
O regime de metas de inflação no Brasil e a armadilha da taxa de juros/taxa de câmbio*

Luiz Carlos Bresser-Pereira e Cleomar Gomes

O sistema de metas de inflação foi implementado no Brasil em 1999 para ser a nova âncora nominal da economia, em substituição à taxa de câmbio, que passou a flutuar no início do mesmo ano. Geralmente vista como uma política bem-sucedida, na medida em que a taxa de inflação tem sido mantida sob controle, tal sistema vem apresentando problemas relacionados ao alcance de seus objetivos e, principalmente, aos elevados custos de cunho social e de desenvolvimento econômico. Esses problemas são de duas naturezas principais. Por um lado, a regra de Taylor, que é a base do sistema e relaciona a meta de inflação com a taxa de juros e com o hiato do produto potencial, só pode ser aceita se for combinada com outras importantes variáveis, como a taxa de câmbio e/ou a taxa de desemprego. O argumento de que o Banco Central só pode ter uma meta, dado que há apenas um instrumento disponível, parece não ser razoável nem tampouco realista, pois, na prática, os bancos centrais não funcionam dessa maneira. A segunda razão está relacionada a um grave problema de inconsistência. Uma política de metas de inflação destina-se a uma administração e, não, a uma mudança da política monetária: ela orienta a definição da taxa de juros em um intervalo limitado, não sendo adequada para

* Uma versão em inglês deste texto, intitulada "Inflation targeting in Brazil: a Keynesian approach", foi publicada no *Post-Keynesian Conference*, volume de 2007, referente ao evento de 2006.

enfrentar a armadilha da taxa de juros/taxa de câmbio que prevalece no Brasil há muitos anos.

As metas inflacionárias implicam por si só um regime monetário e, portanto, também poderiam ser vistas como um “regime”. Todavia, esse termo será reservado para designar padrões de inflação, de taxa de juros e de taxa de câmbio, assim como as políticas utilizadas para controlar tais variáveis, que têm certa consistência interna. 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 tal mudança. As metas inflacionárias foram adotadas no Brasil ignorando a necessidade de mudança prévia do regime de política monetária, mudança essa que envolvia reformas, tais como o fim da indexação dos serviços públicos e da própria taxa de juros básica da economia. Na verdade, embora administrando um sistema de metas de inflação, o governo não tem qualquer estratégia clara de redução da taxa de juros. Isso faz com que o desempenho de tal sistema fique comprometido, pois ele não dispõe das ferramentas necessárias para suplantar as armadilhas monetárias, cuja superação é realmente difícil mas não impossível, como veremos ao longo deste capítulo.

Vários trabalhos analisam a política de metas de inflação no Brasil. Por exemplo, Bogdanski, Tombini e Werlang (2000) escrevem sobre a fase anterior à implantação do plano em si e seus primeiros passos. Figueiredo, Fachada e Goldestein (2002) examinam a condução da política monetária no Brasil e a relação entre três importantes elementos: metas inflacionárias, administração da dívida pública e operações do mercado aberto. Minella e outros (2003) argumentam 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 cria problemas para o sistema de metas inflacionárias. Como resultado, a condução da política monetária nesses países está intimamente relacionada a desafios como: construção de credibilidade, redução do nível de inflação, solução das dominâncias fiscal, externa e financeira.

Uma vez que a inflação em 1999, depois da flutuação cambial, foi menor do que a prevista, a conclusão geral dos autores é a de que a experiência brasileira das metas inflacionárias tem sido bem-sucedida. Ao dizer isso,

eles se apressaram a creditar à política de metas de inflação um resultado que não lhe era devido, pois esta foi adotada em julho de 1999, quando os efeitos inflacionários da depreciação cambial já tinham desaparecido. Essa prática de sobrevalorizar os resultados positivos da política de metas de inflação tem sido adotada insistentemente por economistas ortodoxo-conventionais. Resultados de baixos índices inflacionários são comemorados sem que se perceba que eles estão muito dependentes da valorização cambial. Na verdade, os países que adotaram o sistema de metas de inflação não obtiveram resultados melhores nem piores do que aqueles que não adotaram o sistema.¹

O objetivo deste capítulo é trazer mais uma contribuição para esse debate. Primeiro, faremos uma breve revisão da condução da política monetária no Brasil sob o sistema de metas inflacionárias, desde sua implementação até o final de 2006. Além disso, mostraremos que o sistema foi implementado em um momento inadequado. Segundo, criticaremos o sistema de metas de inflação brasileiro, principalmente o fato de ele ser parte de uma política macroeconômica que tem mantido a economia do país num processo de quase estagnação. Em outras palavras, argumentaremos que as metas inflacionárias têm sido mal utilizadas pelas autoridades econômicas brasileiras. Não é nosso objetivo promover uma discussão teórica do assunto. Sobre isso, temos a dizer apenas que, do ponto de vista keynesiano, o sistema 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 acerca das metas como uma generalização empírica do modo de trabalhar dos bancos centrais. Em termos práticos, se combinarmos a meta definida para a inflação com uma meta cambial, ou com uma meta para o desemprego.² Isso significa ainda que, em um arcabouço de uma política pragmática de metas de inflação, o Banco Central deveria ter um duplo mandato.³

¹ Ball e Sheridan, 2003; Arestis, Paula e Ferrari Filho, 2006.

² O parâmetro cambial seria preferível no caso de um país pequeno, como o Brasil. Logicamente, pequeno na medida em que representa cerca de 1% do PIB mundial.

³ 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 propõe Ball (2000), apostando em possíveis compensações dos movimentos da taxa de câmbio.

Embora a política de metas de inflação tenha mantido a inflação relativamente baixa, isso foi feito com elevados custos fiscais e de oportunidades de desenvolvimento.⁴ Atualmente, 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 vamos discutir o que geralmente se discute em relação às metas inflacionárias: o quão ambiciosas devem ser as metas, que índice de inflação utilizar, ou que período levar em consideração. Estas são questões relacionadas com a administração do sistema. Também não é nosso objetivo debater o acréscimo ou não de algum tipo de meta cambial, apesar de a resposta para tal indagação ser positiva. Nosso intuito é criticar o período e a forma pela qual as metas inflacionárias foram adotadas no país. Além disso, ofereceremos algumas indicações de possíveis saídas da armadilha da alta taxa de juros e da baixa taxa de câmbio em que a economia brasileira continua imersa. A próxima seção analisa a abordagem teórica relacionada ao arcabouço das metas de inflação. A seção subsequente apresenta uma visão geral das metas de inflação no Brasil. A terceira seção discute as razões para as altas taxas de juros de curto prazo no Brasil. Já a quarta seção trata das causas da armadilha juros/câmbio enfrentada pelas autoridades monetárias. A quinta seção trata do regime de política monetária e a seção seguinte conclui o capítulo.

A política de metas de inflação

Depois de uma década de tentativas frustradas de adoção de uma regra monetária para controlar a inflação, os bancos centrais perceberam que uma política mais pragmática passaria pelo controle direto da taxa básica de juros, a fim de alcançar baixos níveis inflacionários. Esse pragmatismo era representado pelas metas de inflação, que começaram a ser adotadas pela Nova Zelândia, em 1990, seguida pelo Canadá (1991), Reino Unido (1992), Suécia e Finlândia (1993), Austrália e Espanha (1994). Na sequência, muitos outros países implementaram tal política, inclusive o Brasil, em 1999. Assim, a adoção das metas inflacionárias decorreu de uma decisão pragmática e

⁴ O crescimento do PIB brasileiro entre 1999 e 2006 foi de apenas 2,3%, em média — uma taxa substancialmente menor que aquela observada em países com renda similar.

como uma consequência do fracasso do modelo monetarista para justificar a teoria da credibilidade novo-clássica.⁵ Segundo essa teoria, se as autoridades monetárias negligenciarem as regras estabelecidas, haverá falta de credibilidade em suas decisões e, conseqüentemente, maiores taxas de inflação. Por conseguinte, a credibilidade do Banco Central faz-se necessária 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 em vez de hipotética, Le Heron (2003) vê no caso canadense a criação de um novo consenso (keynesiano) sobre política monetária. Para o autor, o sistema de metas de inflação está em conflito com a literatura sobre credibilidade porque se baseia na “confiança”. A abordagem da credibilidade exige total independência do Banco Central, ao passo que as metas de inflação exigem apenas independência operacional, sendo os objetivos determinados pelos políticos eleitos. Em lugar de dar ênfase às “normas versus discricionariedade”, a confiança destaca as expectativas dos agentes econômicos, o comportamento dos mercados financeiros e o preço dos ativos. Em um segundo trabalho, Le Heron e Carré (2006) enfatizam que os banqueiros centrais não seguem simplesmente as regras, assumindo que eles próprios e os agentes econômicos conhecem o verdadeiro modelo. Em vez disso, as autoridades monetárias ganham a confiança dos entes econômicos na medida em que agem de forma razoável, ora simplesmente seguindo a regra, ora modificando-a e oferecendo justificativas plausíveis de compreensão por parte dos agentes econômicos. Mas sempre considerando que choques estruturais podem exigir essas mudanças. Em todo o processo, comunicação e compreensão são a chave para se obter confiança. Alan Greenspan foi o exemplo de um responsável por um banco central que pensava em termos de “confiança” e, não, de “credibilidade”.⁶

Alguns dos arranjos institucionais adjacentes ao sistema são: (a) uma meta de inflação explícita, bem como intervalos de tolerância estabelecidos com base em um índice de preços amplamente conhecido e decidido pelo Conselho Monetário Nacional; (b) um procedimento operacional claro, implementado pelo Banco Central; (c) um alto grau de transparência e prestação

⁵ Kydland e Prescott, 1977; Barro e Gordon, 1983.

⁶ Blinder e Reis, 2005; Aglietta e Borge, 2005.

de contas (relatórios de inflação, discursos e atas);⁷ (d) compromissos institucionais com a estabilidade de preços, em linha com os objetivos primários de uma política monetária de longo prazo. Para o Brasil, especificamente, em caso de não cumprimento de metas, uma carta aberta deve ser emitida 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 necessário para que tais medidas tenham efeito. Mas uma simples meta de inflação não é uma solução para as ações de política monetária. Necessita-se de um conjunto de normas para que haja a definição das principais diretrizes para alcançar o objetivo. Tais normas devem usar as taxas de juros como principal instrumento de política monetária, garantir que a taxa de câmbio seja flexível e considerar quaisquer alterações significativas na produção ou na inflação.

Com relação à inflação ideal e às taxas de juros ideais, é comum atualmente analisar um banco central segundo a equação pragmática conhecida como regra de Taylor, formulada originariamente por Taylor (1993):

$$r = p + 0,5y + 0,5(p - 2) + 2 \quad (1)$$

onde r é a taxa de juros de curto prazo, p é a taxa de inflação e y é o hiato do produto.

De um modo mais geral, a regra de Taylor pode ser expressa da seguinte forma:

$$i_t - \pi_t = \bar{r} + b(\pi_t - \pi^*) + c(\ln Y_t - \ln \bar{Y}_t) \quad (2)$$

onde i_t é a taxa de juros nominal, π_t é a inflação, $\ln Y_t - \ln \bar{Y}_t$ é o hiato do produto e π^* é a meta de inflação. Nesse caso, \bar{r} é a taxa de juros real que prevalece quando $Y_t = \bar{Y}_t$, sendo portanto a taxa de juros de equilíbrio (considerada constante no modelo). Assim, essa regra 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 sua taxa natural.⁸

⁷ Svensson, 1998.

⁸ Romer, 2001.

A teoria das metas de inflação não foi o resultado de uma preocupação com a credibilidade, nem de um raciocínio hipotético-dedutivo neoclássico sobre a inflação. Ela é 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. A regra de Taylor, central para as metas inflacionárias, 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 resultados sobre inflação, entre as quais a curva de Philips e uma óbvia exigência de confiança ou credibilidade.⁹ As teorias neoclássicas de credibilidade foram acrescentadas à intuição dos banqueiros centrais e à percepção de Taylor para tornar o sistema de metas inflacionárias consistente com a visão neoclássica. Mas nada impede que se acrescentem outras considerações para torná-la consistente com a macroeconomia keynesiana.

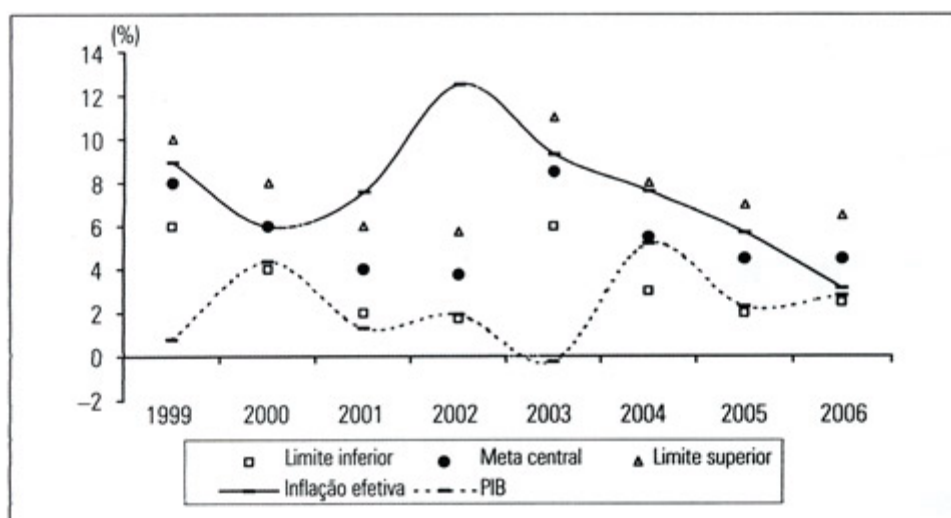
O regime de metas de inflação

A economia brasileira mudou abruptamente quando, em 1994, a implementação do Plano Real conseguiu neutralizar o mecanismo de inércia inflacionária e, como resultado, controlou as altas taxas de inflação que vinham prejudicando o desenvolvimento do país desde o início da década de 1980. No entanto, a manutenção de uma taxa cambial quase fixa, de meados de 1994 até o início de 1999, fez com que o país incorresse em elevados déficits em conta corrente e, por consequência, ficasse altamente dependente do ingresso de capital internacional e vulnerável a choques externos. Essa fraqueza foi confirmada quando várias crises atingiram o país, provocando uma rápida saída de capital, em razão da mudança no mercado financeiro internacional. A contínua perda de reservas forçou o governo brasileiro a provocar uma desvalorização cambial em janeiro de 1999.

⁹ A teoria da credibilidade é óbvia ou 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 (Díaz-Alejandro, 1981), ou no programa de estabilização de 1992 no Brasil, patrocinado pelo FMI.

A flutuação do real levou o governo, acostumado a ver a taxa de câmbio como uma âncora monetária da economia brasileira desde 1994, a temer a volta da inflação. Houve, assim, um forte aumento da taxa de juros, apesar de esta já estar alta.¹⁰ O medo da inflação não foi confirmado pelos fatos e o realinhamento de preços observado foi muito menor do que o esperado por muitos economistas. Apesar disso, as autoridades monetárias começaram a trabalhar para atingir dois objetivos principais: (a) um severo controle inflacionário, a fim de acalmar as expectativas do mercado financeiro e construir credibilidade; e (b) a implementação de um sistema de metas inflacionárias como uma nova âncora nominal para a política econômica.

Gráfico 1
Taxa de inflação efetiva, metas, intervalos de tolerância e PIB (1999-2006)



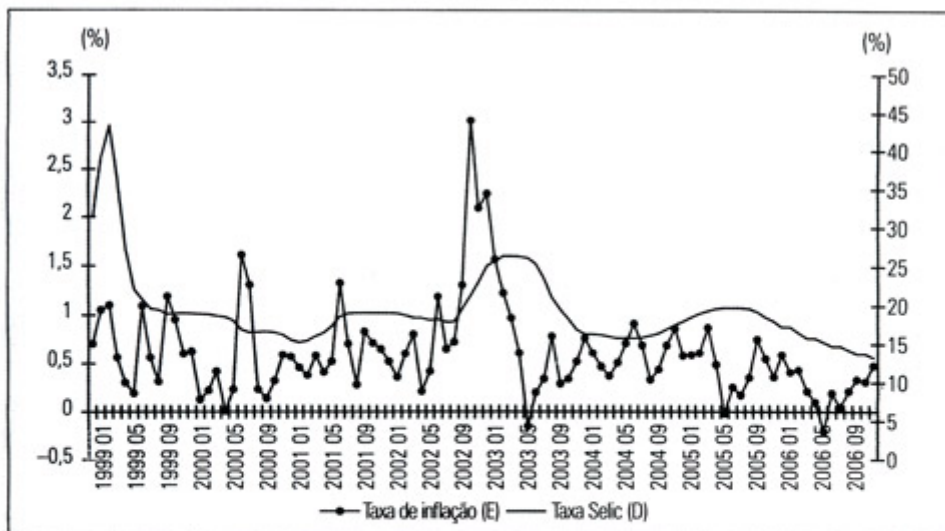
Fonte: Ipeadata.

Assim, seis meses após a adoção de uma taxa de câmbio flexível, o Banco Central pôs em operação um arcabouço formal de metas de inflação e estabeleceu as metas para 1999 (8%), 2000 (6%) e 2001 (4%) (gráfico 1). O Índice de

¹⁰ Depois da implementação do regime de metas inflacionárias houve uma redução da taxa de juros real, mas, já em 2001, quando seu nível real continuava muito alto, ela foi aumentada novamente.

Preços ao Consumidor Amplo (IPCA)¹¹ foi escolhido como medida de referência para as metas devido a sua característica de ser afetado por fatores sazonais e por choques temporários. Além disso, a taxa Selic foi escolhida como o instrumento de política monetária. Foram estabelecidos intervalos de tolerância de dois pontos percentuais¹² para levar em conta a incerteza sobre nosso processo inflacionário, bem como choques temporários inesperados e/ou fatores sazonais. Desse modo, o controle inflacionário continuou a ser encarado como objetivo principal, deixando de reconhecer que a taxa básica de juros extremamente elevada era também um grande obstáculo para uma verdadeira estabilização macroeconômica. Em outras palavras, tratava-se de 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.¹³ Mas a política foi mantida, e o baixo crescimento da inflação em 1999 lhe foi atribuído, embora ela estivesse apenas começando a ser adotada.

Gráfico 2
Taxa de inflação (IPCA) e taxa de juros (Selic) nominal



Fonte: Ipeadata.

¹¹ O índice de preços escolhido — o IPCA — abrange uma amostra de famílias com renda pessoal entre um e 40 salários mínimos e tem uma ampla base geográfica.

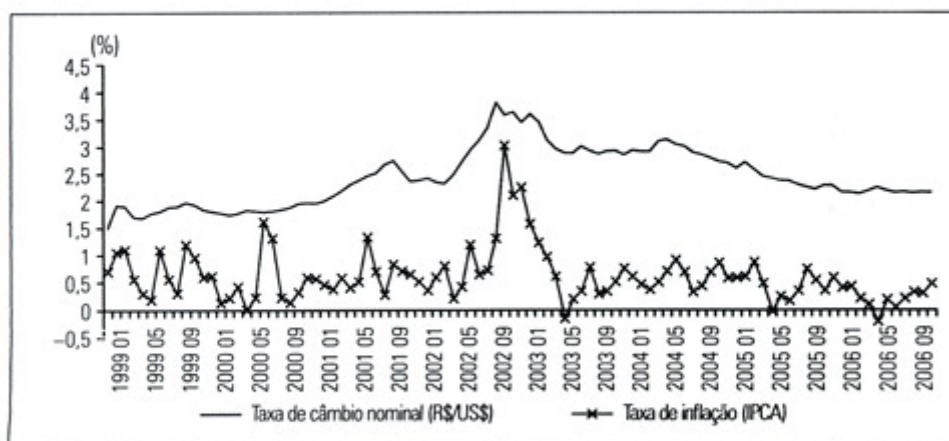
¹² Os intervalos de tolerância foram ampliados para 2,5 pontos percentuais após 2003.

¹³ Bresser-Pereira e Nakano, 2003; Bresser-Pereira, 2002.

A desvalorização cambial coincidiu com um período de lento crescimento econômico, o que explica em parte o comportamento da inflação (gráfico 1). A eliminação da indexação em 1994 é a principal explicação para o fato. 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 3,2% do PIB em 1999. 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 1999.¹⁴ Discutiremos essas questões com mais detalhes nas próximas seções.

O ano de 2000 foi mais favorável para a economia brasileira, apesar das preocupações relativas a fatores externos. Como consequência, a meta de 6% foi alcançada com sucesso, embora tenha havido um contínuo realinhamento dos preços monitorados pelo governo (gráfico 5) e algum crescimento econômico (gráfico 1). Tal expansão deveu-se à melhora da confiança dos consumidores e das empresas e à expansão do crédito. Esta última tornou-se possível com a queda na tributação do crédito familiar e reduções nas taxas de empréstimos e *spreads* bancários. A relação dívida pública/PIB (gráfico 4) melhorou em comparação com 1999, mas, mesmo assim, atingiu 49,43%, o que ainda era um valor considerável.¹⁵

Gráfico 3
Taxa de inflação (IPCA) e taxa de câmbio nominal (R\$/US\$)



Fonte: Ipeadata.

¹⁴ Pinheiro, Giambiagi e Moreira, 2001.

¹⁵ Figueiredo, Fachada e Goldstein, 2002.

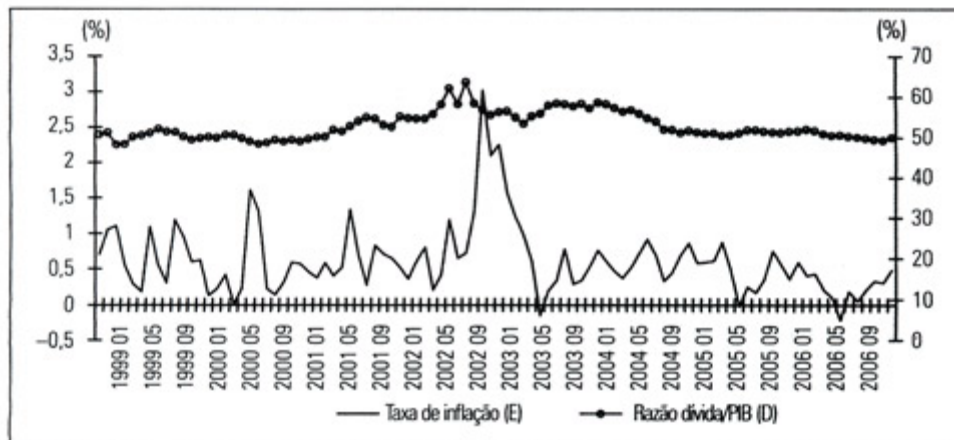
Em 2001, a economia brasileira foi atingida por uma série de choques desfavoráveis, como, por exemplo, o fim da bolha especulativa no mercado de ações em todo o mundo, a crise da Argentina e os ataques terroristas nos EUA. Essas perturbações tiveram grande impacto nas expectativas do mercado financeiro internacional e, apesar das altas taxas de juros, causaram dificuldades para a atração de capital estrangeiro. Por outro lado, o déficit público foi incrementado pela saída de capital, que foi maior do que o investimento externo direto. Diante desse cenário, o Banco Central limitou-se a conter a propagação de perturbações enfrentadas pela economia, relacionadas sobretudo à depreciação cambial e à elevação dos preços monitorados. Nesse momento, o Banco Central, que vinha diminuindo a Selic desde 1999, cometeu o erro de aumentá-la (gráfico 2), apesar de esta estar por volta de 9% ao ano em termos reais. Foi, certamente, um momento de fraqueza das autoridades monetárias, pois deu-se mais atenção à vulnerabilidade externa brasileira do que se deveria. Consequentemente, esse fato chamou a atenção dos credores externos, o que culminou com a crise do balanço de pagamentos de 2001. Além de suas ações 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. Tal esforço, no entanto, foi em vão, e a taxa de inflação chegou a 7,7% anuais (gráfico 1), significando o descumprimento da meta. Esse aumento do IPCA não foi resultado do excesso de demanda, mas, diretamente, do repasse da taxa de câmbio para os preços e, indiretamente, do aumento dos preços administrados. Por fim, o lado fiscal da economia deteriorou-se em 2001, apesar do superávit primário do governo (3,75% do PIB).

A clara percepção de que Luiz Inácio “Lula” da Silva seria eleito presidente em 2002 gerou incertezas. Primeiro, o mercado não conhecia suas verdadeiras intenções. Segundo, havia o problema da dominância fiscal relacionado ao novo aumento da taxa de juros. Terceiro, havia o problema da persistência de uma alta vulnerabilidade externa expressa em termos de uma alta razão dívida/exportações. Todos esses fatores, juntos, levaram a uma elevação da probabilidade de *default* na dívida externa.¹⁶ Como resultado, houve um acentuado

¹⁶ Nesse ano, o grande aumento das exportações brasileiras e a consequente melhoria de nossas contas externas já estavam começando, mas os credores só se aperceberam do fato em 2003.

aumento na taxa de juros sobre a dívida do governo brasileiro denominada em dólares. O real depreciou-se fortemente contra o dólar, o que gerou mais inflação (gráfico 3).

Gráfico 4
Taxa de inflação (IPCA) e razão dívida/PIB



Fonte: Ipeadata.

Quanto ao fenômeno da dominância fiscal, ele foi resultado de nossa grande dependência de capital estrangeiro, que tende a fluir para as economias de mercado emergentes em tempos de altas taxas de juros. Apesar disso, como as taxas de juros reais continuam se elevando, mesmo aqueles investidores que confiam nos fundamentos do país começam a pensar duas vezes e, assim, pode haver uma nova desvalorização cambial. Por essa razão, tentativas de valorizar a taxa de câmbio têm efeito contrário, caracterizando a chamada dominância fiscal.¹⁷ De acordo com Favero e Giavazzi (2005), a experiência brasileira gerou um risco de *default* que poderia ter um efeito deletério sobre o arcabouço das metas de inflação, dado que a economia passaria de um regime de dominância monetária para um regime de dominância fiscal. Sob essa condição, responder ao aumento de preços com elevações reais da taxa de juros levaria a uma depreciação real da taxa de câmbio e, por conseguinte, a mais

¹⁷ Bresser-Pereira e Nakano, 2002; Gomes e Aidar, 2004.

inflação. Quando esse é o caso, o instrumento correto para reduzir a inflação é a política fiscal e, não, a 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 dar continuidade às reformas institucionais microeconômicas. Os planos da nova administração incluíam um claro objetivo para o superávit primário e anúncios de uma reforma da previdência social. Como o mercado avaliou que não haveria qualquer mudança importante de política, houve uma diminuição da probabilidade de *default*, uma valorização do real e uma redução da inflação.¹⁸

Em 2003, com o novo governo no poder e conduta similar da política monetária, os credores do Brasil começaram a se acalmar. Naquele momento, em meados do ano, a melhora das contas externas do país e a recuperação da confiança nas atitudes do governo abriram uma oportunidade para que a nova administração se engajasse numa estratégia de queda da taxa de juros. Todavia, a decisão tomada foi na direção oposta. A única preocupação foi sinalizar ao mercado financeiro que a prioridade continuaria sendo o controle da inflação. De acordo com Favero e Giavazzi (2005), o anúncio feito por Lula depois de assumir o posto, no início de 2003, foi relacionado a uma política fiscal restritiva. Tal atitude foi suficiente para trazer a economia brasileira de volta às “condições normais”, com uma rápida redução do risco-país, estabilização cambial e, conseqüentemente, estabilização das expectativas inflacionárias, 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.

No ano de 2003, as metas para a inflação 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% (gráfico 1). O horizonte de metas foi também estendido para dois anos, a fim de suavizar possíveis choques de oferta. Para o Banco Central, esses ajustes seriam mais adequados

¹⁸ Blanchard, 2005.

para a economia brasileira pois 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. Contudo, a redução na taxa Selic (gráfico 2) não foi suficiente para fazer a economia crescer tanto quanto era necessário.

Em 2004, a economia brasileira cresceu consideravelmente (gráfico 1), o que levou as autoridades econômicas a atribuir o fato 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 da moeda, 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 foi mantida constante, em torno de 19%. Assim, houve uma extraordinária substituição de poupança externa por poupança interna.¹⁹ Mas, 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 cambial (gráfico 3), o que contribuiu para a queda da taxa de inflação e o alcance da meta (gráfico 1).

O Banco Central iniciou o ano de 2005 com uma política monetária bem similar à do ano anterior. A promessa do governo era de que o país continuaria crescendo com regularidade, mas isso não aconteceu e o crescimento do PIB caiu novamente para 2,3%. No início do ano, tendo em vista algumas indicações de pressões de demanda, o Banco Central aumentou mais uma vez a taxa básica de juros, que foi em média 12% em termos reais durante o ano. Dado esse cenário, a meta de inflação para o ano foi atingida com sucesso (gráfico 1).

A meta também foi atingida em 2006 (gráfico 1) e, no final do ano, a inflação ficou em torno de 3%, sendo esse valor comemorado pela ortodo-

¹⁹ Quando um país segue a estratégia de crescimento com poupança externa ocorrem grandes entradas de capitais estrangeiros, a taxa de câmbio se valoriza e (se as oportunidades de investimento não forem particularmente favoráveis) a taxa de substituição de poupança interna por poupança externa será elevada (Bresser-Pereira e Gala, 2005; Bresser-Pereira, 2006b). Nesse caso, dada a desvalorização do real, ocorreu o contrário.

xia convencional como uma vitória contra a inflação. Na verdade, essa taxa baixa foi resultado de um populismo cambial, pois foi alcançada graças a uma substancial apreciação do real. Dada a queda inflacionária, a taxa de juros nominal também diminuiu, mas a taxa real ficou acima de 10% no início de 2007. Sem causar surpresas, o PIB cresceu apenas 4% em 2006. Isso é certamente uma taxa que pode ser considerada irrisória para a economia brasileira, dado o crescimento populacional de 1,5% ao ano.

As metas de inflação continuam definidas: 4,5% ao ano. A possibilidade de cumprimento deste objetivo é grande. O país possui algum problema inflacionário interno que o difere de outros países com renda similar. Contudo, a diferença é pequena e pode ser atribuída à indexação de tarifas públicas, aos salários decididos pela Justiça do Trabalho, à política de aumento do salário mínimo, e à característica fechada da economia brasileira.²⁰ Entre esses fatores, os preços administrados são os principais responsáveis pelo aumento da inflação acima de níveis internacionais. De acordo com o gráfico 5, entre 1999 e 2003 esses preços elevaram-se mais que a inflação (IPCA), estabilizando-se nos anos subsequentes.²¹

A alta taxa de juros

A visão geral da política de metas de inflação feita anteriormente agora nos dá as ferramentas necessárias para fazer uma análise da economia brasileira no período. Discutiremos duas questões principais: (a) por que a taxa de juros é tão alta; e (b) a armadilha da taxa de juros/taxa de câmbio. Alguns outros pontos também serão analisados: (i) a inconsistência enfrentada pelo sistema de metas de inflação; (ii) a indexação dos serviços públicos; (iii) a indexação da taxa Selic; (iv) a política fiscal no Brasil; (v) os preços monitorados; (vi) o crescimento econômico e o desemprego. Além disso, proporemos algumas soluções para as armadilhas.

²⁰ Werlang, 2006.

²¹ A elevação maior em um primeiro período e menor no segundo deveu-se à indexação dos contratos pelo IGP, ao invés do IPCA. O IGP contém preços do atacado, que refletem as mudanças diretas da taxa de câmbio.

Tabela 1
Taxa de juros (Selic) em termos reais (a.a.)

Anos	Taxa Selic nominal (%)	Taxa de inflação (IPCA)	Taxa Selic real
1999	19,00	8,94	10,06
2000	15,76	5,97	9,79
2001	19,05	7,67	11,38
2002	24,90	12,53	12,37
2003	16,32	9,30	7,02
2004	17,74	7,60	10,14
2005	18,00	5,69	12,31
2006	13,25	3,14	10,11

Fonte: Banco Central do Brasil.

Antes de discutirmos a taxa de juros no Brasil, precisamos definir a “armadilha da taxa de juros/taxa de câmbio” que nossa economia vem enfrentando desde a implementação do Plano Real. Em termos muito simples, significa que a taxa de juros básica de curto prazo não fica abaixo de 9% ao ano em termos reais (tabela 1).²² Adicionalmente, significa que os juros de longo prazo sobre os títulos federais pagam uma taxa Selic similar àquela paga pelas LTNs, e são geralmente mais altas que os juros pagos pelos títulos brasileiros no exterior.²³ Em terceiro lugar, significa que as entradas de capital, estimuladas pela Selic elevada, pressionam para baixo a taxa de câmbio, sobrevalorizando o real: sempre que há uma desvalorização cambial, como aconteceu nas crises do balanço de pagamentos de 1998 e 2002, há uma valorização logo em seguida. É uma armadilha, porque as autoridades monetárias temem reduzir a taxa de juros abaixo de determinado limite. As metas de inflação reforçaram a armadilha no momento em que a taxa de juros de equilíbrio foi definida no modelo

²² A taxa só decresceu em 2003 (7,02%). Esse foi um ano recessivo, que se seguiu à crise do balanço de pagamentos de 2002. Assim, a taxa de juros caiu não por conta, mas apesar, da condução da política monetária.

²³ Em outras palavras, é com frequência maior do que a taxa dos títulos do Tesouro americano mais o risco-Brasil, mais a diferença entre a taxa de inflação brasileira e a norte-americana.

como de cerca de 9% ao ano em termos reais, formalizando o limite. Quando as autoridades monetárias começam a reduzir a taxa de juros, ocorre uma depreciação cambial e crescimento inflacionário. Os preços sobem muito antes que as taxas de juros mais baixas possam causar pressões de demanda. Mas, apesar disso, o Banco Central para de reduzir a taxa de juros.

Por que a taxa de juros é tão alta no Brasil? Essencialmente porque a armadilha juros/câmbio impede que ela seja reduzida. Uma causa secundária é o alto nível de gastos públicos comparado ao patamar de renda *per capita* do país. Em terceiro lugar, porque as autoridades monetárias aumentam a taxa Selic, tentando (sem sucesso) alongar o vencimento da dívida (para construir um mercado de crédito doméstico de longo prazo). Em quarto lugar, e esta provavelmente seja a razão principal, porque a Selic indexa a maior parte da dívida pública.²⁴ Essa é uma herança da época dos altos índices inflacionários e que leva os formuladores de políticas a manterem elevada a taxa de juros de curto prazo, por medo de não serem capazes de rolar a dívida. Agindo assim, eles ignoram que os agentes de mercado — particularmente os bancos — não têm outra alternativa senão aplicar seus recursos de curto prazo em títulos do governo. Como Keynes mostrou no volume 2 de seu *Treatise on money*, uma política monetária só funciona apropriadamente se houver uma *yield curve* para que as decisões de política relacionadas às taxas de juros de curto prazo sejam transmitidas às taxas de juros que efetivamente influenciam o comportamento dos agentes privados. Em vez disso, a Selic define diretamente a taxa de juros de longo prazo no Brasil, isto é, a taxa paga pelos títulos do Tesouro brasileiro. Significa dizer que não há uma taxa de juros de longo prazo no país. Contudo, há uma *proxy* para tal: a taxa de juros paga no exterior pelas corporações brasileiras de primeira linha é igual ao risco-Brasil mais a taxa de juros paga aos títulos do Tesouro americano. Em quinto lugar, a taxa Selic é alta porque o Banco Central a usa como ferramenta para resolver outros tipos de problemas, além de controlar a inflação. Por exemplo, ela é usada para: (a) atrair capital estrangeiro; (b) reduzir o déficit em conta corrente quando este cresce continuamente; (c) aumentar a poupança pública. O sexto ponto está relacionado a uma causa de economia política. Por esse prisma, a taxa Selic

²⁴ Barbosa, 2006.

é alta porque, desde o final da década de 1980, o Banco Central tem sido “capturado” pelos rentistas, que sempre ganham com as altas taxas de juros, pelo setor financeiro, que vive de comissões/bônus provenientes de rentistas, e pelas multinacionais, que aumentam suas remessas de lucros com um real sobrevalorizado. O sétimo ponto está relacionado a uma causa de hegemonia ideológica: Washington, e especificamente o FMI, apoia fortemente a política monetária brasileira em vigor — o que não é de surpreender: a ortodoxia convencional que esse organismo e os mercados financeiros internacionais usam para pressionar os países em desenvolvimento de renda média é essencialmente uma ferramenta para neutralizar seus crescimentos.²⁵

No entanto, a atuação das autoridades governamentais deveria fazer com que a estrutura a termo da taxa de juros fosse a consequência de fluxos de crédito devidos a políticas macroeconômicas responsáveis. Entre elas, estão as seguintes: (a) um rígido controle da inflação (como estão fazendo); (b) uma taxa de câmbio mais competitiva; (c) ausência de déficit em conta corrente; (d) redução da relação dívida-exportações; (e) corte da taxa de juros; (f) redução do déficit público, com a consequente redução da relação dívida pública/PIB. Essas questões serão discutidas com mais profundidade adiante.

Há outras explicações. Economistas, geralmente os ligados a mercados financeiros, oferecem uma série de argumentos para a taxa de juros elevada, e que lembram a fábula do lobo e do cordeiro. A explicação clássica era de que o risco-país do Brasil era alto demais. No entanto, desde 2002, Bresser-Pereira e Nakano (2002) mostraram a falsidade desse argumento: países com a mesma, ou pior, classificação de risco têm taxas de juros muito menores. Depois da queda de nosso risco-país, que vem ocorrendo desde o início de 2003, a taxa de juros de curto prazo paga pelo Banco Central, e que indexa toda a dívida pública, vem sendo maior do que a taxa de juros de longo prazo paga pelas empresas brasileiras. Um segundo argumento para a alta taxa de juros seria a elevada dívida pública do país. Todavia, esta não é particularmente alta segundo os padrões internacionais. Ela é extremamente alta se calcularmos a dívida dos outros países descontando seu valor nominal pela taxa de juros brasileira e, nesse caso, caímos novamente na armadilha da taxa de juros. Um terceiro

²⁵ Bresser-Pereira, 2006a.

argumento é que a taxa de juros é alta em razão do elevado déficit orçamentário. Novamente, o déficit não é elevado segundo os padrões internacionais. Outra explicação está relacionada ao combate da inflação. Não há dúvida de que a taxa de juros é o instrumento certo para fazer isso. Entretanto, a taxa Selic não flutua entre 0 e 3% em termos reais no Brasil, como acontece em países ricos, e nem mesmo entre 2 e 5%, como acontece em países com classificações de risco similares. A tabela 1 mostra a taxa Selic real para o Brasil, e a tabela 2 mostra algumas taxas básicas de juros de países selecionados, confirmando nossa argumentação.

Uma quinta explicação foi dada por Arida, Bacha e Resende (2005). Eles apresentaram como justificativa para a alta taxa de juros “natural”, ou para esse “equilíbrio ruim”, a inexistência de crédito doméstico de longo prazo no país. Essa falha seria explicada pela chamada “incerteza jurisdicional”, isto é, não haveria uma proteção judicial efetiva dos credores, o que levaria a consequências negativas para a poupança e o investimento privados. Essa falha é também interpretada erroneamente como consequência de restrições à conversibilidade da moeda, alongamento artificial da dívida pública, fundos de poupança compulsórios e poupança forçada por meio da inflação. Assim, o país teria que conviver com uma taxa de juros real de curto prazo acima de 9% ao ano até o momento em que uma série de reformas institucionais resolvesse esses problemas e criasse a “certeza jurisdicional”.

Certamente, há necessidade de reformas. Mas a ausência delas não pode ser responsabilizada por erros na política macroeconômica do país e, principalmente, por nossa taxa de juros extremamente elevada. No passado, as instituições eram menos desenvolvidas no Brasil e, mesmo assim, a taxa de juros era muito menor. Além disso, as instituições do país, quando não melhores, são bastante semelhantes àquelas encontradas em países com classificação de risco equivalente (ou pior), mas com taxas de juros muito mais baixas. Na verdade, o argumento da “incerteza jurisdicional” não faz sentido, nem é sustentado empiricamente. Holland, Gonçalves e Spacov (2007) formularam uma metodologia baseada na proposta de Arida, Bacha e Resende, e seus resultados são altamente desfavoráveis ao argumento da incerteza jurisdicional. As indicações são que “fatores monetários e fiscais tradicionais são muito mais relevantes para explicar o nível das taxas de juros reais de curto prazo do que o binômio incerteza jurisdicional e inconvertibilidade da moeda”.

Tabela 2
Taxas de juros básica em países selecionados (2005)

País	Taxa de juros real (%)	País	Taxa de juros real (%)
Brasil	11,53	Índia	1,07
África do Sul	3,55	Indonésia	-3,03
Arábia Saudita	4,22	Israel	2,51
Argentina	-3,36	Malásia	-0,22
Chile	1,22	México	4,42
China	0,29	Peru	1,66
Cingapura	2,01	Polônia	3,64
Colômbia	1,49	República Tcheca	-0,16
Coreia do Sul	1,40	Rússia	1,10
Egito	5,00	Tailândia	-1,30
Filipinas	0,71	Taiwan	-0,55
Hong Kong	2,13	Turquia	7,01
Hungria	2,86	Venezuela	-1,77

Fonte: *The Economist* (Emerging market indicators), Feb. 2006.

Taxa de juros real = taxa de juros nominal de curto prazo menos índice de preços ao consumidor.

A armadilha da taxa de juros/taxa de câmbio

Apesar de seu nível elevado, os movimentos na taxa básica de juros no Brasil são bastante similares aos observados em outros países. Ela aumenta em expansões e diminui em recessões. No entanto, o Banco Central não tem sido capaz de reduzir consistentemente essa taxa, pois sempre há algum motivo para interromper um processo de queda. O resultado é a armadilha da taxa de juros. Nosso argumento é que o país não possuía as condições necessárias para a implementação de um sistema de metas inflacionárias. O correto teria sido a tentativa de escape da armadilha, mas, como isso foi ignorado, ela se fortaleceu.

A armadilha da taxa de juros pode ser observada de muitas maneiras. Primeiro, sempre que o Banco Central inicia um processo de redução da taxa de juros, há uma depreciação cambial, e as conseqüentes alterações nos preços

relativos provocam um aumento da inflação. Isso certamente é uma ameaça para o sistema de metas inflacionárias, e as autoridades monetárias reagem com um novo aumento da taxa de juros. Assim, paradoxalmente, uma inflação advinda do lado da oferta é combatida com uma política que objetiva a contração da demanda. Sempre que a taxa de juros é reduzida e há algum sinal de crescimento econômico, e como o déficit em conta corrente aumenta,²⁶ o governo tenta evitar uma depreciação cambial elevando a taxa Selic e, conseqüentemente, provocando um aumento do desemprego (gráfico 6). A elevação das taxas de juros provoca efeito similar no déficit público e na relação dívida pública/PIB (gráfico 4). Conseqüentemente, há uma redução do crédito internacional do país, a não ser que o superávit primário seja aumentado na mesma medida, geralmente por meio de um acréscimo na carga tributária.

A armadilha coloca a economia do país em um círculo vicioso de curto prazo. No início de 2003, por exemplo, o governo decidiu dar seguimento à mesma política macroeconômica dos antecessores. Essa atitude foi bem recebida pelas autoridades monetárias em Washington e pelo mercado financeiro. Como conseqüência, o crédito voltou a fluir, o risco-país caiu e a taxa de câmbio apreciou-se novamente. Mas, ao mesmo tempo, o mercado financeiro começou a perceber que não havia crescimento econômico e, sim, algumas perturbações sociais e políticas, e que o superávit primário tinha começado a decrescer outra vez, ou seja, havia um claro sinal de que os resultados oriundos da política econômica não eram os melhores. Como ninguém ousava discutir a ortodoxia convencional por trás da política monetária brasileira, a solução que o mercado encontrou naquele ano foi reduzir o crédito do país, com conseqüências em termos de aumento do risco-país, bem como das taxas básicas de juros.²⁷

A taxa de câmbio é particularmente um preço macroeconômico estratégico e a outra face da armadilha da taxa de juros. Depreciações cambiais podem ter um impacto deletério sobre a inflação, ao passo que apreciações

²⁶ Desde 1994, o déficit em conta corrente esteve perto de zero em apenas uma ocasião — em 2002. Isso aconteceu em razão da depreciação da taxa de câmbio e de uma forte recessão econômica. No entanto, tal depreciação não ocorreu em razão de políticas econômicas, mas da crise de confiança. Na primeira metade de 2003, a taxa de câmbio começou a se valorizar novamente, o que poderia fazer com que o déficit em conta corrente aparecesse mais uma vez.

²⁷ Bresser-Pereira, 2005.

podem afetar negativamente as contas nacionais via níveis de exportações e importações. Uma apreciação real torna menos competitiva a indústria e, conseqüentemente, provoca déficit na conta corrente. De acordo com a teoria convencional das metas inflacionárias, a adoção de metas cambiais pode prejudicar o desempenho da política monetária. Mas isso não significa que os bancos centrais possam negligenciar os efeitos dos movimentos da taxa de câmbio sobre a inflação e a demanda agregada. Nesse caso, a melhor solução é uma clara explicação sobre uma possível intervenção na taxa de câmbio como forma de limitar efeitos potencialmente desestabilizadores das alterações abruptas dos preços.²⁸

Uma taxa de juros elevada faz com que a taxa de câmbio decresça em termos de dólar (ou faz com que a taxa de câmbio real se valorize), porque a primeira é uma função inversa da segunda, via teoria da paridade descoberta dos juros. Foram necessárias duas crises do balanço de pagamentos para tirar o país dessa armadilha. A primeira foi em 1999 e a segunda em 2002, como discutido em páginas anteriores. Em ambos os casos, o aumento da inflação foi moderado e muito menor do que se esperava. E o mais importante, ela se reduziu assim que houve uma estabilização cambial. Em 2003, esse fenômeno foi observado mais uma vez. Embora o governo tenha atribuído a queda da inflação a um aumento da taxa Selic, a redução acontecida foi, na verdade, fruto de uma apreciação cambial. Mas isso não durou muito. O gráfico 3 mostra que a taxa de câmbio vem sofrendo apreciações desde 2004, o que pode ser prejudicial para a economia do país, em termos de exportações. Quando as autoridades monetárias decidiram intervir no mercado do dólar e comprar reservas, outra faceta da armadilha juros/câmbio tornou-se aparente: dada a taxa de juros real extremamente alta (cerca de 10%), essa política foi severamente limitada por seu alto custo fiscal.

O regime de política monetária

Apesar dos baixos índices inflacionários observados no Brasil atualmente, nossa opinião é que o sistema de metas de inflação pode até ter tido êxito no

²⁸ Mishkin e Schmidt-Hebbel, 2001.

controle da inflação, mas a contrapartida tem sido perversa: a quase estagnação da economia. Desemprego e taxa de juros continuam altos, e a taxa de câmbio continua muito apreciada. Isso fica bem claro no gráfico 3, onde se nota como a taxa de inflação acompanha a taxa de câmbio no caso da economia brasileira. Além disso, as baixas taxas de crescimento observadas estão diretamente relacionadas com o fato de haver uma diferença entre estabilidade de preços e estabilidade macroeconômica. Assim, as metas inflacionárias não conseguiram ter o sucesso esperado no país porque elas coexistem com uma alta taxa de juros e mantêm a taxa de câmbio sem competitividade externa. A doença holandesa e o crescimento com poupança externa pressionam a taxa de câmbio para cima, apreciando-a. E essa sobrevalorização cambial advém da política econômica que a ortodoxia convencional propõe aos países de renda média, e que o Banco Central brasileiro adota. Da maneira que a estabilidade macroeconômica está definida atualmente no Brasil, o controle da inflação é, de certa forma, feito via apreciação cambial. Mas uma taxa de câmbio competitiva deveria também ser um dos objetivos de uma política macroeconômica competente. Em suma, em vez de perceber o sistema de metas inflacionárias como um sucesso ou um fracasso, deveríamos vê-lo como uma ferramenta central que a ortodoxia convencional usa para manter a economia brasileira nessa armadilha de altas taxas de juros e não competitividade de mercado.

A economia brasileira realmente não estava preparada para uma política de metas de inflação, pois, como já dito, tal arcabouço destina-se à administração da política monetária e, não, à mudança da mesma. Um sistema de metas inflacionárias não se aplica caso um país necessite mudar o regime de política monetária, por exemplo, em razão de sua inflação elevada e inercial, como era o caso do Brasil entre 1980 e 1994, ou em razão de uma taxa de juros real básica absurdamente elevada, como o país vem experimentando desde 1994.²⁹ O resultado, como já dito, é a presença de uma armadilha de alta taxa de juros/baixa taxa de câmbio, desde 1994, que tem colocado o país fora do equilíbrio macroeconômico. Se o governo acreditava que uma política de metas de inflação era um bom caminho a ser seguido, ele teria que, primeiro, ter enfrentado a armadilha aqui descrita.

²⁹ Na verdade, a taxa de juros real era alta antes de 1994, mas instável, dependendo das variações da inflação. Por outro lado, como a inflação era incrivelmente elevada, toda a atenção estava dirigida para ela.

Para que o país volte a trilhar um caminho de crescimento e de baixas taxas de juros, várias mudanças precisam ser feitas, de forma a colocar uma estratégia completa em ação. O objetivo é reduzir a taxa Selic para que ela oscile entre 1% e 3% em termos reais e, conseqüentemente, se separe da taxa de juros de longo prazo, que ficaria mais ou menos perto de 5% em termos reais.³⁰ Essa redução só será possível com o fim da indexação dos títulos federais pela Selic, isto é, da indexação pela mesma taxa de juros usada pelo Banco Central em sua política monetária. Essa prática é uma peculiaridade do Brasil (uma herança da inflação alta) e a principal explicação institucional para a alta taxa de juros usada para pagar o serviço da dívida pública. Logo, como aconteceu no Plano Real, há necessidade de uma mudança no regime de política monetária.

Juntamente com a redução da taxa Selic, o governo brasileiro terá de começar um sério ajuste fiscal. Sabemos que o país vem obtendo consideráveis superávits primários via aumentos de impostos — e não via cortes nos gastos públicos. Mas isso não basta. Enquanto a taxa de juros estiver saindo da armadilha, as autoridades terão que reduzir os gastos e, talvez, gerar um superávit. Com esse ajuste, o governo não apenas sinalizará sua rejeição a qualquer tipo de populismo, mas também controlará possíveis processos inflacionários oriundos de um possível choque de demanda resultante da menor taxa de juros. Com a demanda controlada, não há razão para se esperar qualquer aumento da inflação, exceto o aumento transitório resultante da depreciação da taxa de câmbio. Poderia haver um *default* da dívida pública por conta da inconformidade dos credores internos com as taxas de juros menores? Tal perigo inexistente, uma vez que a taxa de juros que está sendo reduzida é aquela relacionada às reservas bancárias, cujo único retorno possível sobre o capital é a taxa básica de juros.

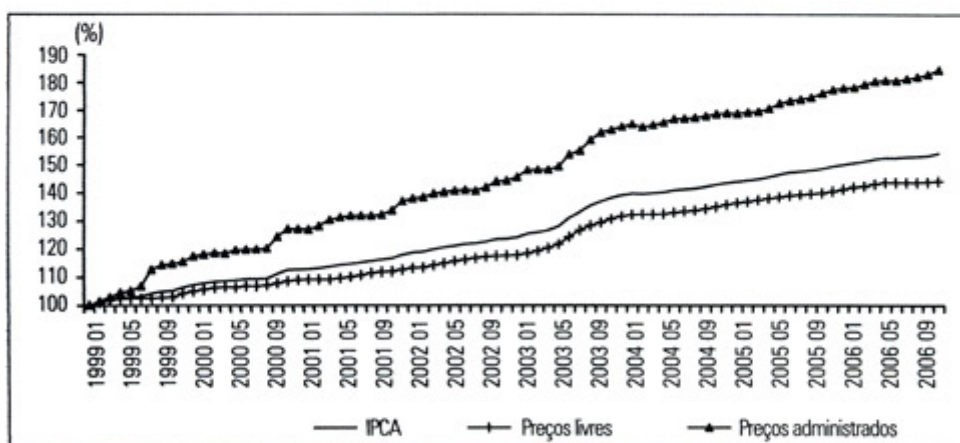
A redução da taxa de juros de seu nível mínimo de 9%, e da inflação de seu nível de 5-6%, só será alcançada com outra importante reforma: o fim da indexação dos serviços públicos e, mais amplamente, o fim de qualquer indexação de contratos e preços administrados em que o governo esteja envolvido como prestador de serviços ou como regulador.³¹ Como já mencionado, o IPCA é uti-

³⁰ Essa taxa deveria ser de 5% (ainda uma taxa elevada) em razão do risco-país. O valor de 5% vem do risco-país igual a 3%, da taxa de longo prazo do Tesouro norte-americano igual a 4% e da inflação dos EUA (2%).

³¹ Preços administrados (monitorados) são aqueles determinados ou influenciados pelo governo, diretamente ou por meio de uma agência governamental, independentemente das forças de mercado. Alguns produtos que fazem parte da cesta de preços administrados são: taxas de água, esgoto e eletricidade, trans-

lizado na definição da inflação, e a cesta de preços administrados compreende cerca de 30% do índice. Em termos 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. Como consequência, as metas podem ser alcançadas, mas há elevados custos sociais, baixo crescimento econômico e altas taxas de juros. Os preços monitorados variam independentemente dos fatores de demanda e, como mostra o gráfico 5, a inflação acumulada relacionada a tais preços aumentou muito mais do que os outros dois índices. Os preços administrados no Brasil trazem, portanto, uma série de problemas para a nossa economia. Primeiro, 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. Segundo, as expectativas de inflação geram um ciclo vicioso nas taxas de juros e as tornam extremamente altas. O resultado é uma condução de política monetária muito restritiva e severa.³²

Gráfico 5
Taxa de inflação acumulada (jan. 1999 = 100)



Fonte: Ipeadata.

Evidentemente, quando dizemos que os preços administrados não deveriam ser indexados, não significa que as agências reguladoras deveriam negli-

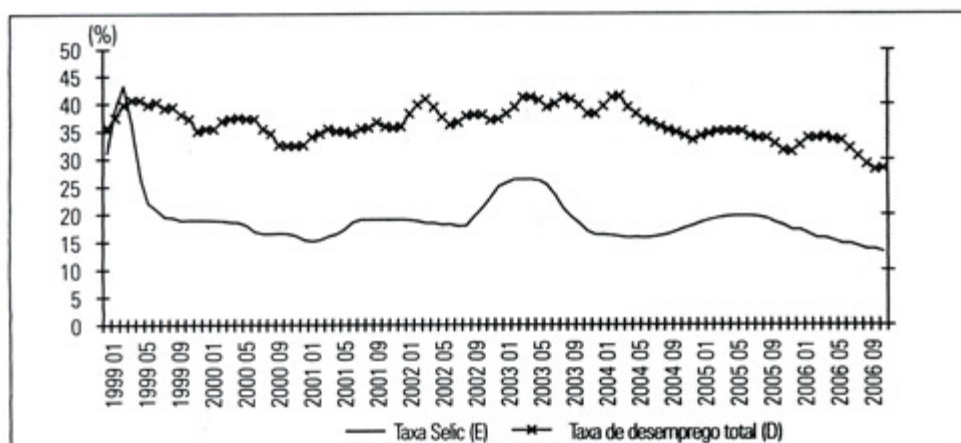
porte público, chamadas telefônicas, combustível, licenciamento e registro de veículos, planos de saúde, correios.

³² Gomes e Aidar, 2004.

genciar o processo de inflação em suas revisões de preços. Como seus congêneres em outros países, as agências brasileiras levarão a inflação em conta, mas sem fazer referência a um índice de preços predeterminado. Também não significa que o governo deva quebrar contratos existentes: ele apenas estaria fortemente motivado a renegociá-los e ficaria institucionalmente proibido de celebrar novos contratos indexados.

Finalmente, as autoridades governamentais devem sempre ter em mente que tais políticas visam trazer crescimento econômico e, como consequência, menor desemprego e menores disparidades sociais. As regras de política monetária devem ser vistas como uma diretriz para a tomada de decisões, e não como algo rígido. Na questão do desemprego especificamente, o relacionamento entre essa variável e a política monetária é muito importante. Contrariamente ao que argumentam alguns teóricos convencionais, a política monetária geralmente tem efeitos positivos e duradouros sobre as taxas de juros reais e, conseqüentemente, sobre a atividade econômica e o desemprego. O gráfico 6 compara as taxas de juros e de desemprego em São Paulo, maior região metropolitana do país. Mostra que a taxa de desemprego no Brasil é extremamente elevada, tal como a taxa de juros, e que qualquer aumento da taxa de juros causa mais desemprego, significando que a atual política monetária no Brasil acarreta um custo social realmente elevado.³³

Gráfico 6
Taxa de juros e taxa de desemprego total (RMSP)



Fonte: Ipeadata.

RMSP = Região Metropolitana de São Paulo.

³³ Gomes e Aidar, 2005.

Conclusão

Este capítulo discutiu o atual sistema de metas inflacionárias adotado no Brasil e a armadilha da taxa de juros/taxa de câmbio que o país está enfrentando em razão de sua elevada taxa básica de juros. Primeiro, fizemos uma rápida revisão da política monetária no Brasil a partir da data de implementação do sistema até o final de 2006. Segundo, analisamos os problemas advindos da condução da política monetária, argumentando que o regime de metas de inflação enfrenta importantes problemas teóricos e, mais importante, enfrenta um dilema de inconsistência, uma vez que foi planejado para ser usado na administração da política monetária e não para mudá-la.

O Plano Real foi uma reforma bem-sucedida, pois desindexou a economia brasileira e neutralizou a inércia inflacionária. Mas 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 da âncora cambial. Esse novo arcabouço monetário deveria ter sido precedido por reformas que eliminassem todas as formas de indexação. No entanto, em vez 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 inflacionárias. A consequência foi que, desde 1999, a taxa de juros real permaneceu incrivelmente alta, e a economia brasileira não conseguiu escapar de tal armadilha.

Talvez uma melhor estratégia tivesse sido a busca de uma convergência de longo prazo da inflação. Por exemplo, o Chile e o México agiram desse modo antes de dar início a suas respectivas políticas de metas de inflação. Eles primeiro buscaram o equilíbrio de suas economias e começaram a liberar projeções de inflação com objetivos de longo prazo. Em outras palavras, eles permitiram à inflação convergir suavemente, e o resultado foi um custo social muito menor, se comparado ao do Brasil. No caso do Chile, que é um modelo de política macroeconômica competente, a estratégia começou a ser analisada 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. No caso mexicano, a estratégia foi semelhante, mas em períodos diferentes.

No Brasil, não houve uma preparação adequada da economia antes da implementação do sistema. Para adotar a política de metas de inflação, as autoridades deveriam ter preparado as variáveis-chave da economia, a fim de que pudessem convergir mais suavemente. Se tivessem se concentrado, primeiramente, em livrar o país da armadilha da taxa de juros/taxa de câmbio, as metas inflacionárias poderiam ter sido adotadas num segundo momento. Em vez disso, excessivamente preocupadas com a inflação, as autoridades se apressaram em adotar uma nova âncora nominal. Como consequência, a taxa de câmbio permaneceu altamente instável e a economia não conseguiu atingir os objetivos 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. Por conseguinte, o Brasil necessita de uma urgente mudança 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. Porém, o sucesso dessa ação dependerá do envolvimento de toda a sociedade e do governo.

Bibliografia

- AGLIETTA, M.; BORGY, V. L'heritage de Greenspan: le triomphe de la politique discrionnaire. *Bulletin du Cepii*, n. 251, déc. 2005.
- ARESTIS, P.; PAULA, L. F. de; FERRARI FILHO, F. Inflation targeting in emerging countries: the case of Brazil. In: ENCONTRO BRASILEIRO DE ECONOMIA, 34., 2006, Salvador. *Anais...* Salvador, BA: Anpec, 2006.
- ARIDA, P.; BACHA, E. L.; RESENDE, A. Lara. Credit, interest, and jurisdictional uncertainty: conjectures on the case of Brazil. In: GIAVAZZI, F.; GOLDFJAN, I.; HERRERA, S. (Eds.). *Inflation targeting, debt, and the Brazilian experience, 1999 to 2003*. Cambridge, MA: MIT Press, 2005.
- BALL, L. *Policy rules and external shocks*. Cambridge, MA: NBER, Sept. 2000. (NBER Working Paper, 7.910).

_____ ; SHERIDAN, N. *Does inflation target matter?* Cambridge, MA: NBER, Mar. 2003. (NBER Working Paper, 9.577).

BARBOSA, F. H. The contagion effect of public debt on monetary policy: the Brazilian experience. *Revista de Economia Política*, v. 26, n. 2, p. 231-238, 2006.

BARRO, R. J.; GORDON, D. B. Rules, discretion and reputation in a model of monetary policy. *Journal of Monetary Economics*, v. 12, p. 101-121, 1983.

BLANCHARD, O. Fiscal dominance and inflation targeting: lessons from Brazil. In: GIAVAZZI, F.; GOLDFJAN, I.; HERRERA, S. (Eds.) *Inflation targeting, debt, and the Brazilian experience, 1999 to 2003*. Cambridge, MA: MIT Press, 2005.

BLINDER, A.; REIS, R. Understanding the Greenspan standard. In: FRB of Kansas City Symposium. *Proceedings...* Jackson Hole: [s. n.], Aug. 2005.

BOGDANSKI, J.; TOMBINI, A. A.; WERLANG, S. R. *Implementing inflation target in Brazil*. Brasília, DF: Banco Central do Brasil, 2000. (Texto para Discussão, 1.)

BRESSER-PEREIRA, L. C. O segundo Consenso de Washington e a quase-estagnação da economia brasileira. *Revista de Economia Política*, v. 23, n. 3, p. 3-34, jul. 2002.

_____. Macroeconomia pós-Plano Real: as relações básicas. In: SICSU, J.; PAULA, L. F. de; MICHEL, R. (Orgs.). *Novo desenvolvimentismo — um projeto nacional de crescimento com equidade social*. Barueri: Manole; Rio de Janeiro: Fundação Konrad Adenauer, 2005. p. 3-47.

_____. O novo desenvolvimentismo e a ortodoxia convencional. *São Paulo em Perspectiva*, v. 20, n. 1, jan./mar. 2006a.

_____. *Substituição perversa de poupança interna pela externa e seu inverso: o caso do Brasil*. São Paulo: Eesp, 2006b. (Texto para Discussão).

_____; GALA, P. *Crítica do crescimento com poupança externa*. São Paulo: Eesp, nov. 2005. (Trabalho de Discussão, 146).

_____; NAKANO, Y. Uma estratégia de desenvolvimento com estabilidade. *Revista de Economia Política*, v. 21, n. 3, p. 146-177, jul. 2002.

_____; _____. Crescimento econômico com poupança externa? *Revista de Economia Política*, v. 22, n. 2, p. 3-27, abr. 2003.

DIAZ-ALEJANDRO, C. Southern Cone stabilization plans. In: CLINE, W.; WEIN-

TRAUB, S. (Eds.). *Economic stabilization in developing countries*. Washington: Brookings Institution, 1981.

FAVERO, C. A.; GIAVAZZI, F. Inflation targeting and debt: lessons from Brazil. In: GIAVAZZI, F.; GOLDFJAN, I.; HERRERA, S. (Eds.). *Inflation targeting, debt, and the Brazilian experience, 1999 to 2003*. Cambridge, MA: MIT Press, 2005.

FIGUEIREDO, L. F.; FACHADA, P.; GOLDESTEIN, S. *Monetary policy in Brazil: remarks on the inflation targeting regime, public debt management and open market operations*. Brasília, DF: Banco Central do Brasil, 2002. (Texto para Discussão, 37).

GOMES, C.; AIDAR, O. Metas inflacionárias: preços livres e administrados no Brasil: uma análise econométrica. In: ENCONTRO BRASILEIRO DE ECONOMIA, 32., 2004, João Pessoa. *Anais...* João Pessoa, PB: Anpec, 2004.

_____; _____. Cinco anos de metas de inflação no Brasil: sucesso ou fracasso? In: ENCONTRO BRASILEIRO DA SOCIEDADE DE ECONOMIA POLÍTICA, 10., 2005, Campinas. *Anais...* Campinas, SP: Sociedade de Economia Política, 2005.

HOLLAND, M.; GONÇALVES, F. M.; SPACOV, A. D. Can jurisdictional uncertainty and capital control explain the high level of real interest rates in Brazil? Evidence from panel data. *Revista Brasileira de Economia*, v. 61, n. 1, p. 49-75, mar. 2007.

KYDLAND, F. E.; PRESCOTT, E. C. Rules rather than discretion: the inconsistency of optimal plans. *Journal of Political Economy*, v. 85, p. 473-492, June 1977.

LE HERON, E. A new consensus on monetary policy? *Revista de Economia Política*, v. 23, n. 4, p. 3-27, 2003.

_____; CARRÉ, E. Credibility versus confidence in monetary policy. In: WRAY, R.; FORSTATER, M. (Eds.). *Money, financial instability and stabilization policy*. Cheltenham: Elgar Press, 2006.

MINELLA, A. et al. Inflation targeting in Brazil: constructing credibility under exchange rate volatility. *Journal of International Money and Finance*, v. 22, p. 1015-1040, 2003.

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?* Cambridge, MA: NBER, 2001. (NBER Working Paper Series, 8.397).

PINHEIRO, A. C.; GIAMBIAGI, F.; MOREIRA, M. M. *O Brasil na década de 90: uma transição bem-sucedida?* Brasília, DF: BNDES, nov. 2001. (BNDES Working Paper Series, 91).

ROMER, D. *Advanced macroeconomics*. 2. ed. New York: McGraw-Hill, Irwin, 2001.

SVENSSON, L. O. *Inflation targeting as a monetary policy rule*. Cambridge, MA: NBER, 1998. (NBER Working Paper Series, 6.790).

TAYLOR, J. B. Discretion versus policy rules in practice. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, v. 39, p. 195-214, 1993.

_____. *Using monetary policy rules in emerging market economies*. Disponível em: <www.stanford.edu/~johntayl/papers/BankofMexicoPaper.pdf>. Acesso em: 2000.

WERLANG, S. A meta para a inflação de 2008 e a taxa de juros. *Valor Econômico*, 10, jul. 2006.