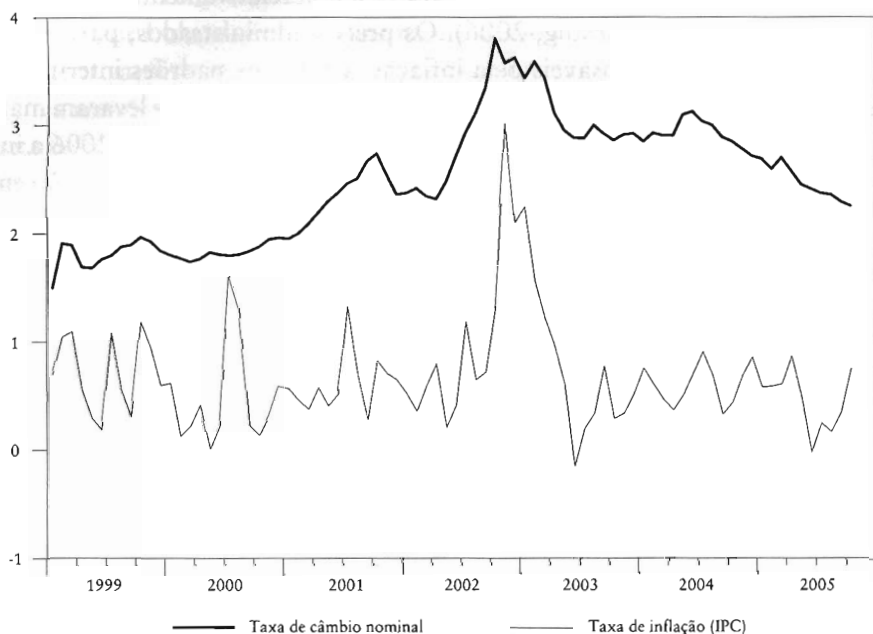
Enquanto a taxa de inflação se mantém baixa, embora ainda acima do nível internacional, a taxa de crescimento da economia brasileira continua muito inferior à média alcançada pelos países em desenvolvimento, não obstante os diretores do Banco Central e os economistas convencionais não se cansarem em falar do sucesso de sua política. Sete anos depois de implantada a política, minha avaliação é oposta. Se, em vez de adotar uma política de metas de inflação, as autoridades monetárias tivessem concentrado seus esforços em mudar o regime de política monetária e assim sair da armadilha em que estão, se tivessem se dedicado ao controle dos fatores que de fato

---

<sup>11</sup> A elevação maior em um primeiro período e menor no segundo deveu-se ao uso do IGP para indexar os contratos em lugar do IPCA. Esse índice contém preços no atacado que refletem diretamente as mudanças do câmbio.

desestabilizam a economia brasileira — a alta taxa de juros e a baixa taxa de câmbio —, poderíamos não apenas ter mais crescimento, mas também uma taxa de inflação em nível internacional — menor, portanto. Ao concentrar todo o seu esforço em baixar essa taxa em vez de atacar os problemas reais da economia brasileira que a condicionam, o próprio objetivo de baixar a inflação fica prejudicado.

Figura 5  
TAXA DE INFLAÇÃO (IPC)  
E TAXA DE CÂMBIO NOMINAL — 1999-2005



Fonte: Ipeadata.

Observação: R\$/US\$ 1999 = 1; 2005 = 10.

A razão mais direta para o que estou afirmando está na taxa de câmbio. A política econômica que a ortodoxia convencional propõe aos países em desenvolvimento, e que o Banco Central do Brasil fielmente adota, implica uma taxa de câmbio apreciada. Uma das razões que torna atrativa essa política, além do populismo cambial, está no fato de que ela provoca imediata redução da taxa de inflação. Em compensação, quando, mais cedo ou mais tarde, o desequilíbrio tem que ser corrigido, seja por uma crise ou por

uma quase-crise, a correção implica depreciação súbita e, portanto, aumento da taxa de inflação. É impressionante como a taxa de inflação no Brasil tem acompanhado os movimentos da taxa de câmbio (Figura 5). Se as autoridades monetárias e mais amplamente todo o governo concentrassem seus esforços em evitar a tendência à manutenção da taxa de câmbio em um nível relativamente apreciado, que decorre seja da doença holandesa, seja da grande oferta de capitais para os países em desenvolvimento, lograríamos não apenas maior estabilidade geral da economia, sobretudo de suas contas internas, mas conseguiríamos também uma taxa de inflação mais estável e mais baixa no médio prazo. Em vez de pensarmos na política de metas de inflação como um sucesso ou como um fracasso, devemos pensar que ela é hoje o principal instrumento da ortodoxia convencional para manter a economia brasileira na armadilha de alta taxa de juros e baixa taxa de câmbio. Em vez de o país se dedicar a uma estratégia para baixar a taxa de juros que, por implicar em elevação da taxa de câmbio, poderia levar a um aumento pequeno e transitório da inflação, o que fazemos é nos apegar a metas para o ano seguinte que impedem qualquer estratégia mais coordenada de baixa da taxa de juros do tipo que discutirei no capítulo 11.

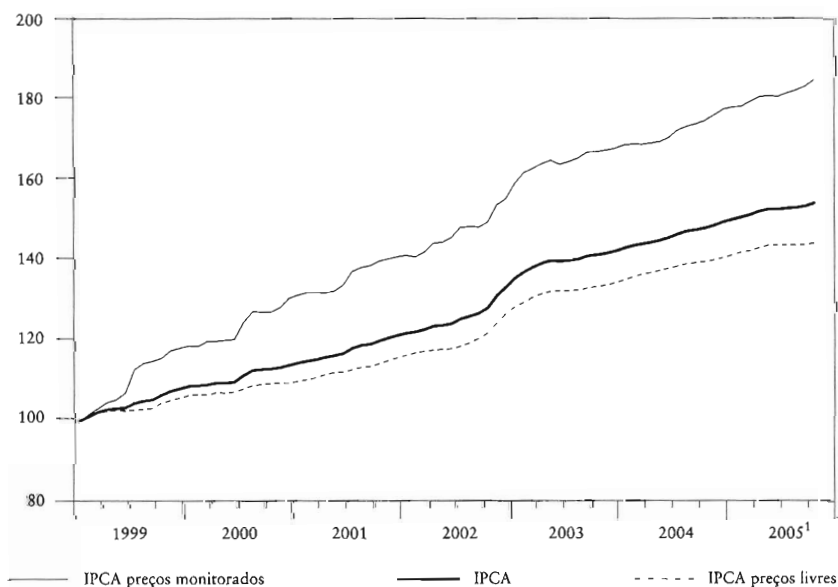
Já vimos que em 1999 o Brasil não estava preparado para adotar uma política de metas de inflação, dado o fato de que essa política se destina a administrar a política monetária, não a mudar o regime de política monetária. Ora, naquele momento, para escapar aos altos juros que pressionam para baixo a taxa de câmbio, era preciso mudar esse regime, era preciso desenvolver uma estratégia de baixa da taxa de juros. Se as autoridades econômicas acreditavam que uma política de metas de inflação era um bom caminho a ser seguido, teriam primeiro de enfrentar a armadilha da taxa de juros e da taxa de câmbio. A mudança de regime envolve, naturalmente, o abandono da taxa de juros de equilíbrio que vem sendo utilizada pelos administradores da política de metas de inflação, já que uma taxa de 9% ao ano em termos reais é incompatível com o novo regime.

Um obstáculo que vai perdendo importância à medida que a taxa de inflação cai, mas que precisa ser enfrentado, é o dos contratos de serviços públicos com cláusula de indexação de preços. A cesta de preços administrados chega a 30% do IPCA. Em termos de ação de política econômica, o que se observa claramente é que as ações dos formuladores de políticas afetam consideravelmente a variabilidade do índice de preços em virtude dos preços monitorados. Em conseqüência, as metas podem ser alcançadas, mas há elevados custos sociais envolvidos, baixo crescimento econômico e altas taxas de juros. Os preços monitorados variam independentemente dos fatores de

demanda e, como mostra a Figura 6, a inflação dos preços monitorados aumentou muito mais que os outros dois índices.

Os preços administrados no Brasil trazem, portanto, uma série de problemas para nossa economia. Em primeiro lugar, as ações do Banco Central, através de seu instrumento de política monetária, só podem afetar os preços livres, o que faz com que as autoridades monetárias trabalhem sobre choques de demanda que poderão não existir. Em segundo lugar, as expectativas de inflação geram um círculo vicioso nas taxas de juros e as tornam extremamente altas. Os preços administrados, por sua vez, estão indexados ao IGP e, portanto, ao câmbio, o que magnifica o efeito de uma desvalorização cambial nos preços. O resultado é que a política monetária é muito restritiva e severa.

Figura 6  
PREÇOS MONITORADOS E IPCA — 2002-2006



Fontes: IBGE, Banco Central e Credit Suisse.

Nota: <sup>1</sup> Estimativa.

Em resumo, o Plano Real de 1994 foi uma reforma bem-sucedida que desindexou a economia brasileira e, portanto, neutralizou a inércia inflacionária. Mas ele ficou incompleto na medida em que os preços administrados



e a dívida pública continuaram indexados. No entanto, em lugar de trabalhar em direção a esse objetivo, as autoridades monetárias brasileiras aceitaram a recomendação do FMI de adotar uma âncora cambial entre 1995 e 1998. O resultado foi catastrófico. Mesmo assim, a política de metas de inflação foi introduzida no Brasil em 1999 como um substituto para essa âncora cambial. Essa reforma monetária deveria ter sido precedida por reformas que eliminassem todas as formas de indexação. No entanto, em lugar de desenvolver uma estratégia para reduzir a taxa de juros, envolvendo tais reformas e o aprofundamento do ajuste fiscal, o governo continuou a definir a inflação como o principal problema a ser enfrentado e adotou uma política formal de metas de inflação. A consequência foi que, desde 1999, a taxa de juros real permaneceu incrivelmente alta: a economia brasileira não conseguiu escapar da armadilha da taxa de juros.

Talvez a melhor estratégia tivesse sido a busca de uma convergência de longo prazo da inflação. Por exemplo, o Chile agiu desse modo antes de dar início a suas respectivas políticas de metas de inflação. Os chilenos primeiro promoveram a necessária abertura comercial e buscaram o equilíbrio de suas economias, alcançaram uma taxa de juros e outra de câmbio em níveis aceitáveis, para só então introduzir a política de metas de inflação. Em outras palavras, o Chile, que tem sido um modelo de política macroeconômica competente, permitiu à inflação convergir suavemente e o resultado foi um custo social muito menor, se comparado ao do Brasil. A estratégia toda começou a ser analisada já em 1991. No entanto, a adoção total de uma forma leve de política de metas de inflação ocorreu somente em 2000, quando eles começaram a liberar seus relatórios de inflação. O caso mexicano é semelhante, embora em períodos diferentes.

No caso brasileiro, não houve uma preparação adequada da economia antes da adoção do sistema. Para adotar a política de metas de inflação, as autoridades deveriam ter preparado as variáveis-chave da economia a fim de que elas pudessem convergir mais suavemente. Se tivessem se concentrado, primeiramente, em se livrar da armadilha da taxa de juros/taxa de câmbio em que a economia estava imersa, poderiam, em um segundo momento, adotar uma política de metas de inflação. Em vez disso, excessivamente preocupadas com a inflação, as autoridades se apressaram em adotar uma nova âncora nominal. Em consequência, a taxa de câmbio permaneceu altamente instável e a economia não conseguiu atingir a meta de inflação em alguns anos. Pior, a taxa de juros real em relação à dívida pública continuou anormalmente elevada — o que envolveu elevados custos fiscais e de desenvolvimento. Conseqüentemente, o Brasil necessita de uma urgente mudan-

ça em suas prioridades no que se refere à política monetária. A alta taxa de juros é o principal problema a ser enfrentado, não a inflação... Somente resolvendo esse problema, e somente baixando a taxa de juros para níveis compatíveis com seu risco-país, o Brasil conseguirá ter níveis internacionais de inflação, em lugar de mantê-la em torno de 5% ao ano. Para realizar com sucesso essa ação, porém, será necessário o envolvimento de toda a sociedade e do governo.

1980  
1981  
1982  
1983