

ÍNDICE

Introdução	2
2 - Arcabouço teórico e experiência internacional	2
3 - Metas de inflação para países em desenvolvimento	4
4 - O Sistema de Metas para a Inflação no Brasil	5
4.1 - Antecedentes econômicos e condicionantes da implantação do sistema de metas para a inflação no Brasil:	5
4.2 - Funcionamento do sistemas de metas para a inflação no Brasil	7
4.2 – O juro de curto prazo como instrumento de política monetária	11
4.3 - A meta para a inflação, o investimento, o produto e o emprego	13
5 - Algumas variáveis comparativas entre Brasil, México e Turquia	18
Considerações finais	20
Referências bibliográficas	21

Metas para a inflação no Brasil: resultados da política monetária e impactos na economia[?]

Introdução

A partir do final da década de 60, redução e estabilização da inflação e da volatilidade do produto passaram a ser buscadas, predominantemente, por instrumentos de política monetária. Mais do que isso, tornou-se consenso no *mainstream* a estabilidade do nível de preços como objetivo primordial da política monetária. Com isso, vários bancos centrais optaram pela adoção de estratégia, cuja característica principal é antecipar-se a quaisquer pressões inflacionárias futuras. Dentro dessa nova estratégia, surgia na década de 90 o sistema de metas para a inflação (SMI).

O SMI desempenha duas funções: serve como elemento de coordenação das expectativas dos agentes econômicos e opera como um guia de transparência na condução da política monetária. Ainda que não exclua os efeitos sobre a atividade econômica, o objetivo primordial da autoridade monetária é a meta inflacionária.

O objetivo deste trabalho é analisar o sistema de metas adotado no Brasil a partir de 1999, avaliando seus resultados, em termos de queda da inflação, e impactos, especificamente, sobre investimento, produto e emprego.

O estudo está estruturado da seguinte forma: a primeira seção trata de aspectos teóricos do regime de metas e de sua implantação em nível internacional; a segunda, trata do SMI para países em desenvolvimento. A seção que trata do sistema de metas no Brasil, está dividido como segue: i) antecedentes econômicos e condicionantes da implantação do sistema de metas; ii) funcionamento do sistema de metas; iii) meta para a inflação, o investimento, o produto e o emprego. Por fim, são apresentadas algumas variáveis comparativas entre Brasil, Turquia e México e as considerações finais.

2 - Arcabouço teórico e experiência internacional

Originalmente adotado pela Nova Zelândia, em 1990, o sistema de metas para inflação surgiu como alternativa aos tradicionais mecanismos de controle da oferta monetária ou ainda de administração da taxa de câmbio de forma a obter estabilidade de preços. De acordo com esta abordagem, a autoridade monetária anuncia um objetivo de inflação para um determinado período de tempo e adota medidas para o seu alcance. Desde 1990, um número crescente de países vêm adotando este regime. Entre os países desenvolvidos que adotaram este enfoque estão, por exemplo, Inglaterra, Canadá, Austrália, Noruega, Suécia, Suíça. Entre os emergentes estão, entre outros, Brasil, Chile, México, Colômbia, Turquia, Israel e África do Sul.

[?] Trabalho elaborado para o III Prêmio Paulo Roberto de Castro, do Sindicato Nacional dos Servidores do Banco Central (Sinal), que traz como tema a avaliação da eficácia do Sistema de Metas de Inflação no Brasil, considerando o controle inflacionário e os impactos sobre o produto e o emprego.

Segundo Mishkin e Savastano (apud Bogdanski et al, 2002), as principais características deste sistema são:

1. conhecimento público de metas numéricas de médio prazo para inflação;
2. compromisso institucional com a estabilidade de preços como objetivo primordial da política econômica;
3. compromisso institucional com a estabilidade de preços como objetivo primordial da política econômica;
4. máximo aproveitamento das informações para a tomada de decisão da autoridade monetária;
5. transparência na comunicação ao público da condução da política monetária;
6. mecanismos para tornar as autoridades monetárias responsáveis pelo cumprimento das metas de inflação.

A lógica do sistema consiste, basicamente, na determinação da taxa de juros no presente que viabilize uma taxa de inflação pré-determinada (meta), considerando que há defasagem entre ambas. Exemplificando: para reduzir o nível de preços, a autoridade monetária eleva a taxa de juros previamente, provocando redução da demanda global e, por via de consequência, redução da inflação.¹ Como calibrar este movimento torna-se a questão-chave. Para tanto, o desenvolvimento de modelos econométricos exerce papel fundamental.

No entanto, a correta antecipação do impacto da taxa de juros sobre os preços da economia não basta. Pelo que se denota das características acima, é essencial que o mercado considere crível atingir a meta. Ou seja, é preciso convencer os agentes econômicos, de forma a obter-se a convergência da inflação esperada à uma taxa pré-determinada. Para tanto, a credibilidade do banco central ...

Após a escolha do índice de preços e do horizonte temporal para atingir a meta, duas outras questões devem ser respondidas:

1 – a meta será quantificada pelo índice cheio ou expurgando alguns itens do seu cômputo? (Alguns itens considerados no índice apresentam sazonalidade nos preços ou ainda têm reajustes que independem da política monetária, como, por exemplo, preços administrados por contratos).

2 – haverá cláusulas de escape ou não? (Estas cláusulas admitem o não cumprimento da meta no caso de choques de oferta que especificam, como, por exemplo elevação dos preços do petróleo).

Note-se que ambas dizem respeito ao alcance da política monetária e permitem uma relativa flexibilização da regra monetária.²

A eficácia do sistema no que concerne, exclusivamente, à estabilidade da inflação em patamar baixo, pode ser analisada pela evolução dos preços. Conforme gráfico e tabela 1 na década de 80 a inflação mundial oscilou em torno de 15,6%, refletindo redução das taxas nos países desenvolvidos e alta nos países em desenvolvimento. Nesses, os anos 90 podem ser divididos em quinquênios, sendo que o primeiro caracterizou-se por taxas de inflação elevadas, que declinaram substancialmente na

¹ A ligação entre taxa de juros e nível de preços pode ser derivada da Curva de Phillips, que apresenta relação inversa entre taxa de inflação e desemprego.

² Conforme será apresentado posteriormente, o Brasil não adotou nenhuma destas possibilidades de flexibilizar a meta, senão pelos intervalos de tolerância.

segunda metade. A década de 2000 (até 2006) apresenta médias de taxas de inflação de um dígito em todos os segmentos analisados.

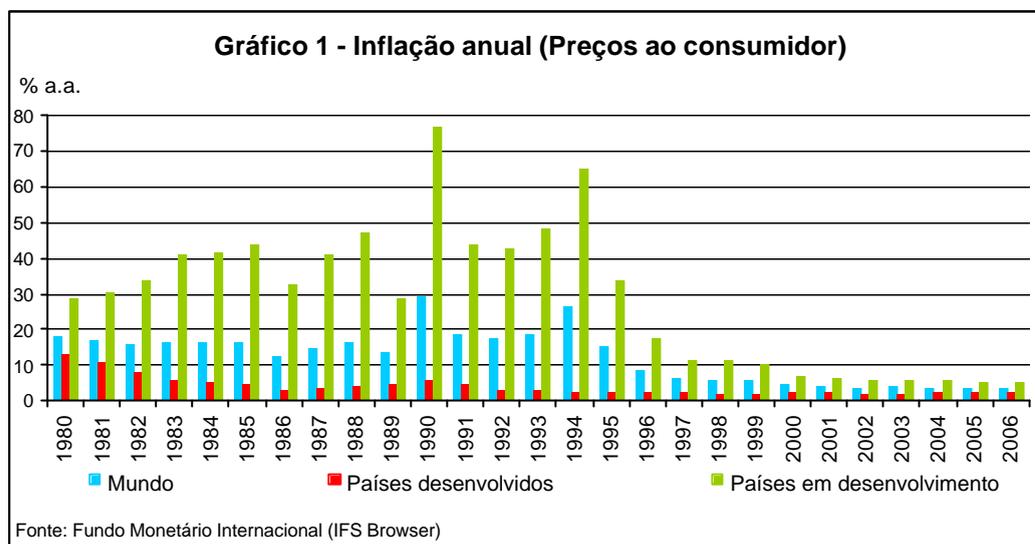


Tabela 1 - Variação média anual da inflação

	%		
	Anos 80	Anos 90	2000-2006
Países desenvolvidos	6,2	2,8	2,1
Países em desenvolvimento	36,6	34,3	5,7
Mundo	15,6	14,9	3,7

Fonte: FMI/IFS Browser

Observe-se, por oportuno, que a redução da inflação deu-se em nível mundial, tanto para países que adotaram meta de inflação (*targeters*) quanto para aqueles que não adotaram (*non-targeters*). Além disso, o otimismo daqueles que defendem o sistema de metas para a inflação não os impede de afirmar que sua adoção não torna a inflação perfeitamente previsível, nem permite reduzi-la sem custos.

3 - Metas de inflação para países em desenvolvimento

O sistema de metas para a inflação funciona diferentemente em economias desenvolvidas e em desenvolvimento. Segundo Fraga (2003), essas apresentam maior volatilidade do produto (PIB) e maior variabilidade do nível de preços. Também o desempenho do SMI é inferior, quando comparado aos países desenvolvidos: os desvios da meta são maiores e mais frequentes. As razões para isso encontram-se no fato dos países em desenvolvimento caracterizam-se por instituições mais frágeis, baixa credibilidade e maior vulnerabilidade a choques externos.

Conclusões similares são apresentadas por Calvo e Mishkin (2003), cuja análise parte de diferenças institucionais entre economias desenvolvidas e em desenvolvimento: instituições fiscais e financeiras fracas – inclusive regulação prudencial e supervisão -, baixa credibilidade das autoridades monetárias, substituição da moeda e dolarização das dívidas, vulnerabilidade e paradas súbitas no fluxo de capital (*sudden stops*).

Embora os três primeiros problemas não sejam exclusivos de países em desenvolvimento, o grau de dificuldade que apresentam neles, relativamente às economias desenvolvidas, faz com que os outros dois surjam, como consequência.

No mesmo sentido, Calvo e Reinhart (2002) empiricamente concluíram que países emergentes têm viés contra taxas de câmbio flexíveis, que são característica importante da estrutura de metas para a inflação. Eles argumentam que as razões para o viés estão vinculadas ao alto repasse da taxa de câmbio para a inflação e ao desequilíbrio financeiro causado pelo grande volume de obrigações em moeda estrangeira das firmas desses países. O alto grau de repasse da taxa de câmbio para a inflação, o impacto financeiro das desvalorizações no passivo em dólar das firmas e o impacto recessivo das desvalorizações são causas da flexibilidade limitada da taxa de câmbio em países emergente.

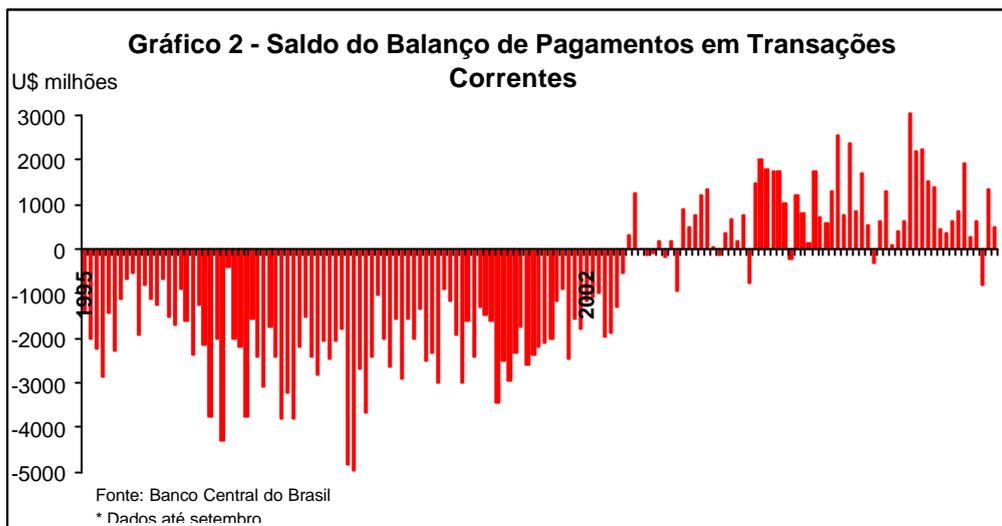
A estabilidade fiscal também é condição necessária para o controle da inflação e para o sucesso do SMI, pois é necessária a inexistência de dominância fiscal. Ou seja, a determinação da taxa de juros, que se traduz no principal instrumento de atuação do banco central no curto prazo, deve ser a necessária para convergir a inflação à meta, sem preocupações com o impacto sobre as contas públicas. Uma política fiscal mais frouxa levaria à monetização da dívida, crescimento da oferta monetária e alta da inflação. Conforme o tamanho do desequilíbrio fiscal, a política monetária torna-se subserviente à política fiscal e o SMI tem que ser abandonado, ou modificado.

4 - O Sistema de Metas para a Inflação no Brasil

Em 21 de junho de 1999, o Decreto 3.088 estabeleceu *como diretriz para fixação do regime de política monetária, a sistemática de "metas para a inflação"*. E, adicionalmente, *que ao Banco Central do Brasil compete executar as políticas necessárias para cumprimento das metas fixadas*. Com isso, o Brasil passou a fazer parte de um rol de países chamados de *inflation targeters*. Ainda que tenha aderido à política monetária que despontava como a panacéia para todos os males, a implantação desta diretriz no Brasil relacionou-se ao contexto econômico, a partir da década de 90 e, particularmente, da implantação do Plano Real.

4.1 - Antecedentes econômicos e condicionantes da implantação do sistema de metas para a inflação no Brasil:

A rápida queda da inflação obtida com o sucesso do plano de estabilização em 1994 fez-se acompanhar, de um lado, da valorização cambial que, aliada ao aumento da demanda interna, acarretou em ampliação das importações. Paralelamente, como forma de equilibrar o Balanço de Pagamentos, o Banco Central do Brasil (Bacen) ampliou a taxa de juros para estímulo ao ingresso de capitais externos. Como consequência, o período caracterizou-se por déficits persistentes em Transações Correntes, conforme gráfico 2.



Como havia alta liquidez internacional, a idéia era de financiamento do déficit via permanência no ingresso de capitais. No entanto, o país permaneceu vulnerável a crises de confiança. No segundo semestre de 1997, a crise asiática fez com que o Bacen elevasse a taxa de juros de 19% a.a para 45% a.a. Num segundo choque – por ocasião da moratória russa, em agosto de 1998 –, a alta do juros foi insuficiente para conter a fuga de capitais.

Durante este período, a política cambial caracterizou-se, inicialmente, pelo regime de câmbio flutuante, por um rápido período de metas cambiais (entre março e julho de 1995) e, a partir de então, por bandas de câmbio, com meta de desvalorização do câmbio nominal de 7,5% a.a.

A contaminação das crises externas, aliada à política cambial fez que as reservas internacionais fossem reduzidas em 14% em outubro de 1997, 32% em setembro de 1998, 15% em dezembro de 1998 e 23% em janeiro de 1999.



A crise de confiança pôs por terra a possibilidade de se manter a âncora cambial. Diante disso, a Diretoria do Bacen adotou regime de câmbio flutuante, a partir de 15 de janeiro de 1999. No entanto, alguma âncora havia que se ter. Em março de 1999, a Ata do Comitê de Política Monetária (Copom)³ já explicitava o comprometimento com a taxa de inflação e a transformava, de fato, na âncora nominal do sistema. Isso pode ser depreendido do trecho que trata das diretrizes de política monetária:

Considerando-se o novo regime cambial, é essencial transmitir à sociedade que a economia não opera sem âncora nominal e que o Banco Central possui capacidade de atuação. Nesse sentido, o desempenho da autoridade monetária passará a pautar-se pelo comprometimento com o controle da taxa de inflação.

Dado o atual cenário, percebe-se como fatores determinantes a austeridade da política fiscal e o aporte de crédito externo. Dessa forma, relativamente à gestão das contas públicas, observaram-se os esforços para o ajuste fiscal, com destaque para o nível excepcional de arrecadação e os cortes de despesas.

Dadas as expectativas de trajetória ascendente da inflação, o nível atual da taxa de juros foi considerado abaixo do desejado. Ponderou-se, também, que a volatilidade da taxa de câmbio exigia a atuação da autoridade monetária. (Extraído da ata da 33ª reunião do Copom, de 04/03/1999).

Embora o regime de metas para a inflação ou inflation targeting (IT) já fosse opção da diretoria do Bacen, sua oficialização deu-se em junho de 1999, por meio do Decreto 3.088. Este estabeleceu que as metas são representadas por variações anuais de índice de preços de ampla divulgação, delegou ao Conselho Monetário Nacional (CMN)⁴ a escolha do índice e quantificação das variações anuais. Adicionalmente, determinou, no caso do não-atingimento da meta, a obrigação de o Presidente do Bacen encaminhar carta aberta ao Ministro da Fazenda, esclarecendo suas causas, as providências e o prazo necessário para retorno da variação do nível de preços aos limites pré-estabelecidos.

Complementarmente, a Resolução 2.615/99, do CMN relacionou o Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) do IBGE à meta de inflação. Observe-se que esse índice abrange famílias com rendimento mensal entre um e quarenta salários-mínimos. A pesquisa é realizada pelo IBGE nas regiões metropolitanas de São Paulo, Rio de Janeiro, Belo Horizonte, Porto Alegre, Curitiba, Recife, Fortaleza, Belém, Salvador, o Distrito Federal e o município de Goiânia, abrangendo consulta a preços de 384 bens e serviços.⁵

4.2 - Funcionamento do sistemas de metas para a inflação no Brasil

O sistema de metas para a inflação no Brasil caracteriza-se pela avaliação por meio do IPCA cheio, horizonte de doze meses para cômputo da meta e intervalos de tolerância para a meta central. O instrumento que o Bacen dispõe para a política monetária é o estabelecimento da meta para o juro básico – a taxa Selic - e a coordenação de suas operações para atingir este percentual. Esta taxa é revista periodicamente pelo Copom.

³ O Copom é composto pelos membros da diretoria colegiada do Bacen. O presidente detém voto de qualidade.

⁴ O CMN é composto pelos ministros da Fazenda e do Planejamento e pelo presidente do Banco Central.

⁵ A partir de julho de 2006, o IPCA passou a ser calculado tendo por base as ponderações atualizadas pela pesquisa de Orçamentos Familiares do IBGE de 2002/2003.

Em 2007, o Brasil completa oito anos de adoção do sistema de metas para a inflação e os resultados podem ser conferidos na tabela 2:

Tabela 2 - Histórico e expectativas de metas de inflação - 1999/2009

Ano	Normativo	Meta (%)	Banda (p.p.)	IPCA	IPCA (expectativa) ^{1/}	Cumprimento da meta (S/N)
1999	Resolução 2.615, de 30/06/1999	8,00	2,00	8,94	-	S
2000	Resolução 2.615, de 30/06/1999	6,00	2,00	5,97	-	S
2001	Resolução 2.615, de 30/06/1999	4,00	2,00	7,67	-	N
2002	Resolução 2.744, de 28/06/2000	3,50	2,00	12,53	-	N
2003 ^{2/}	Resolução 2.842, de 28/06/2001	3,25	2,00	-	-	-
	Resolução 2.972, de 27/06/2002	4,00	2,50	9,30	-	N
2004 ^{2/}	Resolução 2.972, de 27/06/2002	3,75	2,50	-	-	-
	Resolução 3.108, de 25/06/2003	5,50	2,50	7,60	-	S
2005	Resolução 3.108, de 25/06/2003	4,50	2,50	5,69	-	S
2006	Resolução 3.210, de 30/06/2004	4,50	2,00	3,14	-	S
2007	Resolução 3.291, de 23/06/2005	4,50	2,00	-	3,91	S
2008	Resolução 3.378, de 29/06/2006	4,50	2,00	-	4,10	S
2009	Resolução 3.463, de 26/06/2007	4,50	2,00	-	4,08	S

Fonte: Banco Central do Brasil

1/ Expectativa média de mercado para o dia 10/10/2007

2/ Por meio de Decretos, o CMN foi autorizado a alterar as metas para os anos a que se refere.

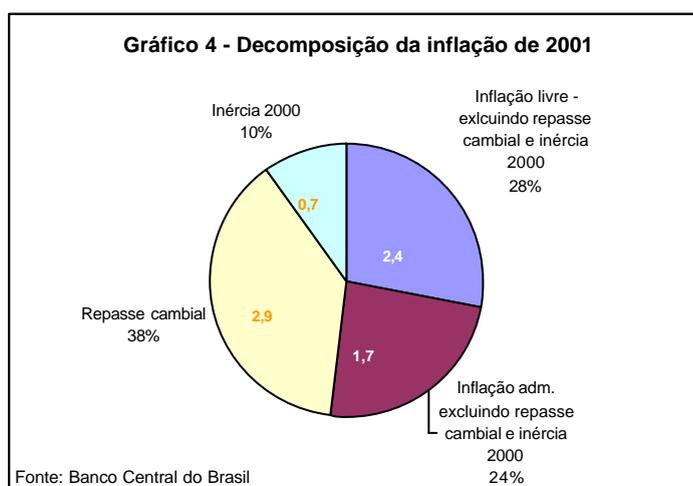
Após dois anos de cumprimento no limite superior do intervalo de variação do IPCA, não houve seu atingimento em 2001, 2002 e 2003, cujas razões alegadas em cada uma das cartas encaminhadas ao ministro da Fazenda podem ser sintetizadas conforme segue:⁶

⁶ As cartas abertas estão disponibilizadas no site do Banco Central (<http://www.bcb.gov.br/?CARTAMETA>).

Quadro 1 – Causas do não-atingimento da meta de inflação

Ano	Causas
2001	Desaceleração da economia mundial Ataques terroristas nos Estados Unidos Redução da oferta de energia elétrica Contágio proveniente da crise argentina Evolução desfavorável dos preços do petróleo Depreciação cambial Crescimento acentuado dos preços administrados por contratos
2002	Redução da liquidez internacional Problemas contábeis em grandes empresas americanas Crises em mercados emergentes Forte depreciação cambial Evolução dos preços administrados por contratos e monitorados Incertezas decorrentes do processo eleitoral Deterioração das expectativas para a inflação
2003	Inércia da inflação de 2002 refletiu na variação dos preços nos primeiros meses de 2003 Embora decrescentes, expectativas inflacionárias exerceram pressão sobre os preços

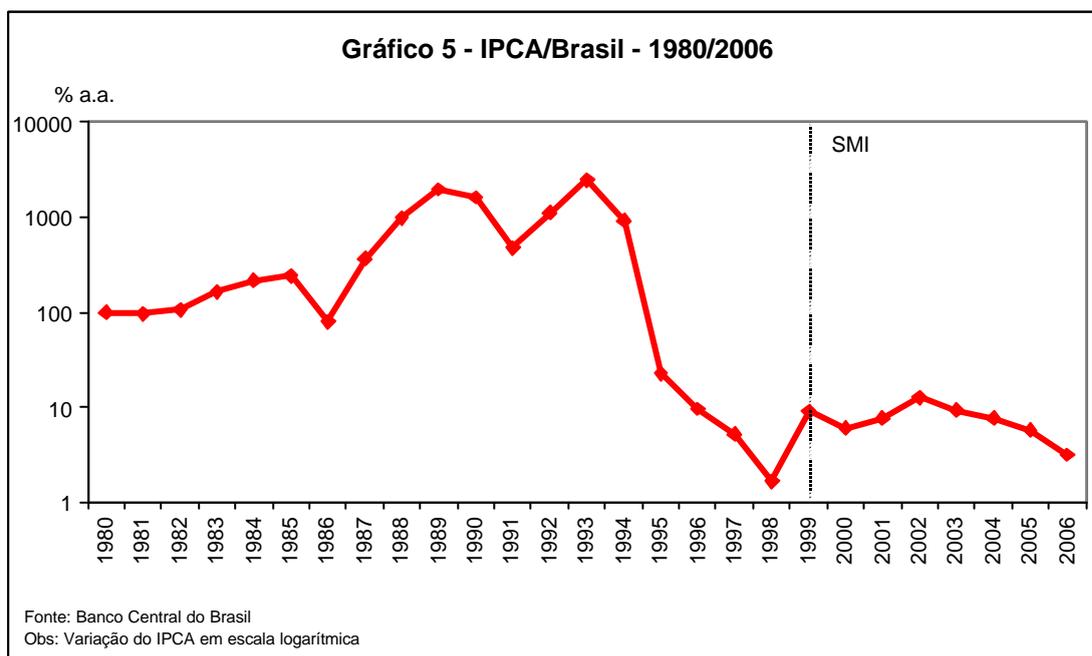
O quadro acima explicita a limitação do sistema de meta. Evidência disso transparece na figura que segue, extraída da carta de 2001. A partir da decomposição do IPCA, tem-se que a política monetária conseguiu ser pró-ativa para 28% da variação do nível de preços daquele ano (gráfico 4, reproduzido da carta de 2001). O repasse cambial decorreu de flutuações no câmbio que levaram à desvalorização do real e ao encarecimento dos produtos importados. Os preços administrados foram reajustados por contratos atrelados à variação de preços no passado. E a inércia também reflete a inflação passada sobre os preços.



Nos dois anos que se seguiram – 2004 e 2005 – a inflação ficou no limite superior do intervalo de tolerância. Diferentemente, em 2006 a variação anual do IPCA situou-se abaixo da meta central e o mesmo deverá ocorrer em 2007.⁷ Para 2008 e 2009 – para os quais são disponibilizadas expectativas de mercado -, estima-se que a variação dos preços situar-se-á na parte inferior do intervalo de variação da meta.

O fato de o Brasil ter adotado índice cheio e não ter previsto cláusulas de escape faz com que todo choque interno ou externo que repercuta sobre o IPCA deva ser acomodado dentro dos intervalos da meta. Diferentemente, se houvesse exclusão de produtos alimentícios do cálculo, por exemplo, quebras de safras agrícolas por adversidades climáticas não demandariam reação do Bacen na determinação da taxa de juros. Resultado similar se houvesse a previsão, por exemplo, de que choques nos preços internacionais do petróleo constituiriam-se em cláusulas de escape de cumprimento da meta. São alternativas que reduziriam o custo de ajuste em termos de produto. Isso porque ao separar os componentes da inflação em temporários e permanentes, o Bacen atuaria sobre a tendência da inflação.

E como se comportou a inflação? A análise do IPCA, a partir de 1980, permite que se conclua que a queda dos preços deu-se a partir da implantação do Plano Real, tendo atingido o menor nível em 1998. Nos três anos que se seguiram houve uma reversão da tendência de queda e, a partir de 2002, a variação anual do IPCA voltou a declinar.⁸



⁷ O IPCA acumulou variação de 3% nos nove primeiros meses de 2007.

⁸ Em junho de 1999, quando da implantação do sistema de metas de inflação, o IPCA acumulado em doze meses atingiu 3,32%.

Atendo-se a 2007 e aos dois próximos anos, tem-se que a variação do IPCA deverá ficar abaixo da meta central (vide tabela 2). Isso significa dizer que o custo exigido da sociedade, em termos de produto, situa-se além do necessário. Disso conclui-se que:

- i) o modelo usado pelo Bacen não está adequadamente calibrado; ou
- ii) a política de fixação da taxa de juros imprime um custo “prévio”, antecipando a possibilidade de choques de oferta que impactem o IPCA e sobre os quais a política monetária não tem alcance; ou
- iii) o Bacen está mirando em taxas anuais de inflação inferiores às definidas pelo CMN.

A primeira das hipóteses não parece provável. A meta de inflação para 2007 foi fixada em junho de 2005. No entanto, informações divulgadas no site do Bacen apontam para expectativas inferiores a 4,5% a.a. desde setembro de 2003. É bem verdade que de lá para cá houve redução na Selic. No entanto, parece não ter sido o suficiente para que o IPCA deste ano atingisse a meta. O mesmo comportamento observa-se para as expectativas de variação do IPCA em 2008 e 2009.

Relativamente à segunda alternativa, é possível que a Selic-meta embute um componente precaucional. Se este for o caso, no entanto, a estratégia adotada está sendo conservadora e, de antemão, impõe um custo, pela mera possibilidade de que ocorram choques de custos que devam ser acomodados por mudança de preços relativos. Adicionalmente, poder-se-ia argumentar que, dentro do arcabouço teórico do sistema de metas para a inflação, tal possibilidade poderia ser contornada pelo expurgo de determinados itens do cômputo da meta, ou ainda, pela inclusão de cláusulas de escape.

A terceira alternativa parece ser a mais plausível: o Bacen não estaria mais mirando na meta-central, mas numa variação anual do IPCA inferior ao determinado pelo CMN. Ainda que não haja consenso sobre a taxa de inflação “ideal”, o Bacen poderia estar perseguindo a longo prazo uma taxa anual próxima à obtida pelos nos países desenvolvidos, que se situa abaixo de 3%, conforme tabela 1.⁹

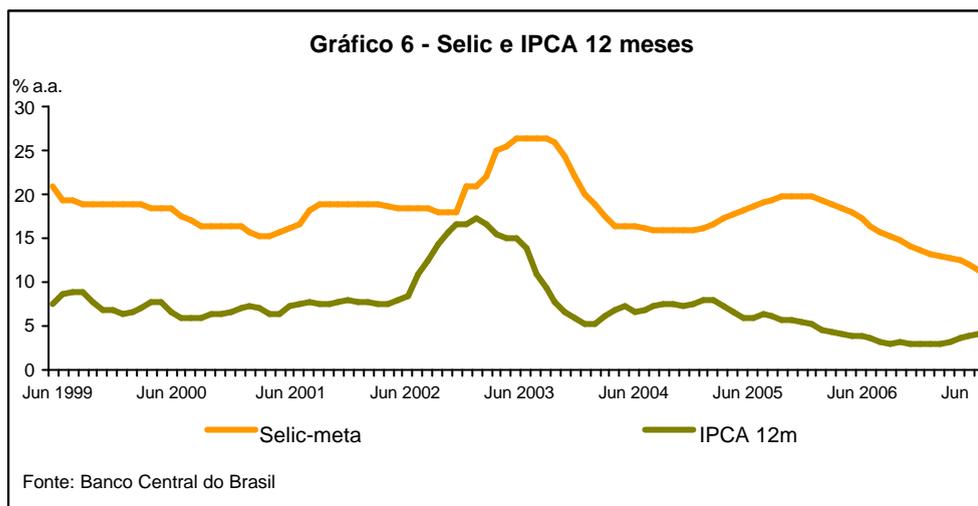
4.2 – O juro de curto prazo como instrumento de política monetária

O estabelecimento da taxa de juro de curto prazo constitui-se no instrumento de excelência do Banco Central para a convergência da inflação à meta. Para tanto, o Banco Central ou, mais especificamente, o Copom fixa periodicamente a meta para a taxa de juros de curto prazo, a Selic.¹⁰ O histórico das taxas anualizadas constam do Anexo deste estudo.

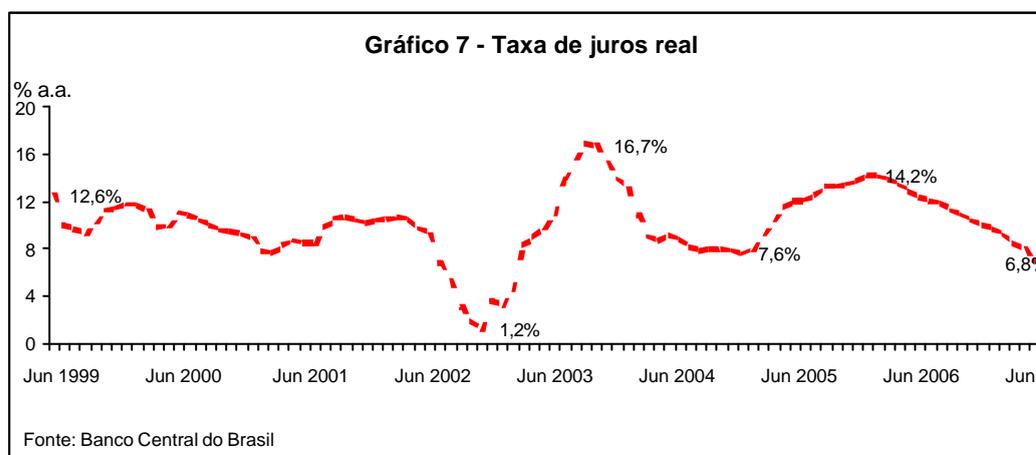
Desde a implantação do sistema de metas inflacionárias, o desempenho da Selic-meta pode ser visualizado no gráfico 6.

⁹ Observe-se que a definição do que venha a ser estabilidade de preços é questão em aberto para o *mainstream*. Ainda que haja relativo consenso sobre a inadequação de deflação ou de inflação próximo de zero, não há resposta para isto. Segundo Greenspan, a estabilidade de preços corresponde à uma taxa de inflação suficientemente baixa para que não tenha que ser considerada nas decisões diárias das famílias e dos empresários.

¹⁰ Até dezembro de 2006 o Copom reunia-se mensalmente e, a partir de 2007, com intervalo de 45 dias.



Observe-se que o Banco Central reage à alta na taxa inflação – aqui medida pela variação do IPCA em 12 meses – com alterações na taxa Selic, de modo a convergir a variação de preços à meta inflacionária estabelecida pelo CMN. Considerando a taxa de juros real da economia como a taxa Selic, descontada a variação do IPCA em doze meses, tem-se os resultados apresentados no gráfico 7.



A partir dos pontos selecionados, tem-se que, quando da implantação do SMI, a economia brasileira operava com taxa real de 12,6%. Observe-se que decorriam apenas seis meses do ápice da crise que escoou boa parte das reservas internacionais e provocou o fim da âncora cambial e estabeleceu o câmbio flexível. Deste período até maio de 2002, os juros reais praticamente não foram alterados. A redução ocorreu a partir de então, não pela queda na Selic-meta,¹¹ senão pela deterioração das expectativas inflacionária, que levaram à alta do IPCA. Ou seja, a queda do juro decorreu de uma reação tardia do Bacen, e não de política monetária ativa.

¹¹ Em junho de 1999, a Selic-meta foi fixada em 21% a.a. e em maio de 2002, em 18,5% a.a.

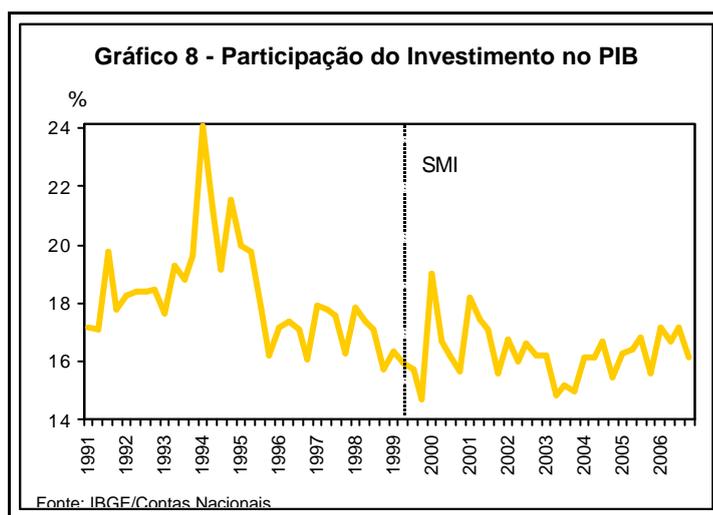
De maio de 2002 a julho de 2003, o juro real eleva-se pela conjugação de dois fatores. Ainda que o IPCA para doze meses apontava redução, o Copom fixava taxas crescentes para a Selic. Este período correspondeu ao maior patamar da taxa de juro real, desde a implantação do SMI. O período seguinte, de julho de 2003 a setembro de 2004, houve redução da Selic. Posteriormente, como resultado do crescimento da inflação de doze meses, novamente retoma-se a elevação da Selic, levando o juro real a um pico de 14,2% em outubro de 2005. Desde setembro de 2005, tem-se nova fase de redução da taxa de juros nominal. Com isso, chegou-se a setembro de 2007 com uma taxa de juro real de aproximadamente 6,8% a.a., resultante da combinação da Selic em 11,25%a.a. e do IPCA 12 meses em 4,14%.

4.3 - A meta para a inflação, o investimento, o produto e o emprego

Preliminarmente, é importante que se tenha presente que a redução da inflação não pode ser vista como um fim em si mesmo. A estabilidade de preços em patamar baixo objetiva criar um ambiente econômico que propicie o crescimento, com ampliação dos investimentos, do Produto Interno Bruto (PIB) e do emprego.

Dados da formação bruta de capital fixo entre 1991 e 2006 (gráfico 8) não permitem que se conclua que houve significativo acréscimo da taxa de investimento a partir da implantação do regime de meta de inflação.¹² O teto dos investimentos, em termos de participação no PIB ocorreu em 1994, 21,6%, e o piso, em 1999, 14,7%.

O período de implantação do sistema de metas de inflação pode ser dividido, *grosso modo*, em dois. No primeiro – de 1999 a 2003 – verificou-se tendência de retração dos investimentos. De 2004 em diante, houve recuperação da taxa de formação bruta de capital fixo, porém em níveis ainda inferiores ao observado em 1994.



¹² Para consulta às taxas anuais, veja tab. 3, p. 14.

Ainda que tenha ampliado o percentual de investimentos, relativamente ao PIB, isso ocorreu marginalmente. Entre 1992 e 2006, a taxa anual de investimento no Brasil ficou aquém da média mundial (tabela 3). Ainda no comparativo internacional, o Brasil apresentou em 2006 um hiato de mais de 10 pontos de percentagem, comparativamente à taxa média de investimento registrada pelos países em desenvolvimento.

Tabela 3 - Taxa anual de investimento (% do PIB)

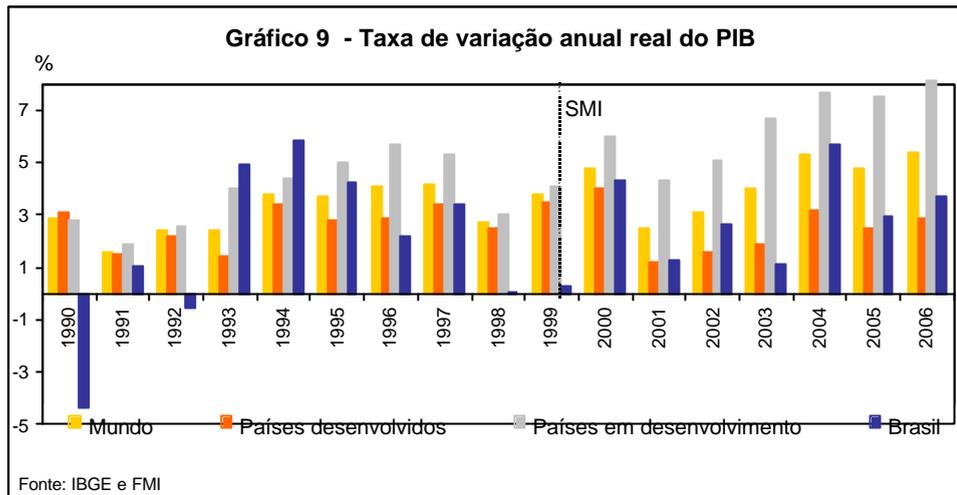
Ano	%			
	Mundo	Países avançados	Países em desenvolvimento	
			Total	Brasil
1991	n/d	22,7	n/d	17,8
1992	22,5	22,0	25,0	18,5
1993	22,3	21,5	26,1	19,6
1994	22,5	21,9	25,3	21,6
1995	22,9	22,2	26,2	16,2
1996	22,7	21,9	26,0	16,1
1997	22,8	22,0	25,7	16,3
1998	22,3	21,7	24,6	15,7
1999	22,2	21,8	23,9	14,7
2000	22,5	22,1	24,0	15,6
2001	21,5	20,8	24,1	15,6
2002	20,9	19,9	24,8	16,2
2003	21,1	19,9	25,9	14,9
2004	22,0	20,5	27,3	15,5
2005	22,4	20,9	27,2	15,6
2006	23,0	21,4	27,8	16,2

Fonte: IBGE e FMI

n/d: Não disponível na fonte.

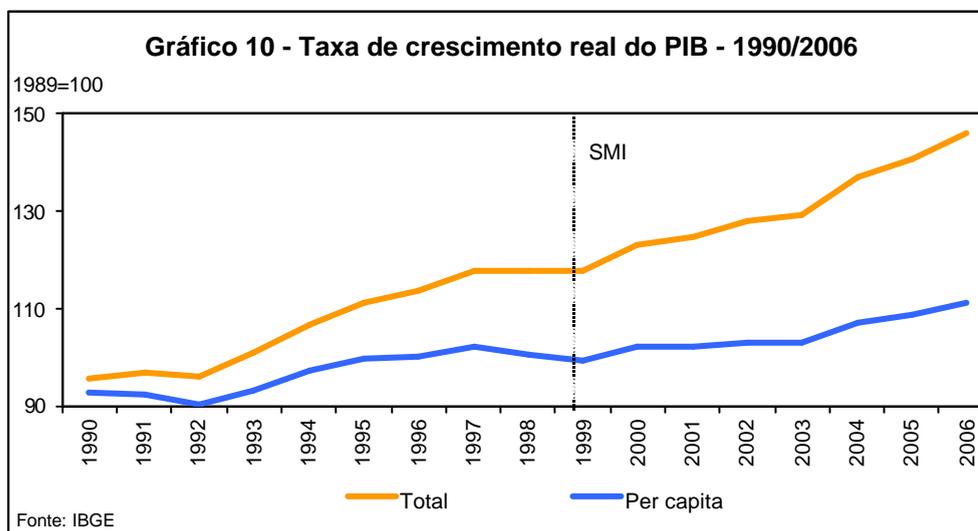
Pelo acima exposto, conclui-se que a implantação do sistema de metas para a inflação não foi capaz de estimular a ampliação dos investimentos, após oito anos de sua implementação.

Considerando o PIB, os resultados não divergem muito. Conforme gráfico 9, desde 1990, as taxas de crescimento real no PIB do Brasil situam-se em níveis inferiores aos da média dos países em desenvolvimento (com exceção de 1993 e 1994).



Particularmente no período de vigência das metas de inflação (1999 em diante), a média anual de crescimento do PIB brasileiro atingiu 2,7%, ante taxa média de crescimento de 4,2% observada em nível mundial e de 5,1% para as economias em desenvolvimento.

Se considerado o PIB *per capita*, a evolução foi ainda mais tímida. Após um período de crescimento médio de 2,5% – entre 1993 e 1997 -, o PIB p.c. desacelerou, registrando incremento médio anual para 0,12% entre 1998 e 2003. A retomada do crescimento do indicador deu-se a partir de 2004.



Assim, tem-se que o produto interno apresentou tendência crescente – porém inferior à média mundial. Ademais, este comportamento não coincide com o período de implantação do sistema de metas. Por fim, o crescimento do produto tem se revelado insuficiente para fazer com que o PIB p.c. amplie-se a taxas significativas.

O emprego formal apresentou evolução positiva, especialmente nesta década. Desde a implantação do regime de metas de inflação, o país registrou crescimento

anual médio de 3,4% na absorção de mão-de-obra, segundo dados do Ministério do Trabalho e Emprego (MTE), tabela 4.

Tabela 4 - Evolução do emprego formal no Brasil

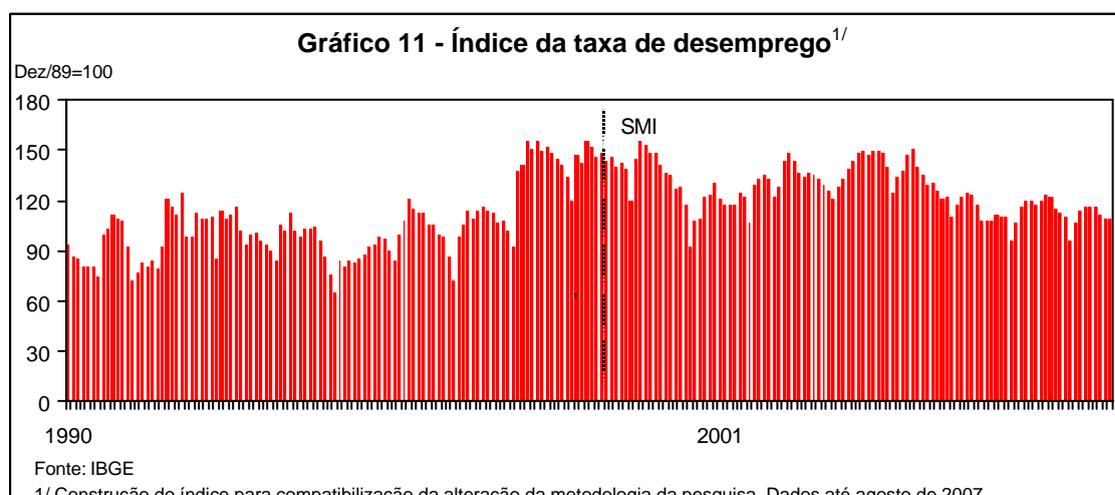
Década de 90 - anterior ao SMI		Período do SMI	
Ano	Variação % anual	Ano	Variação % anual
1990	-3,9	1999	-0,9
1991	-2,3	2000	3,2
1992	-2,7	2001	2,7
1993	1,2	2002	3,6
1994	1,2	2003	2,9
1995	-1,7	2004	6,5
1996	-1,2	2005	5,0
1997	-0,4	2006	4,7
1998	-2,6	2007 ^{1/}	3,3

Fonte: MTE

1/ Dados até agosto.

Tomando-se por base a Relação Anual de Informações Sociais (Rais) do MTE, referente ao ano de 2005 (último disponível), e agregando-se ao estoque de trabalhadores o saldo mensal do Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Caged), também do MTE, tem-se, em agosto de 2007 um total de 35,8 milhões de trabalhadores.¹³ Observe-se que a elevação da absorção de mão-de-obra, sem que tenha havido incremento na taxa de investimento da economia pode ser justificado pela utilização de capacidade ociosa da economia.

Este crescimento, ainda que significativo, mostrou-se insuficiente para absorção da População Economicamente Ativa (PEA), que abrange o conjunto de pessoas ocupadas na semana de referência e pessoas desocupadas nessa semana com procura de trabalho nos últimos 30 dias. A partir dos dados da Pesquisa Mensal do Emprego do IBGE – antiga e nova metodologias – construiu-se um índice da taxa de desemprego, cujo desempenho consta no gráfico 11.¹⁴



¹³ Trata-se de estimativa, tendo em vista diferenças conceituais entre o Caged e a Rais.

¹⁴ As taxas de desempregos de ambos períodos não são comparáveis. O IBGE adotou metodologia recomendada pela Organização Internacional do Trabalho (OIT) e a consequência foi a ampliação da taxa de desemprego.

Se a implantação do sistema de metas de inflação não parece ter trazido como consequência a ampliação da taxa de desemprego também é verdade que não propiciou sua redução – por meio de um “ambiente econômico favorável”. Apenas a partir de 2004 observa-se alguma tendência de queda neste indicador. Se considerados dados da PME/Nova metodologia, observa-se ainda taxa elevada de desemprego, atingindo percentual próximo a 10% da PEA, tabela 5.

Tabela 5 - Taxa média de desemprego

		%
Ano	Brasil	Países desenvolvidos
2001	11,3	5,8
2002	11,7	6,3
2003	12,3	6,5
2004	11,5	6,3
2005	9,8	6,0
2006	10,0	5,6
2007 ^{1/}	9,8	5,3

Fonte: IBGE e FMI

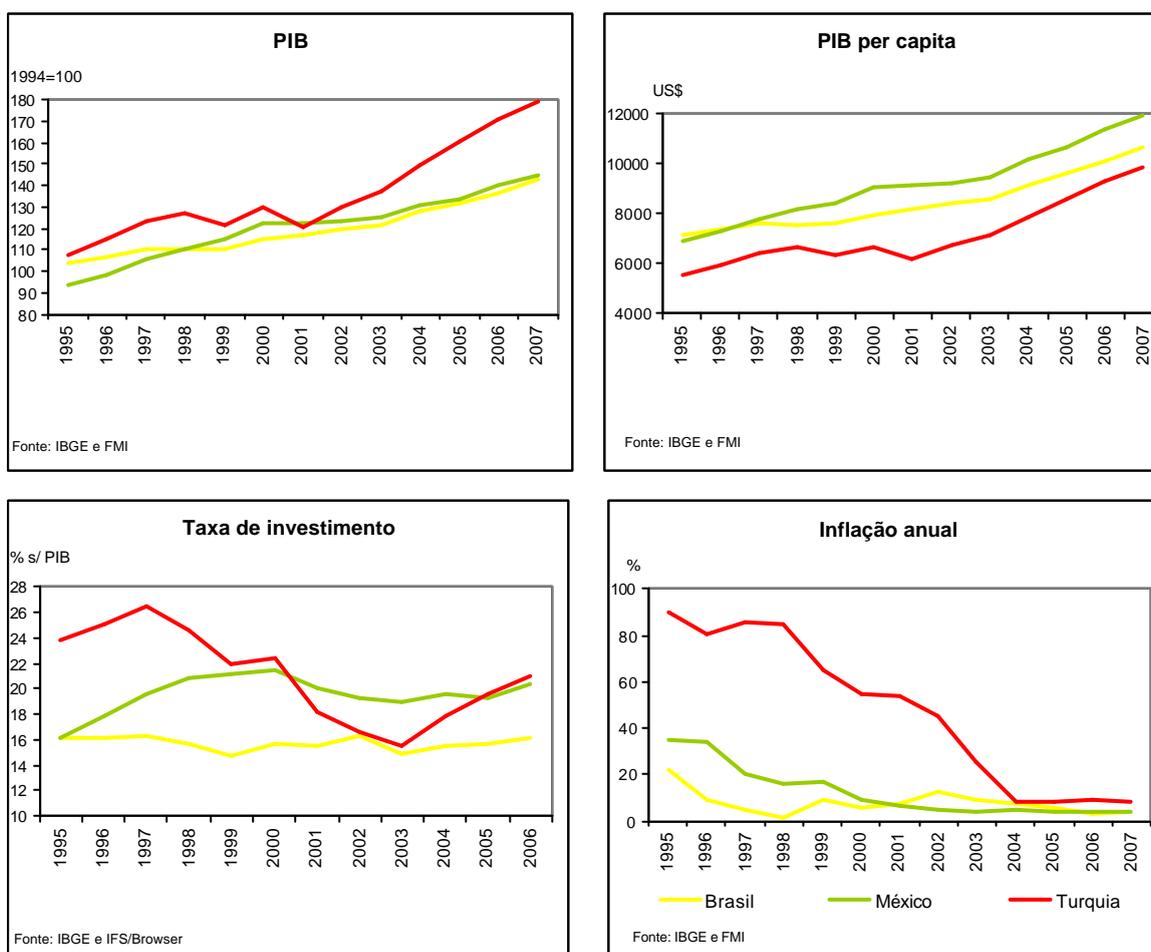
1/ Dados até agosto.

No comparativo internacional, especificamente em relação à taxa de desemprego dos países desenvolvidos – para os quais o FMI disponibiliza a informação – o desemprego no Brasil ainda se situa em patamar significativamente superior.

5 - Algumas variáveis comparativas entre Brasil, México e Turquia

A eleição do México e da Turquia para análise comparativa ao Brasil para alguns indicadores decorre da similaridade que essas três economias guardam entre si. O México adotou o sistema de metas para a inflação a partir de 1998 (após os efeitos da “crise tequila” em seu Balanço de Pagamentos). A adesão da Turquia ao SMI deu-se em 2001.

Foram selecionadas as variáveis, PIB, Pib *per capita*, taxa de investimento e taxa de inflação anual para o período posterior à estabilização de preços no Brasil. Os resultados podem ser visualizados nos gráficos que seguem:



Algumas conclusões a respeito destas três economias, no que tange à implantação do SMI e aos impactos sobre as variáveis reais da economia – especificamente sobre o produto e o investimento:

- ✍ houve nos últimos anos estabilidade com nível baixo de preços nos três países;
- ✍ a Turquia – último a aderir ao SMI – apresentou, no período recente, o maior crescimento do produto e a maior taxa de investimento;
- ✍ embora o México tenha registrado crescimento do produto total similar ao do Brasil, o PIB per capita situa-se cerca de 13% acima do brasileiro (dado de 2006);

- ✍ o investimento no Brasil e a Turquia apresentou redução da taxa média após a implantação do SMI;
- ✍ ainda no que tange à taxa de investimento, o Brasil apresenta níveis de inversão significativamente inferior aos demais países, tabela 6.

Tabela 6 - Taxas de investimento

	%		
Ano	Brasil	México	Turquia
1991	17,8	18,7	23,8
1992	18,5	19,6	23,6
1993	19,6	18,6	26,5
1994	21,6	19,4	24,6
1995	16,2	16,2	23,8
1996	16,1	17,9	25,1
1997	16,3	19,5	26,4
1998	15,7	20,9	24,6
1999	14,7	21,2	21,9
2000	15,6	21,4	22,4
2001	15,6	20,0	18,2
2002	16,2	19,3	16,6
2003	14,9	18,9	15,5
2004	15,5	19,6	17,8
2005	15,6	19,3	19,6
2006	16,2	20,4	21,0

Fonte: IBGE e IFS/Browser

Se as três economias são similares e se adotam o SMI, a diversidade de resultados apresentados permite que se conclua que, além da estabilidade econômica, há outros fatores sobre os quais a política governamental deve incidir. Não se trata de refutar a importância de se ter estabilidade e nível baixo de inflação, mas a política econômica não pode restringir-se à política monetária.

Poderia-se perguntar, a esta altura, qual é, atualmente, a política econômica do governo federal?

Considerações finais

Pode o país prescindir da estabilidade de preços? Não. Inflação baixa e estável é requerida para criar um ambiente propício à atração de investimento produtivo, geração de emprego e renda. No Brasil, esta estabilidade foi obtida a partir do Plano Real, em 1994. No entanto, inflação estável e baixa não impediu que o país sofresse contágio de outros mercados – Ásia e Rússia –, que expuseram a sua vulnerabilidade econômica, deterioração das expectativas, abandono da política cambial e adesão ao sistema de metas para a inflação. Com um número crescente de países a aderir a esta abordagem, o SMI reunia a possibilidade de proporcionar uma âncora nominal e dar credibilidade ao Banco Central. Anunciar uma taxa de inflação e persegui-la passou a ser o objetivo primordial da autoridade monetária.

Estritamente quanto ao desempenho desta política, e nada obstante o não-atingimento da meta entre 2001 e 2003, a sistemática tem obtido êxito, no que respeita à aderência dos resultados do IPCA à meta de inflação. Excesso de êxito, se considerado que as expectativas apontam para uma variação do IPCA no limite inferior do intervalo da meta para 2007 e para os dois anos seguintes. Dentre as alternativas abordadas neste estudo, uma possibilidade a ser considerada é que o Banco Central esteja mirando em uma variação do nível de preços ao consumidor aquém da meta-alvo (ou ainda, uma inflação de país desenvolvido). Tendo em vista que o instrumento de política monetária pode ser resumindo na fixação da taxa Selic, conclui-se, facilmente, que seu patamar situa-se acima do requerido para o atingimento da meta de inflação definida pelo CMN. Esta é a primeira questão relevante, se for considerado que reduzir o nível de preços implica em custos em termos de produto e de emprego, além de inviabilizar parte dos novos investimentos.

Das variáveis reais analisadas – investimento, produto interno e emprego – as duas primeiras não apresentaram alteração significativa. No período de vigência do SMI observou redução do nível de investimentos, em relação ao PIB. O produto interno total e *per capita*, por sua vez, cresceram a taxas inferiores às observadas em nível mundial, tanto para países desenvolvidos quanto para países em desenvolvimento. Ressalte-se que o emprego formal registrou expansão em todo o período, ainda que a taxas insuficientes para reduzir a taxa de desemprego da economia.

O estudo abordou outras questões fundamentais. A primeira, diz respeito aos objetivos da política monetária; a segunda, ao seu alcance.

Deve a política monetária restringir-se à estabilidade de preços? Esta resposta tende a ser negativa para países em desenvolvimento, se consideradas as especificidades destas economias, que levam à maior volatilidade dos preços e do produto, o alto repasse das variações cambiais para os preços, a volatilidade e fragilidade dos capitais, vinculados à requerida livre mobilidade de capitais do SMI.

E, ainda que a estabilidade de preços seja requerida, pode a política econômica restringir-se à política monetária? Não. Os fatos revelam que inflação baixa não é suficiente para induzir o crescimento econômico. Ou ainda: política econômica não é sinônimo de política monetária, tanto mais quando esta preocupa-se, exclusivamente, com preços. Política industrial e de geração de emprego e renda são necessárias para que ocorra o desenvolvimento econômico.

Referências bibliográficas

- ARESTIS, P., DE PAULA, L., FERRARI-FILHO, F. (2005) – Inflation Targeting in Emerging Countries: the case of Brazil. Disponível em www.ufrgs.br/ppge.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL – www.bcb.gov.br. Acesso em outubro de 2007.
- BARCELLOS NETO, P. (2007) – O Sistema de Metas para a Inflação: uma avaliação empírica da experiência brasileira. UFRGS/PPGE. Tese de doutorado.
- BERNANKE, B., LAUBACH, T., MISHKIN, F.; POSEN, A. (1999) - Inflation Targeting: Lessons from the International Experience. Princeton University Press.
- BOGDANSKI, J., TOMBINI, A., WERLANG, S. (2002) – A Implementação do Regime de Metas para a Inflação no Brasil. In: BANCO CENTRAL DO BRASIL. Metas para a inflação no Brasil: uma coletânea de trabalhos.
- CALVO, G., REINHART, C. (2002) – Fear of Floating, Quarterly Journal of Economics, v. 17, nº 2.
- CALVO, G., MISHKIN, F. (2003) – The Mirage of Exchange Rate Regimes for Emerging market Countries. NBER Working Paper 9808, Cambridge.
- FERREIRA, T. PETRASSI, M. (2002) – Regime de Metas para a Inflação: resenha sobre a experiência internacional. In: BANCO CENTRAL DO BRASIL. Notas técnicas do Banco Central do Brasil.
- FRAGA, A., GOLDFAJN, I., MINELLA, A. (2003) - Inflation Targeting in Emerging Market Economies. In: BANCO CENTRAL DO BRASIL. Trabalhos para discussão.
- FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL (FMI) – www.imf.org. Acesso em novembro de 2007.
- FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL (FMI) – www.imf.org. Acesso em novembro de 2007.
- GIAMBIAGI, F., MATHIAS, A. e VELHO, E. (2006) - O aperfeiçoamento do regime de metas de debate inflação no Brasil. Economia Aplicada, vol.10, no.3.
- INTERNACIONAL FINANCIAL STATISTICAL (IFS) – Acesso em outubro de 2007.
- MENDONÇA, H. (2004) – Mensurando a Credibilidade do Regime de Metas Inflacionárias no Brasil. Revista de Economia Política. Revista de Economia Política, v. 24, nº 3.
- MISHKIN, F., SCHMIDT-HEBBEL, K. (2001) – One Decade of Inflation Targeting in the World: what do we know and what we need to know? In: National Bureau of Economic Research, Working Paper 8397.
- ZETTEL, A. (2006) – A experiência de Chile, México e Brasil sob o Regime de Metas de Inflação: uma comparação internacional. UFRGS/PPGE. Dissertação de mestrado.