



# 1

## • O Esforço Monetário e a Estabilidade

# 1 • O Esforço Monetário e a Estabilidade

## 1. INTRODUÇÃO

Há consenso de que os obstáculos ao crescimento mais acelerado da nossa economia estão associados à capacidade de expansão da oferta. As reformas e aprimoramentos institucionais da última década resultaram em maior integração internacional, estabilidade macroeconômica e adoção de regras de mercado para a alocação de recursos, mas ainda assim o Brasil tem encontrado dificuldades sistemáticas de crescimento sustentado mais vigoroso do produto e do emprego. Todas as vezes em que o crescimento é acelerado, sinais de esgotamento de oferta se manifestam, tornando necessárias medidas de contenção da demanda agregada.

Esse foi o caso do crescimento observado a partir da primeira metade de 2003. Naquela oportunidade, a economia brasileira ingressou num ciclo de expansão que durou oito trimestres consecutivos, antes de se observar, no terceiro trimestre de 2005, a primeira taxa negativa na comparação contra o trimestre imediatamente anterior. A queda do Produto Interno Bruto (PIB) refletiu os efeitos defasados da mudança da política monetária ocorrida no último trimestre de 2004 em resposta às pressões de inflação que começavam a se fazer sentir naquele momento.

A edição de 2005 desta série já debateu como taxas modestas de poupança, como as brasileiras, impedem que as taxas anuais de crescimento superem a faixa de 3,5% a 4,0% no médio prazo, mantido constante o grau de utilização de capacidade na economia. Naquele mesmo volume discutiram-se também os elementos estruturais que condicionam o crescimento de longo prazo. Entre eles, o chamado *nó fiscal*, caracterizado fundamentalmente pela absorção de poupança privada pelo setor público para financiar déficits ainda vultosos, o que tem exigido juros básicos elevados e resultado em baixos níveis de investimento produtivo como proporção do PIB, da ordem de 20% nos últimos dois anos.

Dessa maneira, a absorção de poupança privada nos anos recentes tem servido fundamentalmente para financiar gastos correntes do setor público. A expansão acelerada desses gastos, assim como sua rigidez, não permitiu aumentar o investimento público, reforçando os problemas de crescimento da economia. Devido ao desequilíbrio fiscal, a economia brasileira se encontra em uma trajetória de crescimento inferior ao seu potencial, combinando elevada pressão tributária, altos juros reais e baixo investimento público e privado.

Na referida edição de 2005 desta série, analisou-se ainda o comportamento da economia brasileira até meados de 2004, sem que tivesse sido possível à época avaliar em toda a sua extensão o ciclo de crescimento que então se desenrolava. Na retrospectiva a seguir observa-se a evolução da economia no biênio 2004/2005, com destaque para o ciclo monetário que caracterizou o período. Enfatizam-se a forte elevação do investimento em 2004 – a qual ainda assim não impediu níveis recordes de utilização da capacidade industrial instalada no final do ano –, a melhora expressiva do mercado de trabalho e a contribuição positiva das exportações líquidas para o crescimento e para o maior avanço dos indicadores de solvência externa.

A dinâmica da inflação e a política monetária implementada para reverter sua aceleração a partir do último trimestre de 2004 são analisadas em mais detalhes nas seções finais do capítulo. O período pode ser caracterizado como o primeiro ciclo exclusivamente monetário da fase pós-estabilização, na medida em que sua dinâmica refletiu principalmente fatores internos, e não os choques externos que marcaram os ciclos curtos de expansão e retração observados até então.

A reação da política monetária foi intensamente debatida em 2005 por reduzir o ciclo de crescimento sem a certeza da adequação do controle da demanda para enfrentar as pressões inflacionárias existentes na economia. O debate voltou a colocar em questão o papel da política monetária e do regime de metas de inflação. Sob a ótica do desempenho do mercado de trabalho, a consolidação de uma trajetória declinante para a inflação tem se revelado fundamental para garantir que os ganhos reais de salários associados à expansão recente do emprego sejam sustentados, conforme será discutido no Capítulo 5 deste livro. Daí a importância que se dá à análise do regime de metas de inflação e suas implicações para o desempenho da economia e para a construção de um arcabouço institucional estável para a política econômica.

## 2. RETROSPECTIVA 2004-2005

Nesta seção, busca-se fazer uma retrospectiva analítica do período por meio dos principais agregados macroeconômicos. Em que pesem as oscilações de produto,

houve avanços inegáveis no que se refere à expansão do emprego – também comentados mais detalhadamente no Capítulo 5 desta publicação –, ao controle da inflação e à consolidação do regime de metas. São igualmente inegáveis os avanços para o setor externo, via ampliação das exportações, diversificação de mercados e produtos, e a redução do grau de endividamento em termos absolutos e como proporção das exportações.

## 2.1 Atividade

O crescimento do PIB brasileiro em 2004 foi de 4,9%, o que foi uma taxa elevada quando comparada ao desempenho recente. Nos cinco anos anteriores, por exemplo, o crescimento médio da economia havia sido de 1,8%. Apesar do salto de crescimento daquele ano, em 2005 a taxa de crescimento do PIB voltou a diminuir, registrando 2,3%. O forte crescimento de 2004 foi de fato possibilitado pela baixa ocupação da capacidade instalada na indústria.

Com efeito, entre 1995 e 2000, o nível médio de utilização da capacidade na indústria de transformação foi de 82,3% (ver FGV).<sup>1</sup> Essa mesma medida foi de 79,9% entre julho de 2001 e julho de 2003, sendo que o menor valor (79%) ocorreu em julho de 2002. Isso significa que, de meados de 2003 até o início de 2004, a indústria pôde aumentar sua produção por intermédio da utilização da capacidade ociosa. O fôlego foi curto, pois já em fins de 2004 o nível de ocupação da capacidade alcançou 86,1%, patamar historicamente muito elevado.

A existência de capacidade ociosa permite o crescimento acelerado, mas não o causa; não é uma relação de causa e efeito. E o que seria, então, a causa do crescimento verificado entre o final de 2003 e o final de 2004? É possível identificar pelos menos quatro fatores importantes:

- dissipação das incertezas quanto à postura do governo nas políticas fiscal e monetária;
- redução dos juros básicos da economia de junho de 2003 a abril de 2004;
- forte desvalorização cambial ocorrida de meados de 2002 ao início de 2003; e
- contexto internacional favorável, caracterizado por ampla liquidez e forte crescimento da economia mundial, com efeitos positivos sobre o comércio e os preços dos principais produtos de exportação do Brasil.

Apesar do forte crescimento do período, alavancado pelo desempenho do setor industrial, não se logrou o mesmo ritmo por mais tempo, e sua redução já se

fez sentir a partir do quarto trimestre de 2004, sinalizando o que viria a acontecer em 2005 (Gráficos 1 e 2).<sup>2</sup>

De fato, o movimento do PIB é determinado pelo desempenho industrial. Entre o terceiro trimestre de 2003 e o mesmo período de 2004, a produção industrial cresceu cerca de 11%, e as vendas do setor, em torno de 19%. A partir daí, as vendas estabilizaram-se até o final de 2005, quando apresentaram ligeira queda e a produção passou a ter crescimento bem mais modesto, como mostra o Gráfico 3.

A diferença de comportamento entre as vendas e a produção industriais remete a uma característica importante desse período: a trajetória dos estoques. O Gráfico 4 apresenta dois indicadores diferentes de estoques na indústria que mostram aproximadamente o mesmo comportamento:<sup>3</sup> acúmulo no primeiro

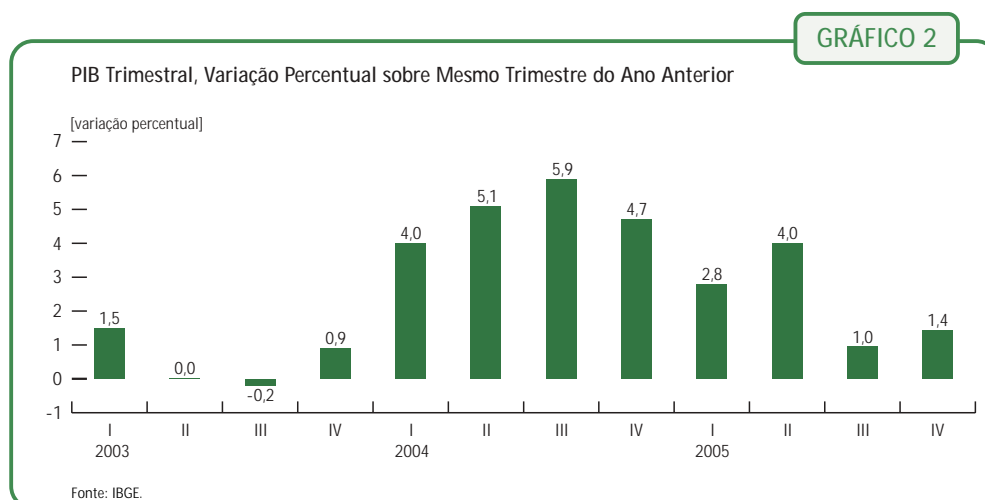
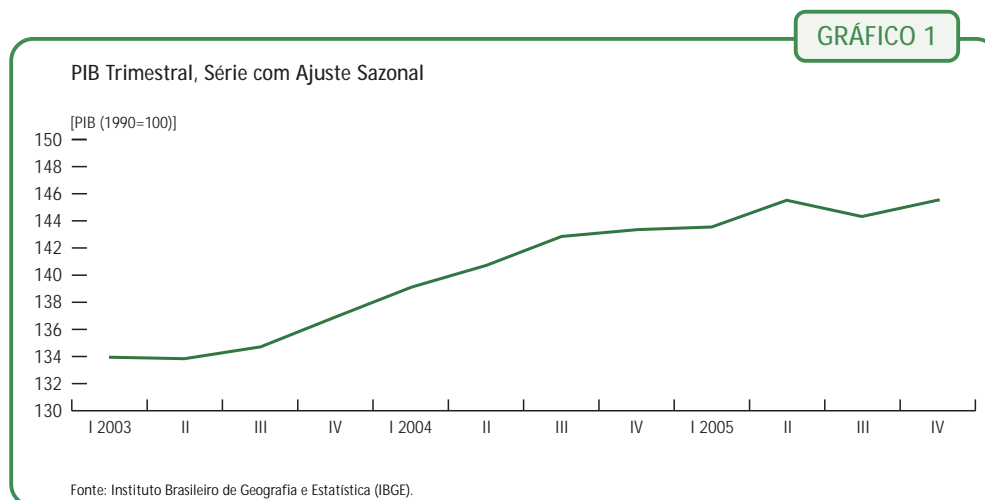


GRÁFICO 3

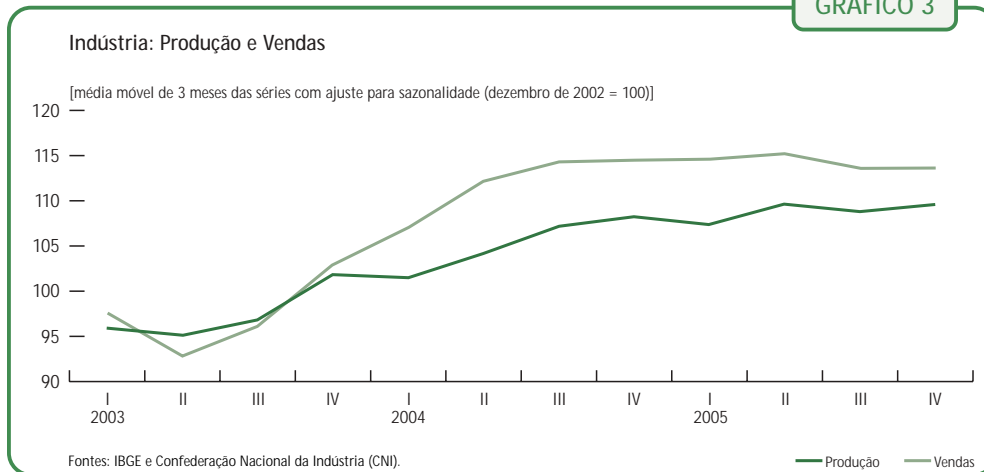
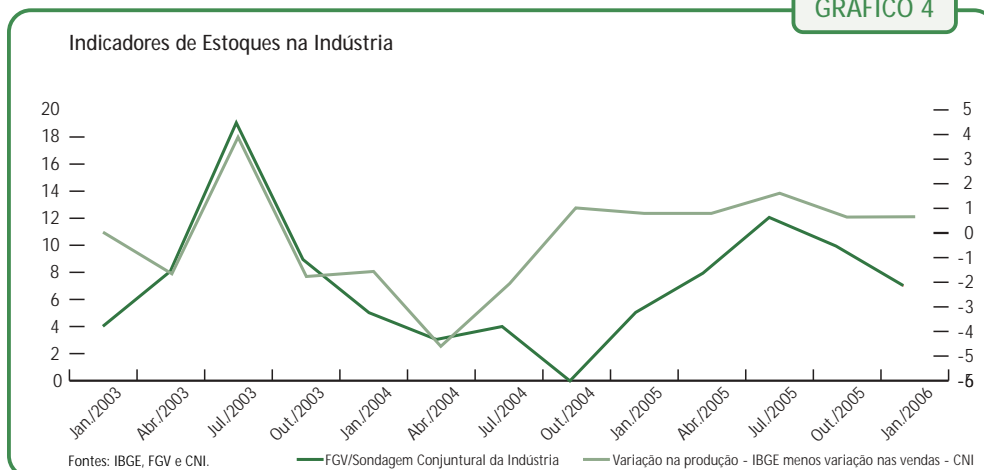


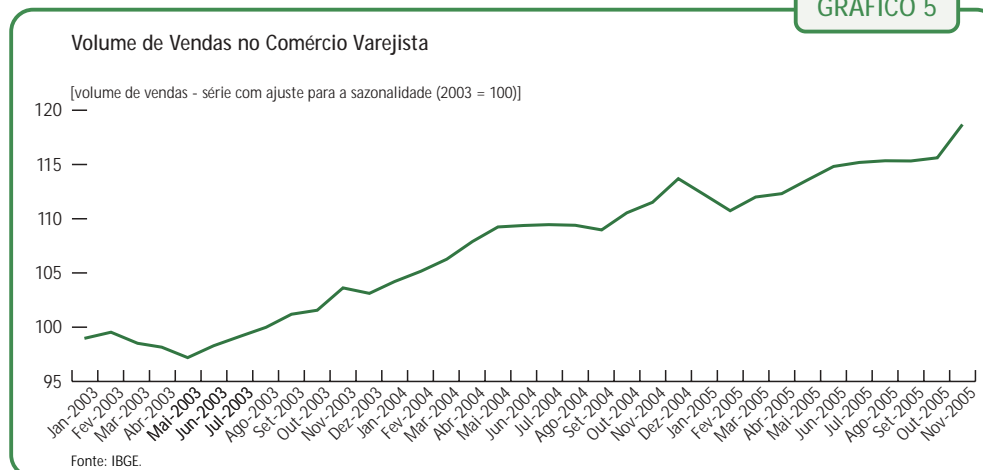
GRÁFICO 4



semestre de 2003, redução no segundo semestre de 2003 e primeiro de 2004, novo acúmulo no segundo semestre de 2004 e primeiro de 2005 e, finalmente, nova redução no final de 2005. A observação do que se passou com os estoques ajuda a explicar o comportamento da produção industrial e do PIB: a acumulação de estoques ocorrida de meados de 2004 a meados de 2005 seria parte da explicação da pior *performance* da economia em 2005, ao lado da elevação da taxa de juros básica a partir de setembro de 2004 e do esgotamento da folga na capacidade de produção.

Enquanto as vendas da indústria praticamente se estabilizaram entre 2004 e 2005, as do comércio varejista mantiveram tendência de crescimento durante os mesmos anos (Gráfico 5). A continuidade do crescimento do setor em 2005 parece

GRÁFICO 5

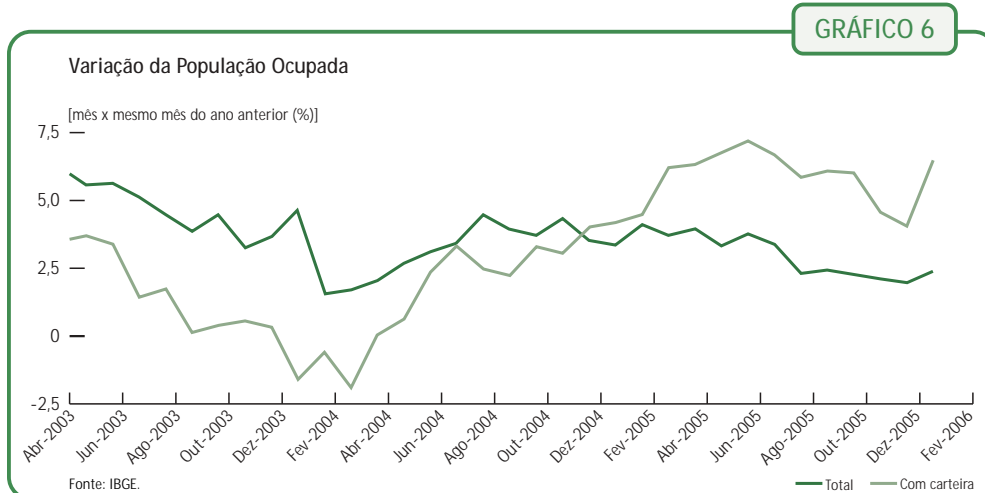


ter sido possível pelo aumento do crédito e pelo crescimento das importações. Comparando-se o último trimestre do ano com o último do ano anterior, verifica-se que as operações de crédito com recursos livres, contabilizadas pelo Banco Central (Bacen), cresceram, deflacionadas pelo Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), 17% em 2004 e 18% em 2005. Já as importações medidas em quantidade de bens de consumo duráveis (*quantum*) cresceram 42% em 2004 e 54% em 2005. O *quantum* de importações de bens de consumo não-duráveis, embora com taxas menores, também apresentou aumento significativo nos dois anos, na mesma comparação: 7% em 2004 e 9% em 2005.

Finalmente, sobre o nível de atividade, merece destaque a recuperação da taxa de investimento em 2004 e 2005, quando ela atingiu, respectivamente, 19,6% e 19,9% do PIB, a preços correntes,<sup>4</sup> depois do nível especialmente baixo de 17,8% em 2003.

## 2.2 Emprego

Os anos de 2004 e 2005 apresentaram queda na taxa de desemprego, conforme será apresentado no Capítulo 5, que trata do desempenho recente do mercado de trabalho brasileiro. Segundo dados da Pesquisa Mensal de Emprego (PME) do IBGE, a taxa média anual de desemprego caiu de 12,3% em 2003 para 9,8% em 2005, enquanto a população ocupada cresceu 3,2% em 2004 e 3,0% em 2005. O crescimento da população ocupada com carteira de trabalho assinada foi inferior à média em 2004, quando cresceu 1,9%, e bem superior a ela em 2005, quando aumentou 5,9% (Gráfico 6).



## 2.3 Balança Comercial

Os últimos anos têm se caracterizado por forte crescimento do saldo da balança comercial. Desde 2002, o saldo cresceu cerca de US\$ 10 bilhões por ano e atingiu US\$ 44,8 bilhões em 2005, ante US\$ 24,8 bilhões em 2003 (ver Bacen). O Gráfico 7 ilustra que esse crescimento se deu com o aumento simultâneo das exportações e, em menor grau, das importações, de modo que a corrente de comércio (soma das exportações e importações) alcançou, em 2005, a cifra de US\$ 192 bilhões, depois de ter flutuado em torno de US\$ 100 bilhões entre 1995 e 2002. A Tabela 1 mostra que o crescimento das exportações e das importações se deu por efeito do aumento dos preços e das quantidades, com predomínio das quantidades em 2004 e dos preços em 2005. É importante notar que as importações teriam crescido

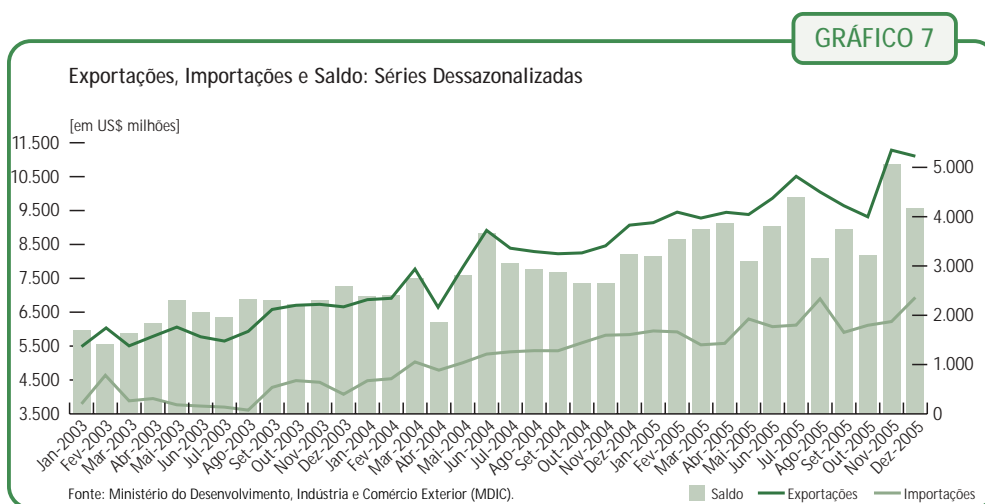




TABELA 1  
Preço e *Quantum* das Exportações e Importações

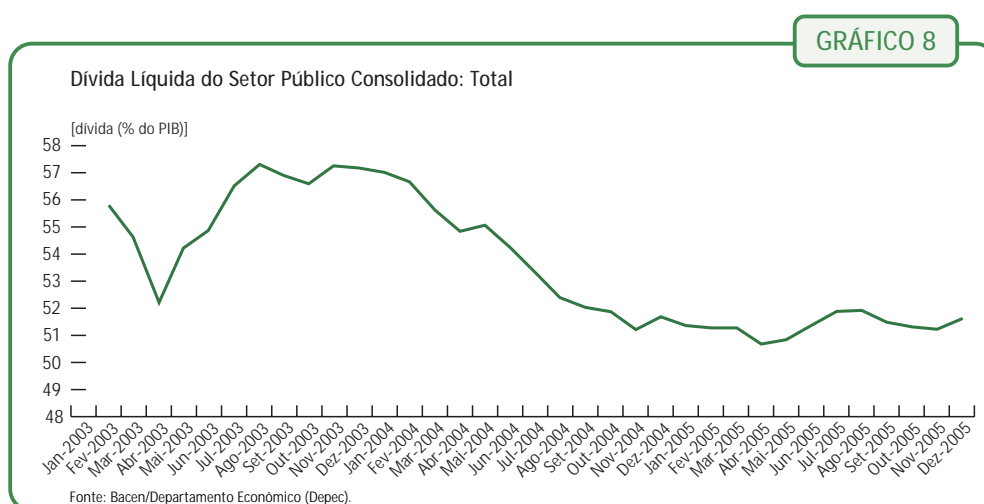
Ano	Variação (%)			
	Importações		Exportações	
	Preços	<i>Quantum</i>	Preços	<i>Quantum</i>
2002	-3,3	-12,2	-4,5	8,6
2003	6,1	-3,7	4,6	15,7
2004	10,1	18,1	10,8	19,2
2005	11,2	5,4	12,2	9,3

Fonte: Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior (Funcex).

mais, não fosse a imposição do Programa de Integração Social (PIS)/Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social (Cofins) sobre os importados desde o início de 2004, o que acabou atuando como aumento de proteção tarifária e servindo para reforçar o superávit comercial.

## 2.4 Evolução Fiscal

Nos anos de 2004 e 2005, a principal *variável-alvo* fiscal continuou a ser a dívida líquida total do setor público, e a principal variável de controle, o superávit primário. Este seguiu trajetória ascendente, chegando a 4,8% do PIB em 2005. A relação dívida/PIB transitou do patamar de 57% no segundo semestre de 2003, para 51,5%, patamar em que se manteve ao longo de 2005 (Gráfico 8). Apesar do crescimento do superávit primário e da queda na relação dívida/PIB, houve forte expansão das despesas do governo. O gasto primário real do Governo Central



cresceu 7,1% em 2004 e 10,2% em 2005,<sup>5</sup> financiado pelo aumento da carga tributária, que passou de 23,8% para 25,3% do PIB no mesmo período.

### 3. A NECESSIDADE DE PRESERVAR A ESTABILIDADE

A combinação de alta inflação com baixo crescimento do PIB *per capita*, que vigorou no país entre o final da década de 1970 e meados da década de 1990, gerou a convicção de que a inflação é um processo extremamente nocivo para o funcionamento da economia. O baixo crescimento desses anos não foi ocasionado exclusivamente pela aceleração da inflação, mas, sem dúvida, também pela incerteza sobre a estrutura futura de preços relativos que a alta inflação provoca, afetando negativamente as decisões de investimento e, por conseqüência, a expansão da produção.

Após a substancial redução da inflação a partir do segundo semestre de 1994, esperava-se que a economia conseguisse retomar uma trajetória de crescimento acelerado com inflação controlada. Mas isso não ocorreu, embora o desempenho econômico tenha sido superior ao do período de alta inflação. O fato é que a limitada expansão do produto gerou insatisfação, provocando um debate sobre os determinantes do crescimento.

Na edição anterior desta série, discutiram-se tanto os condicionantes do crescimento sustentado quanto as explicações para o desempenho aquém do esperado no período recente. Apresentaram-se ali algumas das reformas necessárias para permitir que a economia brasileira retome a trajetória de crescimento sustentado. A baixa inflação foi colocada como uma condição necessária para a criação de um ambiente macroeconômico adequado ao crescimento, mas deixou-se claro que essa não é uma condição suficiente para acelerar a taxa de crescimento de longo prazo da economia.

Como resultado da insatisfação com o crescimento do período recente, surgiram outros argumentos para explicar o desempenho do PIB brasileiro. Um deles é que a busca de taxas de inflação muito baixas afetou negativamente a dinâmica do crescimento da economia brasileira. Mais precisamente, defende-se que o ciclo de aperto monetário iniciado em setembro de 2004, ao buscar atingir taxas de inflação muito baixas tanto em termos internacionais como em relação a características da economia brasileira, teria comprometido o desempenho econômico. A pergunta fundamental para verificar esse argumento é: as taxas de inflação no Brasil têm sido mesmo muito baixas quando comparadas a outras economias?

A comparação com os dados internacionais mostra que a inflação brasileira não é baixa, particularmente nesta década. Pelo contrário, ela poderia ser considerada

alta quando comparada com a média mundial, e até com as médias de grupos de países em desenvolvimento, como as taxas de inflação observadas na América Latina, por exemplo.

A Tabela 2 apresenta as médias de inflação para quinquênios dos últimos 25 anos. A queda da inflação anual no mundo tem sido generalizada, inclusive nos países industrializados, mas também, e principalmente, nos países em desenvolvimento, cujas economias podem ser mais apropriadamente comparadas com a brasileira. Esse desempenho foi motivado, especialmente, pela estabilização das economias latino-americanas no período.

Comparar a inflação brasileira com as das economias latino-americanas é pertinente, não apenas porque compartilham graus de desenvolvimento semelhantes, como também porque estão sujeitas aos mesmos choques externos de preços de *commodities* e de fluxos de capitais que afetam o comportamento da inflação via taxa de câmbio e mudanças na demanda doméstica. A Tabela 3 mostra o comportamento da inflação em 17 países latino-americanos, inclusive o Brasil, em anos selecionados dos últimos 25 anos. Os países foram agrupados por faixas de acordo com as taxas anuais de inflação: taxas menores do que 3%; entre 3% e 5%; entre 5% e 10%; entre 10% e 20%; e mais de 20%.

Os dados revelam que houve redução sistemática e generalizada da inflação na região. Entre 1980 e 1995, verifica-se que em média 14,5 países do total de 17 apresentavam taxas de inflação superiores a 10% ao ano (a.a.). Entre 2000 e

TABELA 2  
Evolução das Taxas Anuais de Inflação

	Grupos de países da economia mundial – médias em períodos selecionados						
	1980-1984	1985-1989	1990-1994	1995-1999	2000-2004	2005	2006 <sup>a</sup>
Mundo	14,1	15,5	30,4	8,4	3,8	3,8	3,8
Países desenvolvidos	8,7	3,9	3,8	2,0	1,9	2,3	2,3
Países em desenvolvimento	31,4	48,0	53,2	13,1	6,3	5,4	5,4
África	16,8	17,9	39,8	20,6	10,6	8,5	9,1
Ásia	9,0	11,5	10,5	7,3	2,7	3,6	3,9
Países da Europa Central e do Leste	20,8	31,6	84,5	36,5	14,4	4,8	4,1
Comunidade de Estados Independentes (CIS) e Mongólia	2,8	1,4	383,9	66,8	16,1	12,3	10,4
América Latina	82,4	185,9	232,6	17,2	7,7	6,6	5,8

Fonte: Base de dados do World Economic Outlook do FMI.

<sup>a</sup> Projeção.

TABELA 3  
Número de Países por Faixa de Inflação

	17 países latino-americanos – anos selecionados 1980-2005						
	1980	1985	1990	1995	2000	2004	2005
Inflação ≤ 3	0	1	1	2	2	4	2
3 < Inflação ≤ 5	0	1	0	0	4	2	7
5 < Inflação ≤ 10	2	1	0	2	7	9	3
10 < Inflação ≤ 20	6	1	2	6	3	2	5
Inflação > 20	9	13	14	7	1	0	0

Fonte: Comissão Econômica para a América Latina e o Caribe (Cepal).

Obs.: Os países considerados são: Argentina, Bolívia, Brasil, Chile, Colômbia, Costa Rica, Equador, El Salvador, Guatemala, Honduras, México, Nicarágua, Panamá, Paraguai, Peru, Uruguai e Venezuela.

2004, apenas 3,5 tiveram faixa no mesmo patamar, sendo que em 2004 e 2005 nenhum deles experimentou inflação superior a 20%. Em 2005, 9 dos 17 países apresentaram taxa de inflação inferior a 5%, mas também houve, como resultado do choque de preços internacionais, um crescimento do número de países com inflação entre 10% e 20%.

Apesar de terem em comum a alta inflação, os países latino-americanos apresentam comportamento muito heterogêneo. Por isso, pode ser importante observar diferentes grupos de países latino-americanos, destacando-se algumas características que os aproximam do Brasil. A Tabela 4 apresenta o comportamento da inflação e do crescimento nos últimos dez anos para o conjunto de países latino-americanos analisados, para aqueles países com renda *per capita* semelhante à do Brasil e para o grupo de países que implementaram o sistema de metas de inflação no período recente.

Os países da América Latina, à exceção de Venezuela, Argentina e Brasil, conseguiram reduzir a inflação de um patamar próximo a 20% a.a., em 1996, para taxas médias inferiores a 5% nos últimos quatro anos.

Os países de renda *per capita* semelhante à do Brasil apresentaram inflação superior à brasileira entre 1996 e 2000, mas, no período posterior, reduziram sua inflação para um patamar médio inferior a 5% a.a. e inferior à brasileira. A desaceleração norte-americana afetou seu crescimento em 2001 e 2002, mas nos últimos anos eles conseguiram associar inflação sob controle com recuperação do crescimento econômico.<sup>6</sup> Os países que adotaram o sistema de metas de inflação em anos recentes tiveram *performance* melhor tanto em termos de inflação quanto de crescimento nos últimos cinco anos.

A conclusão a que se chega dessa comparação é que a inflação brasileira foi relativamente baixa no final dos anos 1990 e começo da década atual, mas que,

TABELA 4  
América Latina: Inflação e Crescimento

	Grupos de países da região sem o Brasil comparados ao Brasil									
	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Países da América Latina sem Venezuela e Argentina <sup>a</sup>										
Inflação	20,3	13,5	11,9	11,1	15,8	5,5	3,7	4,6	5,2	4,3
Crescimento	4,6	6,1	4,0	2,1	5,2	0,6	1,2	2,3	4,6	3,7
Países com renda <i>per capita</i> semelhante ao Brasil <sup>b</sup>										
Inflação	24,0	13,9	16,2	10,7	8,2	4,3	5,4	3,7	5,0	3,4
Crescimento	5,3	6,7	4,9	3,4	6,2	0,4	1,0	1,9	4,5	3,4
Países com sistema de metas de inflação em 2005 <sup>c</sup>										
Inflação	25,7	16,2	17,6	11,0	9,0	5,1	6,0	4,7	5,5	3,7
Crescimento	4,8	6,4	3,9	2,3	5,8	0,5	1,3	2,1	4,4	3,7
Brasil										
Inflação	9,6	5,2	1,7	8,9	6,0	7,7	12,5	9,3	7,6	5,6
Crescimento	2,7	3,3	0,1	0,8	4,4	1,3	1,9	0,5	4,9	2,5

Fonte: Cepal.

Notas: Médias ponderadas de taxas de inflação e crescimento por grupos de países. Seguindo o critério da Cepal, as taxas de inflação são ponderadas pela população e as taxas de crescimento, pela participação do PIB de cada país (em dólares constantes) no total do grupo, de acordo com as cifras calculadas pela própria Cepal.

<sup>a</sup> Os países são: Bolívia, Brasil, Chile, Colômbia, Costa Rica, Equador, El Salvador, Guatemala, Honduras, México, Nicarágua, Panamá, Paraguai, Peru e Uruguai. Não foram consideradas nem a Argentina nem a Venezuela por terem sofrido nos últimos anos fortes processos de instabilidade econômica e política.

<sup>b</sup> Os países com renda *per capita* semelhante à do Brasil – entre US\$ 3,000 e US\$ 5,500 a.a. na média do período 1996-2004 – são: Chile, Costa Rica, México e Panamá.

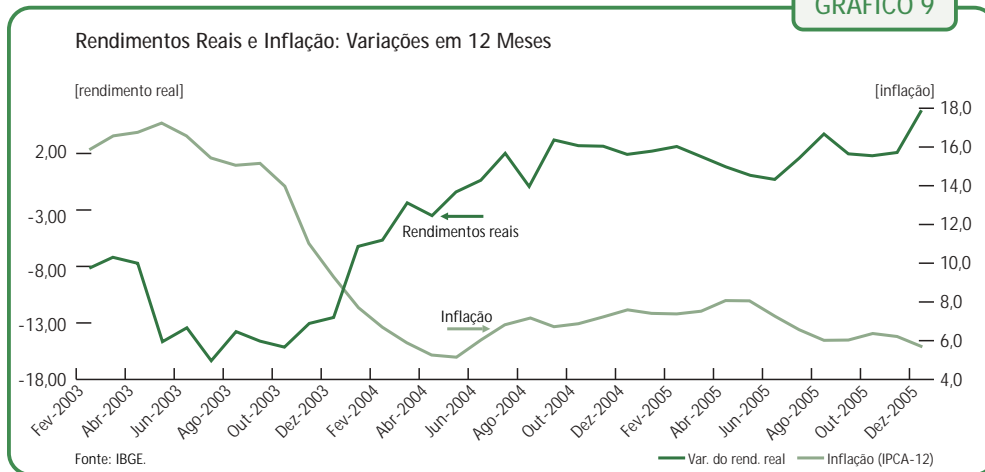
<sup>c</sup> Os países com sistemas de metas em 2005 são: Chile, Colômbia, México e Peru.

a partir de 2001-2002, sofreu aceleração, sendo hoje relativamente alta *vis-à-vis* os países da América Latina com renda semelhante e aqueles que implementaram o sistema de metas de inflação. Em suma, a evidência empírica indica que o Brasil teve, no período 2001-2004, inflação relativamente alta em termos internacionais, mesmo se comparada à média do período 1996-2000. Isso revela que os últimos anos não pareciam ser o momento adequado para que a política econômica descuidasse do controle da inflação.

Além disso, a estabilidade monetária é importante para o crescimento econômico e para a melhora dos rendimentos reais da população. Países com desequilíbrios macroeconômicos que resultam em alta inflação por períodos prolongados terminam crescendo menos e, o que é pior, deteriorando o poder de compra dos salários.

No Gráfico 9 pode ser observada a relação inversa entre inflação e rendimentos reais na economia brasileira entre 2003 e 2005. A aceleração da inflação

GRÁFICO 9



no final de 2002 deprimiu a atividade econômica e deteriorou os rendimentos reais da população brasileira. Em 2003 foram verificadas quedas significativas do rendimento real das pessoas ocupadas. Somente a redução das taxas anuais de inflação, no início de 2004, permitiu a diminuição da deterioração do poder de compra dos rendimentos. No final de 2004, a aceleração da variação anual dos preços voltou a corroer os rendimentos reais da população, que só se recuperaram após o controle da inflação na segunda metade de 2005.

A sociedade brasileira quer maior crescimento, mas não a perda do controle da inflação. Para lograr esse controle, a política monetária é o principal instrumento. Seu papel não é acelerar o crescimento permitindo uma inflação maior, mas cuidar da estabilidade de preços minimizando as flutuações do nível de produto. Para isso, a política monetária deve manter a **demanda agregada** em torno da oferta ou produto potencial da economia, evitando pressões inflacionárias ou excessiva desocupação.

#### 4. O PAPEL DA POLÍTICA MONETÁRIA EM PERSPECTIVA

Na discussão sobre a política monetária e seu papel no crescimento da economia brasileira, faz-se necessário considerar três conjuntos de questões. Em primeiro lugar, quais seriam as conseqüências para a economia brasileira de uma eventual troca de maior crescimento por menor rigidez da política monetária no combate à inflação. Em segundo, dado que qualquer economia precisa de uma política monetária que cuide da estabilidade, é pertinente debater se o sistema de metas de inflação é um sistema adequado ou não para o Brasil e se seria possível identificar alternativas para a condução da política monetária. Por fim, é preciso

Demanda agregada é a procura total por todos os bens e serviços, e tem seu comportamento influenciado também por variáveis agregadas – ou gerais – da economia, como nível geral de preços, taxa de juros e taxa de câmbio. Assim, a microeconomia estuda o comportamento do consumidor, das empresas e dos mercados, preocupando-se com a demanda (ou procura) por um produto, a partir de variáveis como renda e preço. Seu análogo na macroeconomia – em que se estudam as variáveis econômicas relativas a um país, como inflação, PIB e balanço de pagamentos – é a demanda agregada.

identificar quais são os problemas da implementação do sistema de metas no Brasil e que dilemas deveriam ser enfrentados para melhorar a combinação de políticas macroeconômicas no país.

As conseqüências de curto e médio prazo de relaxar a política monetária raramente são explicitadas com clareza. No curto prazo, é provável que a economia experimente maior crescimento, mas logo acompanhado de maiores taxas de inflação. É legítimo pensar que maior crescimento é capaz de compensar perdas de renda real dos trabalhadores e de bem-estar da população resultantes da maior inflação. Mas se isso pode ser legítimo para o curto prazo, não o é para o longo prazo.

A teoria macroeconômica moderna dá evidências de que não há possibilidades de se lograr em caráter permanente aumentos da taxa de crescimento da economia como contrapartida de uma postura mais flexível em relação à inflação. Não há uma relação de longo prazo, positiva e estável, entre crescimento e inflação. Portanto, trocar no curto prazo maior crescimento por maior inflação não implica que essa relação se mantenha no longo prazo. E o mais grave: os custos para se retornar ao mesmo patamar inflacionário podem ser tão elevados a ponto de comprometer os ganhos obtidos no curto prazo.

Dada a impossibilidade de se realizar de forma perene um intercâmbio entre inflação e crescimento, a moderna política monetária tem se centrado em cuidar da estabilidade de preços. E isso conduz ao segundo ponto: há possibilidades de arranjos monetários alternativos ao atual sistema de metas de inflação vigente no país? Há alternativas melhores para se alcançar a estabilidade de preços no Brasil? Se há, elas são adequadas às instituições e peculiaridades do país?

O balanço da experiência da implementação de metas no Brasil não parece ser negativo do ponto de vista do controle inflacionário. O sistema conseguiu controlar a inflação após a desvalorização de 1999, levando-a a 6% a.a. em dezembro de 2000. Depois disso, o Brasil enfrentou dois anos consecutivos de desvalorizações e forte volatilidade cambial que terminaram por reacelerar a inflação. Ainda assim, o sistema de metas conseguiu reduzir a taxa de inflação de 17% a.a., em abril de 2003, para uma taxa de 5,6% nos 12 meses que terminaram em dezembro de 2005. De fato, isso afetou o ritmo de crescimento de curto prazo da economia brasileira, mas qualquer política monetária teria produzido efeito semelhante na tentativa de controlar a inflação. Vale notar também que foi o sucesso inicial do combate à inflação no primeiro semestre de 2003 que abriu caminho para o forte crescimento de 2004 – o mais elevado em dez anos.

O terceiro conjunto de questões refere-se aos problemas da implementação do sistema de metas no Brasil, e a como melhorar a combinação macroeconômica

atual de maneira a manter uma inflação baixa e permitir maior taxa de investimento na economia. Aqui parece central a promoção de um ajuste fiscal que permita a redução da carga tributária, a redução dos gastos correntes e o aumento do investimento público em infra-estrutura e na ampliação da capacidade produtiva do país.

Com o objetivo de refletir sobre esses pontos, são discutidos nas próximas subseções os efeitos da política monetária no longo prazo, as relações entre inflação e crescimento e as dificuldades que as inflações moderadas impõem à administração macroeconômica. Na seção subsequente, apresentam-se algumas características da moderna política monetária, em particular a idéia de que ela deve se apoiar em mecanismos que limitem as possibilidades e os incentivos dos bancos centrais para aumentar o produto no curto prazo à custa de maior inflação. Ali se discutirão também as vantagens e desvantagens de outras âncoras nominais para estabilizar os preços e evitar uma excessiva volatilidade do produto. A sexta seção se ocupa de mostrar o desempenho e alguns dos dilemas do sistema de metas de inflação no Brasil. Como conclusão e em retomada à discussão realizada na edição de 2005 desta série, enfatiza-se a necessidade de promoção do ajuste fiscal de longo prazo para que seja afastado o risco inflacionário implícito na atual situação fiscal.

#### 4.1 Os Efeitos de Longo Prazo da Política Monetária

Acreditava-se, nos anos 1950 e 1960, que a política monetária podia manter o produto e o emprego próximos do seus níveis de plena utilização. Entendia-se que existia uma relação de longo prazo negativa entre inflação e desemprego, conhecida como curva de Phillips, que permitia obter maior nível de atividade (ou menor nível de desemprego) ao custo de um aumento da inflação. Achava-se assim que, por meio da política monetária, era possível escolher uma combinação entre inflação e emprego de modo a estabilizar a economia nessa posição de forma permanente.

Naquela mesma época, nos países da América Latina, o pensamento estruturalista ou desenvolvimentista aceitava a idéia de que havia uma relação positiva entre crescimento econômico e inflação. Mas não apenas isso: julgava-se que a inflação podia ser benéfica para o crescimento, porque reduzia o consumo, e com isso, podia aumentar a taxa de poupança na economia.<sup>7</sup>

A partir de meados da década de 1970, as políticas monetárias ativas dos anos 1950 e 1960 começaram a mostrar dificuldade crescente em conciliar crescimento com controle da inflação. O baixo crescimento e a inflação moderada nos



países desenvolvidos de um lado e, de outro, o baixo crescimento e a alta inflação nos países em desenvolvimento mudaram o pensamento dos formuladores da política monetária sobre a relação entre inflação e crescimento.

Inicialmente continuou sendo admitido ser possível estimular a economia e o emprego, mas exclusivamente no curto prazo. Uma expansão não esperada da política monetária podia aumentar alguns preços e margens de lucros, especialmente pelo fato de os salários e os preços fixados por contratos não se ajustarem automaticamente. Esse aumento das margens de lucros de algumas empresas na economia permitiria estimular o emprego e a produção. Mas, posteriormente, o aumento da inflação provocaria uma revisão dos salários e dos preços de bens e serviços pautados por contratos, com ajustes espaçados, porém regulares. À medida que salários e preços-chave, como os dos insumos básicos, fossem sendo ajustados à nova realidade da inflação, as margens de lucro das empresas voltariam à normalidade e os estímulos para maiores volumes de emprego e de produção tenderiam a desaparecer. O drama é que nesse processo, contudo, se consolidaria na economia uma taxa de inflação mais elevada.

No longo prazo, a expansão monetária afetaria somente a inflação, deixando a taxa de crescimento do produto em níveis semelhantes aos existentes antes do relaxamento da política monetária. Nessa visão, não há possibilidade de uma relação positiva entre política monetária e crescimento econômico no longo prazo.<sup>8</sup> Assim, uma política monetária ativa provocaria maior inflação sem produzir ganhos de longo prazo nem para maior crescimento, nem para menor desemprego. Foi justamente essa percepção dos resultados de longo prazo que acarretou o gradual abandono das políticas monetárias ativas entre as autoridades monetárias.

Mais recentemente, tem havido questionamentos sobre a potência da política monetária em expandir o produto também no curto prazo. O argumento é que tentativas sistemáticas de expansão do produto via aumento da inflação levariam a sociedade a adotar atitudes defensivas, tais como encurtamento dos contratos e mudanças no processo de fixação de preços e salários. Nesse contexto, qualquer tentativa de relaxamento da política monetária por parte da autoridade monetária central seria percebida como política expansionista acionando o gatilho de reajustes de preços já no curto prazo.<sup>9</sup>

Em síntese, a moderna política monetária é muito cautelosa sobre as possibilidades de afetar a atividade econômica de forma sistemática e no longo prazo. A compreensão do que a política monetária pode ou não pode fazer tem levado os bancos centrais a se concentrarem na estabilidade de preços como o objetivo primordial, particularmente no longo prazo.

## 4.2 As Relações entre Inflação e Crescimento no Longo Prazo

A Tabela 5 apresenta as taxas médias de crescimento e inflação para três grupos de países em três intervalos do período 1965-1990. Os intervalos foram escolhidos porque representam diferentes momentos da economia mundial. A tabela, ao contrário do que se imagina, destaca algumas evidências da associação inversa entre inflação e crescimento. A inflação é menor nos países asiáticos, que têm as maiores taxas de crescimento. A partir da análise dos dados da Tabela 5, faz-se necessário enfatizar que as taxas de inflação se moveram no sentido inverso ao crescimento econômico ao longo dos períodos, o que poderia indicar uma relação inversa e não direta entre crescimento e inflação. O aumento da inflação parece ter contribuído para a deterioração do desempenho macroeconômico da América Latina e da África.

Nos estudos empíricos dos determinantes do crescimento não há nenhuma evidência de relação positiva entre inflação e crescimento<sup>10</sup> no longo prazo. O que foi identificado é que, no curto prazo, inflação e crescimento podem aparecer – embora nem sempre apareçam – positivamente correlacionados, na fase ascendente do ciclo econômico. No longo prazo essa relação positiva jamais foi verificada para países de alta inflação ou para casos de hiperinflação. Para países com taxas baixas ou moderadas, os estudos não conseguiram identificar qualquer tipo de relação entre inflação e crescimento. Em parte, isso pode ocorrer porque choques de oferta podem mover simultaneamente inflação e crescimento em direções opostas: uma abrupta redução de oferta reduziria o crescimento e aumentaria a inflação; na situação inversa, aumentaria o crescimento e reduziria a inflação, mascarando os efeitos distorcíveis da baixa inflação e dificultando a identificação de uma relação estável.

TABELA 5  
Inflação e Crescimento Econômico  
[em %]

	Períodos selecionados e grupos de países								
	África			Ásia			América Latina		
	1965- 1973	1973- 1980	1980- 1990	1965- 1973	1973- 1980	1980- 1990	1965- 1973	1973- 1980	1980- 1990
Crescimento do PIB	3,7	3,4	2,1	5,8	5,8	6,9	6,0	5,0	1,1
Crescimento do PIB <i>per capita</i>	1,1	0,4	-1,0	3,2	3,7	4,9	3,3	2,5	-0,9
Taxas de inflação	5,2	15,8	18,9	14,8	8,9	6,9	22,0	53,0	249,0

Fonte: Banco Mundial, extraído de Fischer (1993).

A evidência de associação negativa entre altas taxas de inflação e crescimento deixa em aberto o problema de causalidade. No entanto, evidências adicionais discutidas na literatura indicam que a causalidade dessa associação parece ir no sentido da inflação para o crescimento, como resultado dos efeitos distorcivos da alta inflação e da alta variabilidade de preços relativos associada ao aumento da inflação sobre o crescimento.

Apesar de alguns modelos teóricos darem margem a efeitos positivos da inflação sobre o investimento,<sup>11</sup> as modernas discussões da relação entre moeda, investimento e crescimento enfatizam que a inflação atua como um imposto que reduz a disponibilidade de fundos para investimentos, diminuindo, portanto, o crescimento da economia.<sup>12</sup>

A incerteza sobre o nível futuro da inflação tende a ser maior em países com inflações moderadas ou altas.<sup>13</sup> E isso tem impacto nos juros nominais da economia, pois, para compensar os investidores pelo risco decorrente da aceleração inflacionária, os juros nominais tenderão a incluir um prêmio por esse risco.<sup>14</sup> Como a incerteza sobre o nível futuro da inflação eleva os juros nominais, esse processo tende também a aumentar os juros reais (diferença entre juros nominais e inflação esperada), o que reduz a atividade econômica e o bem-estar da população.

A idéia por trás desse argumento é que, no caso dos processos inflacionários crônicos, há aumento da incerteza quanto aos ganhos futuros, o que termina por reduzir o nível de investimento da economia. Além disso, níveis elevados de inflação desorganizam os preços relativos,<sup>15</sup> com efeitos deletérios em termos de contratos e horizonte de planejamento. Inflação alta limita as decisões de longo prazo, como o investimento produtivo ou as estratégias de diversificação de mercados e produtos. E ainda pode afetar o desenvolvimento tecnológico, comprometendo a capacidade de competição da economia, em especial em setores em que a maturação do investimento se dá em prazos mais longos.

Outra forma de a inflação afetar negativamente o investimento é por meio do financiamento. Ela reduz o volume de empréstimos bancários e a atividade do mercado de ações, por causa do aumento do risco e da dificuldade de projetar rendimentos futuros em um contexto de incerteza de preços relativos. A experiência dos países altamente inflacionários da América Latina ensina que a inflação também compromete o financiamento das empresas ao encurtar prazos dos contratos e instrumentos financeiros [ver Boyd, Levine e Smith (1996)].

### 4.3 Os Efeitos Negativos das Inflações Moderadas para o Funcionamento da Economia

Faz sentido sair de inflações baixas para inflações moderadas?<sup>16</sup> Conforme indicado antes, a inflação no mundo é baixa atualmente. A dos países desenvolvidos está caindo desde os anos 1980 e a dos latino-americanos desde os anos 1990. Qual é o sentido de relaxar o controle da inflação em um mundo de inflações baixas? Deve ficar claro que uma das conseqüências imediatas seria a perda de competitividade da economia brasileira *vis-à-vis* seus parceiros comerciais, o que afetaria o resultado da **conta corrente**, gerando pressões por desvalorização de nossa moeda. Isso provocaria pressão sobre os preços e realimentaria a inflação doméstica.

A maioria dos países que passou de inflações baixas para inflações moderadas o fez como resultado da perda de controle de sua economia, por choques externos – do petróleo, na década de 1970, por exemplo – ou por expansões monetárias resultantes de agudos problemas fiscais. Pelo fato de a aceleração da inflação não ter sido um processo completamente voluntário e por ser percebida como um produto negativo da perda de controle econômico, a maioria desses países buscou arduamente controlar a inflação.<sup>17</sup>

Uma questão central nesse debate é que as inflações moderadas têm efeitos nocivos sobre o funcionamento da economia. Primeiro, porque geram incertezas sobre o comportamento do nível e da estrutura de preços da economia. Segundo, porque a partir de uma inflação moderada os agentes tendem a criar mecanismos de indexação que aumentam a inércia do processo inflacionário, facilitando a transmissão de choques de oferta aos preços e reduzindo os impactos das políticas de controle da demanda agregada.

Em inflações moderadas e altas, a taxa de variação de preços torna-se mais sensível aos choques de oferta. Estes geram uma reação de ajustes de preços via indexação que a política monetária tem dificuldade de controlar mediante a demanda agregada. Esses fatores podem tornar a inflação mais instável e indeterminada, gerando incerteza sobre a inflação futura com seus efeitos prejudiciais sobre os juros nominais e as decisões de produção, investimento e emprego.

O custo em termos de emprego e produto da redução de uma inflação moderada é alto porque a fixação de salários e preços obedece a mecanismos de ajustes predefinidos e a demanda deve ser fortemente desaquecida para obrigar os agentes econômicos a revisarem os contratos e as expectativas. O alto desemprego resulta necessário para a redução dos reajustes salariais e do repasse da inflação passada para a inflação presente. Nesse contexto, *derrubar* a inflação é um processo prolongado e custoso, que exige perseverança da autoridade econômica e do governo.

Conta corrente ou transações correntes é uma das contas que compõem o balanço de pagamentos (ver glossário à página 25). Essa conta é a soma dos saldos de três outras contas: da balança comercial, que é o saldo líquido de exportações menos importações; da balança de serviços, que inclui o saldo de fretes, seguros, viagens internacionais, *royalties*, remessa de lucros e de juros e outros serviços; e de transferências unilaterais, que correspondem a uma conta composta por todas as doações e remessas de dinheiro do país – por exemplo, a remessa que um pai faz se seu filho está estudando no exterior – ou para o país – como o dinheiro que brasileiros que vivem no exterior enviam para suas famílias residentes no Brasil – não-relacionadas com operações comerciais ou de prestação de serviços.

### A Experiência Brasileira de Crescimento com Inflação entre 1950 e 1964

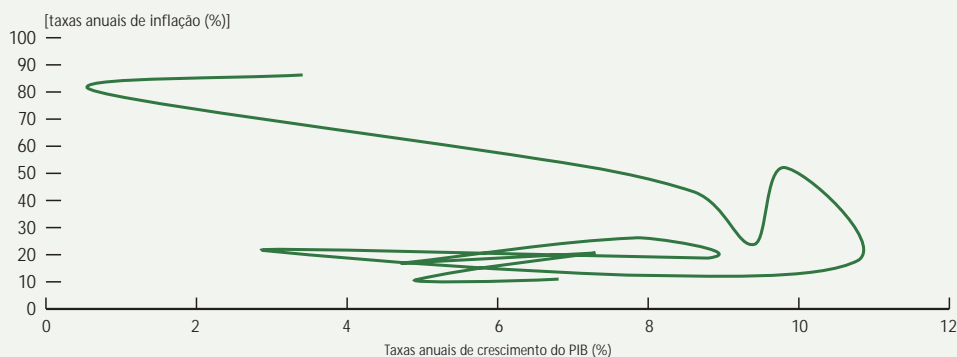
O Gráfico 10 apresenta as taxas de crescimento do PIB e as taxas de inflação da economia brasileira no período 1950-1964.

Em 1950-1951, as taxas de inflação estavam um pouco acima de 10% a.a., não muito distante dos níveis que vigoraram em 2002 e 2003. Entre 1950 e 1954, o crescimento da economia oscilou entre 5% e 8% a.a., com taxas de inflação oscilantes, porém crescentes. Pode-se observar no Gráfico 10 a dificuldade de manutenção de taxas de crescimento acima de 6% com inflação estável nesses anos. Um crescimento acima de 6% acelerava a inflação até a vizinhança dos 20% e obrigava a reduzir o ritmo de crescimento no ano seguinte para que se conseguisse diminuir parcialmente a inflação.

A capacidade produtiva acumulada permitiu crescer com redução da inflação até 1958, após o baixo crescimento de 1956. Mas a partir daquele ano, as tentativas de manter a economia crescendo a taxas elevadas, acima de 8% a.a. geraram aceleração da inflação. Esta passou de 20% a.a. até quase 90% em 1964. E o que é mais importante: essa aceleração da inflação foi acompanhada de redução sistemática das taxas de crescimento.

GRÁFICO 10

Taxas Anuais de Crescimento do PIB e da Inflação: IPC-RJ – 1950-1964



Fontes: IBGE/SCN e FGV.

O *trade-off* positivo e de curto prazo entre inflação e crescimento do início dos anos 1950 se transformou em uma associação negativa entre essas variáveis no período 1958-1964. A aceleração inflacionária pós-1958, resultante do relaxamento da política macroeconômica de curto prazo, contribuiu para a deterioração da trajetória de crescimento da economia.

O foco na taxa de crescimento da economia, sem o correto tratamento das pressões inflacionárias e sem uma política monetária adequada, pode terminar gerando aceleração da inflação e desorganização da economia, com efeitos negativos sobre a taxa de crescimento. A aparente associação positiva no curto prazo transforma-se em uma associação negativa e instável entre inflação e crescimento.

*Trade-off*: a expressão designa o custo que se incorre para se obter algum benefício, e pode ser usada para uma infinidade de situações em que indivíduos, empresas ou governos têm de tomar decisões. Assim, por exemplo, se um aluno deseja obter boas notas e com isso estar habilitado a receber um prêmio (um benefício), é necessário que ele deixe, pelo menos por algumas vezes, de assistir à TV, ir ao cinema, namorar etc., para ficar estudando (um custo).

A análise teórica e a experiência internacional tendem a indicar que a economia brasileira não encontrará um novo equilíbrio de longo prazo com maior crescimento econômico se relaxar a política monetária. O mais provável seria continuar com taxas de crescimento semelhantes às atuais e com uma inflação maior, mais persistente e de mais difícil controle. Não faz sentido, portanto, sair voluntariamente de um regime de baixa inflação para entrar em um regime de inflação moderada.

## 5. A NATUREZA DA MODERNA POLÍTICA MONETÁRIA

O objetivo da política macroeconômica de curto prazo é manter a estabilidade de preços e manter elevada a utilização de recursos da economia. Depois do surto inflacionário da década de 1970, os bancos centrais das maiores economias industriais têm tido sucesso em manter a inflação em patamares baixos e estáveis. A experiência mostra que o compromisso dos bancos centrais com objetivos macroeconômicos mais restritos, como a estabilidade de preços, permitiu lograr êxito, e que isso não implicou sacrifício permanente do crescimento; pelo contrário, criou condições para crescimento maior e mais estável na década de 1990 do que na década anterior [Woodford (2003)].

Apesar do consenso de que a autoridade monetária deve perseguir a estabilidade de preços, a questão de como a política monetária deve atuar para atingir esse objetivo ainda não foi completamente resolvida. Do ponto de vista conceitual, é unívoco que uma política monetária moderna deve estar disciplinada por regras ou âncoras nominais que ajudem a determinar o nível de preços de uma economia e que limitem o comportamento discricionário das autoridades monetárias.

Atualmente, na maioria dos países com a macroeconomia organizada, a política monetária é conduzida por algum tipo de regra. No caso brasileiro parece não haver convergência em torno desse ponto. Os críticos da idéia de se adotarem regras explícitas para a condução da política monetária temem que estas funcionem como travas à capacidade de maximização das possibilidades de crescimento do produto e de respostas a choques na economia. E é esse o tema que será debatido a seguir.

### 5.1 Âncoras Nominais: a Importância de uma Regra para a Condução da Política Monetária

Por que é necessário estabelecer regras ou âncoras nominais? O principal objetivo é reduzir o poder das autoridades monetárias, bem como a influência dos governos sobre sua gestão, limitando sua eventual preferência por perseguir políticas

expansionistas no curto prazo e aumentar o crescimento do produto e do emprego, mesmo que isso, como já foi visto, não produza expansão do crescimento e do emprego no longo prazo.<sup>18</sup> Se a autoridade (ou o governo) age dessa forma, os agentes econômicos percebem e a consequência é que a maior inflação no curto prazo passa a ser incorporada nas expectativas das empresas e dos trabalhadores, fazendo desaparecer os estímulos dessa expansão no médio prazo. As âncoras nominais servem, portanto, para limitar pressões para que o banco central persiga políticas monetárias excessivamente expansionistas.

Elas permitem também convencer os formadores de preços de que a autoridade monetária está efetivamente comprometida com a inflação baixa. Caso contrário, tenderão a pensar que o banco central escolherá um sacrifício menor da economia, com inflação maior para evitar o desemprego e maximizar o produto de curto prazo. Ao incorporarem essa possibilidade de inflação mais elevada em suas expectativas, os formadores de preços acabarão produzindo inflação mais elevada e a necessidade permanente de uma política mais restritiva do que aquela que poderia vigorar na ausência dessas expectativas.

Dessa forma, o papel das regras é permitir que as autoridades tenham um conjunto de princípios e critérios que orientem sua atuação de forma ordenada e previsível diante de circunstâncias cambiantes, de maneira a influenciar as expectativas e coordenar a formação de preços na economia. Ou seja, ao deixar explícito e de forma compreensível para o público o compromisso de seguir uma regra de política monetária, hoje e no futuro, as pessoas podem prever as ações futuras [Woodford (2003)]. À medida que a regra seja inteligível e as intenções futuras do banco central sejam conhecidas devido ao compromisso com a regra estabelecida, as autoridades podem influenciar as expectativas sobre o comportamento futuro das variáveis relevantes para a formação de preços hoje.

Quando existe a possibilidade de a autoridade monetária oscilar seu comportamento, o público se previne contra isso por meio da formação de expectativas de inflação maior. A consequência é que uma política sem regras terá sempre um custo maior para estabilizar a economia, seja porque para cada ação de política monetária os formadores de preços terão expectativas de inflação maiores, seja porque uma contração da política monetária será menos crível, fazendo com que a inflação decresça mais lentamente e com maior custo do produto.

## 5.2 Distintos Tipos de Regimes Monetários ou Âncoras Nominais

Existem diversas âncoras nominais para a condução da política monetária. Atualmente, identificam-se quatro tipos básicos de regimes monetários que são praticados

pelos bancos centrais: âncora cambial; metas monetárias; política monetária com âncora ou meta implícita; e metas inflacionárias. Veja-se a análise de cada tipo.

## Âncora Cambial: Vantagens e Desvantagens

A âncora cambial consiste em fixar a paridade da moeda doméstica à de um país de inflação baixa.<sup>19</sup> A fixação da paridade estabiliza os preços dos **bens comercializáveis** e isso afeta as expectativas e os custos na determinação dos preços dos **bens não-comercializáveis**. Se o nível da taxa de câmbio for percebido como crível, é possível fazer uma convergência da inflação doméstica para os níveis baixos de inflação do país âncora.

Essa é uma política apropriada para a estabilização de países que possuem altas taxas de inflação e indexação ao dólar. Essa política foi útil na década de 1990 para reduzir rapidamente a inflação em países em desenvolvimento, com inflações crônicas e altas, como o Brasil e a Argentina e, antes deles, Israel na década de 1980. Mas também foi utilizada em economias abertas, com grande proporção de bens comercializáveis na sua oferta e demanda agregada. Esse foi o caso da França e da Inglaterra que ataram suas moedas ao marco alemão na década de 1980 com o objetivo de forçar suas inflações domésticas para níveis próximos aos verificados na Alemanha quando da preparação da unificação monetária européia.

A *principal vantagem* dessa âncora é que ela proporciona uma regra automática para a política monetária: o compromisso de manter a paridade, o que implica que deve ser restritiva quando houver pressões para desvalorização e afrouxada quando existirem pressões para apreciação do câmbio – e que não pode ser utilizada para alcançar outros objetivos domésticos, como, por exemplo, para se obter ganhos de emprego no curto prazo.

A *principal desvantagem* é a propensão a ataques especulativos contra a paridade. A implementação da âncora cambial é freqüentemente seguida pela acumulação de déficits na conta corrente do **balanço de pagamentos**, resultantes da apreciação da taxa de câmbio real e da expansão do gasto doméstico, que pode ocorrer devido ao crescimento dos rendimentos reais que a redução da inflação provoca, da entrada de recursos externos, ou da antecipação de gastos futuros, se a paridade é percebida como temporária. O déficit em conta corrente afeta a credibilidade da âncora e estimula os ataques especulativos contra a taxa de câmbio. Para evitar o risco, a autoridade econômica deve atuar para diminuir o crescimento, evitando acumulação de desequilíbrio e assim reduzindo a possibilidade de ataque especulativo. Para atrair divisas e se contrapor à saída delas, os juros domésticos devem ser altos e maiores do que no país da moeda âncora.

Bens comercializáveis são os que podem ser transacionados no mercado internacional. Por isso, seus preços são fortemente afetados pelo câmbio, pelo preço internacional, pelo crescimento das economias e pela expansão do fluxo de comércio.

Bens não-comercializáveis são os que não podem ser objeto de comércio internacional, sendo influenciados apenas pela demanda e pela oferta domésticas na determinação de seus preços – quando não há poder de monopólio.

Balanço de pagamentos é o registro das transações dos residentes no país com os não-residentes. Seu resultado é a variação das reservas internacionais do país e dos haveres dos bancos em moeda estrangeira. Quando entra mais moeda estrangeira no país do que sai, há superávit no balanço de pagamentos e aumento nas reservas; na situação inversa, há déficit e as reservas caem. Um de seus principais subitens é a conta corrente, que representa a entrada ou saída de um bem, serviço ou fluxo de pagamento pela utilização de fatores de produção. É um fluxo financeiro que tem uma contrapartida real. Outro subitem importante é a conta de capital, que mostra transações envolvendo ativos e passivos, como no caso de investimentos e empréstimos. Nesse caso um fluxo financeiro não tem contrapartida real.



A experiência brasileira com a âncora cambial ilustra seus alcances e suas limitações. Após o Plano Real, a variação dos preços dos bens comercializáveis diminuiu rapidamente, mas a variação dos preços dos bens não-comercializáveis e dos salários apresentou convergência mais lenta para os níveis da inflação internacional, provocando apreciação da taxa de câmbio real. A acumulação de déficits em conta corrente e os desequilíbrios macroeconômicos tornaram a âncora sujeita a ataques especulativos, que foram freqüentes no período 1994-1998. Para evitar esses ataques, a economia experimentou taxas reais de juros muito elevadas.

## Metas Monetárias: Vantagens e Desvantagens

As metas monetárias, ou *âncora monetária*, consistem em fixar a taxa de variação de determinados **agregados monetários** com o propósito de controlar a quantidade de moeda na economia e, por meio disso, afetar a taxa de variação de preços. Nesse regime, a política monetária pode escolher objetivos inflacionários domésticos e levar em consideração as flutuações do produto.

Esse regime de política monetária enfrenta diversos problemas. O primeiro, de difícil resposta, refere-se à escolha do agregado monetário a ser controlado. A resposta não é óbvia porque o controle desses agregados é cada dia mais difícil em decorrência de inovações financeiras. Uma vez escolhido o agregado a ser controlado, há uma dificuldade adicional: a relação entre agregados monetários e inflação não é estável, o que pode tornar inócuo o controle do agregado para controlar a inflação e comprometer a definição das expectativas que entram na formação de preços. O público simplesmente não percebe os efeitos da política monetária sobre a inflação.

Por conta dessas limitações, o controle dos agregados monetários perdeu influência entre os bancos centrais. Nos países onde foi implantado com sucesso, como na Alemanha, na Suíça e, mais recentemente, pelo Banco Central Europeu (BCE), acredita-se que a atuação dos bancos centrais foi muito relevante, pois explicitaram ativamente sua atitude antiinflacionária, o que compensou as dificuldades de coordenação das expectativas que o regime apresenta.

## Âncora Nominal Implícita: Vantagens e Desvantagens

No debate sobre a política monetária no Brasil, existe a idéia de que trabalhar com uma âncora nominal implícita, como o faz o Federal Reserve dos Estados

Agregados monetários são medidas da riqueza financeira da economia. Como há tipos de moeda que têm diferentes graus de liquidez, definiram-se agregados correspondentes, ordenados de forma decrescente com a liquidez e abrangência. O agregado M1 mede o total de papel-moeda em poder do público somado aos depósitos à vista nos bancos comerciais. O M2 refere-se ao M1 + depósitos especiais remunerados + depósitos de poupança + títulos emitidos por instituições depositárias. O M3 é o M2 + quotas de fundos de renda fixa + operações compromissadas registradas no Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (Selic) – ver glossário à página 29. Por fim, o M4 é a soma do M3 com títulos públicos de alta liquidez.

Unidos (Fed) – o banco central norte-americano –, seria positivo, porque daria mais flexibilidade à condução da política monetária para levar em consideração as necessidades de crescimento econômico. Mas esse sistema não está livre de dificuldades, as quais só podem ser compensadas com alta reputação antiinflacionária do banco central ou dos seus dirigentes.

A grande dificuldade do regime é administrar as expectativas de inflação, particularmente quando um choque de oferta se propaga na economia, justamente por não ter uma âncora explícita. Isso se dá porque um choque de oferta gera uma pressão altista na formação de preços e a política monetária não tem uma resposta explícita sobre qual seria a nova taxa de inflação a ser perseguida após o choque de oferta. Nessa situação, a reação da política monetária em termos de controle da inflação e de retorno a trajetórias normais de variação de preços tende a depender da reputação do banco central e das autoridades monetárias.

Na década de 1990, a estratégia de uma âncora implícita funcionou bem nos Estados Unidos. Com efeito, houve uma forte expansão econômica com queda da inflação para 2% a.a. Mas é importante sublinhar que esta não é uma experiência facilmente replicável em qualquer economia, pois dependeu muito da reputação do Fed e do seu presidente, assim como dos ganhos de estabilização já conquistados na década anterior. Países com tradição de instabilidade econômica e com instituições monetárias sem reputação consolidada, como o Brasil, teriam grandes obstáculos para coordenar as expectativas de inflação com um sistema de metas nominais implícitas. No caso brasileiro, o público teria grandes dificuldades para identificar o nível da inflação de longo prazo com o qual deve operar a economia e as características da reação das autoridades monetárias ante a choques de ofertas.

## O Regime de Metas de Inflação

O regime de metas de inflação atua fundamentalmente por seu efeito sobre as expectativas dos agentes econômicos. Ele pode ser caracterizado por cinco elementos [Mishkin (1999)]:

- anúncio público de metas de médio prazo para a inflação, sem referências a outras âncoras nominais;
- compromisso institucional com a estabilidade de preços como objetivo primário do banco central;
- estratégia que inclua toda a informação possível para decidir sobre o instrumento de política monetária;

- transparência da estratégia de política monetária via comunicação acerca dos objetivos, planos e decisões da autoridade monetária com o público; e
- prestação de contas (*accountability*) do banco central em atingir as metas de inflação.

Hiato de produto é a diferença entre o PIB efetivo e o potencial. O PIB efetivo é a soma de toda a riqueza produzida pelo país e é calculado trimestralmente pelo IBGE. O produto potencial (ver a seguir) é uma variável não-observável, que representa o que seria produzido na hipótese de pleno emprego da capacidade produtiva de um país. Contudo, raramente o produto é idêntico ao potencial, e um dos objetivos da política econômica é aproximá-los.

O produto potencial é uma variável construída e por isso mesmo sua definição não é tema consensual entre economistas. A palavra potencial não representa um limite físico máximo para a capacidade produtiva de um país – este só seria relevante numa situação emergencial, como, por exemplo, em período de guerra – mas um limite além do qual há pressões de preços. De forma simplificada, produto potencial pode ser definido como a capacidade de oferta da economia com pleno emprego dos fatores de produção (capital e trabalho), sendo que o nível de pleno emprego será o máximo possível sem gerar pressões inflacionárias.

Perseguir objetivos relacionados exclusivamente à meta de inflação – não havendo, portanto, qualquer comprometimento com outras variáveis macroeconômicas como preços de ativos ou âncoras, notadamente a taxa de câmbio – não significa desconsiderá-los nas decisões de política monetária, mas tomá-los em conta apenas à medida que afetem a trajetória futura da inflação.

O banco central que persegue metas de inflação não pode ter metas de produto no curto prazo. Isso, entretanto, não implica desconsiderar toda e qualquer informação relevante, aí incluído o nível de produto e o hiato do produto, para definir a variação do instrumento de política monetária.

Além disso, a transparência é central para informar o público sobre o sentido de suas decisões e seu compromisso com a meta. Agindo assim, as autoridades monetárias buscam influir sobre as expectativas do público, reduzindo incertezas quanto à forma de agir do banco central.

Por fim, o compromisso institucional com a estabilidade de preços significa que: *a)* as autoridades monetárias devem ser independentes para executar a política monetária; e *b)* o controle da taxa de juros nominal de curto prazo deve ser exclusivo do banco central. O nível da meta, no entanto, pode e deve ser fixado pelo Poder Executivo ou pelo Congresso ou por ambos, refletindo a natureza política da escolha dessa variável.

#### QUADRO 2

##### Condição da Política Monetária

A política monetária desempenha papel importante na economia por causa do seu impacto sobre variáveis macroeconômicas que afetam o bem-estar da população, tais como a inflação, o nível de emprego e o nível da atividade econômica. Alterações na política monetária, indicadas principalmente por mudanças na taxa de juros básica da economia (a taxa de juros Selic) e na taxa de câmbio, afetam as decisões das famílias quanto ao consumo e à poupança, e das empresas quanto ao nível de investimento e de endividamento. Tais efeitos irão se refletir no nível de emprego e da atividade econômica, que por sua vez afetarão a inflação. Por atingir o câmbio, a política monetária induz, ainda, alterações nas exportações e importações do país, assim como influi na inflação ao alterar preços domésticos dos insumos e bens de consumo exportados e importados.

Indicadores que meçam se a política monetária corrente é expansionista ou contractionista auxiliam o Bacen a determinar qual deve ser a trajetória da política monetária consistente com a manutenção da inflação dentro das metas estabelecidas. Podem também ser úteis em estudos empíricos sobre o comportamento passado do Bacen, indicando períodos em que a política monetária foi mais ou menos rigorosa.

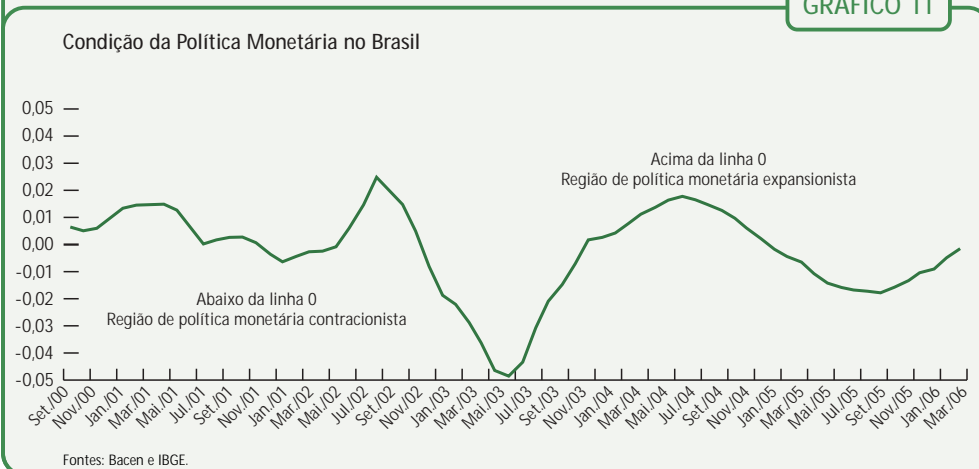
continua

continuação

Há diversas maneiras de se construir um indicador que possa aferir a política monetária. Uma delas é construir o indicador a partir do conhecimento detalhado de como o Bacen opera, ou seja, de como ele determina o nível dos instrumentos da política monetária (taxa de juros básica da economia, agregados monetários etc.), sem qualquer preocupação com o impacto da política monetária sobre variáveis macroeconômicas. Outra forma é construir o indicador do estado da política monetária a partir do conhecimento do seu impacto sobre o nível de atividade da economia. Nesse caso a política monetária será expansionista ou contracionista se esse impacto for positivo ou negativo. Mais precisamente, o indicador deve refletir o impacto dos níveis observados dos principais instrumentos utilizados pelas autoridades monetárias sobre a atividade.

O Ipea desenvolveu uma metodologia para construir um Indicador de Condições Monetárias (ICM) para o Brasil seguindo a visão de que esse indicador deve refletir o impacto da política monetária no nível de atividade econômica do país. O ICM do Ipea mede o impacto dos valores observados dos principais instrumentos potenciais da política monetária (juros e câmbio) sobre o desvio do nível de atividade econômica corrente em relação ao seu nível potencial.<sup>20</sup> O Gráfico 11 ilustra o ICM da economia brasileira para o período compreendido entre setembro de 2000 e dezembro de 2005. Os valores positivos ou negativos do ICM indicam uma política monetária expansionista ou contracionista. É interessante notar que o ICM sugere que, apesar de o Brasil apresentar taxas de juros elevadas no período, a política monetária alternou-se entre contracionista e expansionista.

GRÁFICO 11



Selic é a taxa de juros utilizada pelo Bacen na compra e venda de títulos públicos com o objetivo de regular a liquidez no mercado financeiro. A taxa Selic constitui a taxa básica de juros da economia. Havendo excesso de liquidez, o Bacen vende títulos à taxa Selic – em geral, com o compromisso de recomprá-los dentro de determinado prazo. Se há falta de liquidez no mercado, o Bacen compra títulos à taxa Selic, com o compromisso de revendê-los também em prazo relativamente curto. Como essa taxa é o custo do dinheiro para os bancos, eles emprestarão para as empresas e pessoas sempre a uma taxa mais alta. Por essa razão, quando ela varia, todas as taxas de juros na economia tendem a variar também na mesma direção.

## Vantagens e Desvantagens do Sistema de Metas de Inflação

Uma das vantagens do regime de metas é que ele permite alguma flexibilidade da política monetária. Esta advém da consideração de um conjunto de variáveis domésticas para a determinação do nível do instrumento de política monetária a ser adotado, o que dá condições para que a política monetária minimize a volatilidade do produto. Assim, quedas da demanda agregada que gerem inflações inferiores à meta podem ser compensadas pela política monetária, ou desvios das metas podem ser acomodados por choques de oferta – por meio de cláusulas de

escape ou trabalhando com medidas de núcleos ou índices expurgados. Apesar de importante, essa flexibilidade é limitada porque as decisões das autoridades estão determinadas a atingir a meta de inflação em um determinado período.

Outra vantagem do regime é que o público pode visualizar a meta a ser perseguida pelas autoridades, e o mecanismo de funcionamento da política monetária pode ser entendido facilmente. A autoridade monetária tem incentivos para ser transparente, porque isso facilita o trabalho de comunicação e a influência sobre as expectativas do público. Quanto mais crível e melhor entendida a política monetária, maior a influência das metas sobre as expectativas do público e maior a possibilidade de reduzir a inflação com menor sacrifício do produto.

Uma limitação importante é que, em economias com passado inflacionário ou com alta variabilidade das taxas anuais de inflação, é custoso estabelecer metas realmente críveis para os formadores de preços ou consensuais para a sociedade. Nesses casos, é difícil estabelecer um nível de inflação de longo prazo, e isso pode diminuir a credibilidade da meta perseguida pelo banco central. Mesmo quando é possível se chegar a um relativo consenso quanto aos níveis de inflação a médio ou longo prazos, a velocidade para se atingir esse objetivo passa a ser também motivo de controvérsias.

Outra limitação do sistema de metas é que a inflação não é tão facilmente controlada pelas autoridades monetárias. Isso é particularmente importante em países com inflações altas e que experimentam choques de oferta, como desvalorizações e mudanças de preços externos. O Brasil, pela sua história recente de estabilização, não conseguiu ainda consolidar uma inflação baixa e estável que possa ser um ponto de convergência na formação de preços na economia.

### O que Concluir?

A discussão das vantagens e desvantagens dos diferentes regimes monetários leva à conclusão de que o sistema de metas de inflação é um regime mais adequado para o Brasil pela existência de três características: experiência de estabilidade econômica ainda muito recente, debilidade das instituições monetárias – conforme discutido no Capítulo 4 deste livro – e existência de volatilidade dos recursos externos.

Em economias nas quais as autoridades monetárias precisam construir tradição de defesa da estabilidade, como a brasileira, é preferível que a autoridade monetária explicita os objetivos antiinflacionários para mostrar à sociedade a capacidade e a decisão de manter a inflação sob controle.

Também em economias sujeitas a fortes oscilações no mercado de câmbio – em particular de saídas de recursos para o exterior, como a observada no Brasil

em 1999, 2001 e 2002 –, a combinação de regime de metas com flexibilidade cambial permite ajustamentos via preços – em particular o preço da divisa –, reduzindo a volatilidade de produto. Nas situações de saídas das divisas mencionadas, uma âncora cambial dificilmente teria resistido ou, se o conseguisse, dar-se-ia à custa de forte alta das taxas de juros domésticas, com severas conseqüências para o nível de atividade da economia.

## 6. A EXPERIÊNCIA BRASILEIRA COM O REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO

### 6.1 Breve Histórico do Sistema de Metas no Brasil

O abandono da âncora cambial em janeiro de 1999 determinou a busca de um novo mecanismo de estabilização de preços e a reconstrução da credibilidade da política de estabilização no país. Para atingir esses objetivos, o regime de metas de inflação no Brasil foi implementado a partir de junho daquele ano.

As características do sistema de metas de inflação no Brasil não diferem da prática internacional. Para um determinado ano as metas são estabelecidas com antecipação de dois anos<sup>21</sup> e a política monetária pode perseguir seu objetivo com uma margem de tolerância para cima e para baixo do ponto central da meta de inflação. O índice de preços de referência para as autoridades monetárias é o IPCA. A meta a ser perseguida pelo Bacen é fixada pelo Conselho Monetário Nacional (CMN). Foram implementados diversos mecanismos para assegurar transparência e a prestação de contas (*accountability*), à semelhança do que ocorre em outros países com metas de inflação.

A adoção desse sistema foi acompanhada por várias medidas fiscais para melhorar o desempenho e a percepção da sustentabilidade das contas públicas. A principal mudança foi a geração de **superávits primários**, acompanhada de outras medidas, como a renegociação das dívidas com os governos estaduais, as reformas no sistema de seguridade social e a **Lei de Responsabilidade Fiscal**.

A Tabela 6 apresenta um resumo do desempenho da inflação e do crescimento do produto para o período pós-1999. As metas iniciais foram altas e refletiam a aceleração da inflação em 1999, como resultado da desvalorização que se seguiu à adoção do regime de câmbio flutuante, mas a estratégia previa um rápido recuo, procurando atingir taxas de inflação próximas a 6%, em 2000, e a 4% em 2001.

Apesar de se ter alcançado o centro da meta em 2000, a estratégia de rápida desaceleração não foi cumprida. Em 2001 e 2002 verificou-se nova aceleração da

Superávit ou déficit das contas públicas: o resultado fiscal é expresso em dois conceitos principais – *nominal* e *primário*. No primário, não são considerados como despesas o pagamento de juros da dívida do setor público, nem como receitas os juros das reservas internacionais do país. No nominal, são levadas em conta todas as despesas e receitas. O cálculo pode ser feito para municípios, para estados e para a União, ou pode agregar todas as esferas de governo.

Lei de Responsabilidade Fiscal é a Lei Complementar 101/2000, que “estabelece normas de finanças públicas voltadas para a responsabilidade na gestão fiscal” nas três esferas de governo. Fixa, por exemplo, limite de gasto com pessoal e de endividamento público, determina a definição de metas fiscais anuais para os três exercícios seguintes, estabelece mecanismos de compensação para despesas permanentes – o governante não pode criar despesa continuada sem indicar fonte de receita ou redução de outra despesa – e cria dispositivo para controle das finanças públicas em anos de eleição – impede operações de crédito por antecipação de receita orçamentária (ARO) no último ano de mandato e proíbe o aumento das despesas com pessoal nos 180 finais.

TABELA 6  
Metas de Inflação  
[em %]

Desempenho da inflação e do PIB – 1999-2005					
Ano	Data da fixação	Meta	Intervalo de tolerância	IPCA	Crescimento do PIB
1999	30/6/1999	8,00	+/- 2,00	8,94	0,79
2000	30/6/1999	6,00	+/- 2,00	5,97	4,36
2001	30/6/1999	4,00	+/- 2,00	7,67	1,31
2002	28/6/2000	3,50	+/- 2,00	12,53	1,93
2003	28/6/2001	3,25	+/- 2,00	-	-
2003 <sup>a</sup>	27/6/2002	4,00	+/- 2,50	-	-
2003 <sup>a</sup>	21/1/2003	8,50	+/- 2,50	9,30	0,54
2004	27/6/2002	3,75	+/- 2,50	-	-
2004 <sup>a</sup>	25/6/2003	5,50	+/- 2,50	7,60	4,94
2005	25/6/2003	4,50	+/- 2,50	-	-
2005 <sup>b</sup>	23/9/2004	5,10	-	5,69	2,41

Fontes: Bacen e IBGE.

<sup>a</sup> Meta revisada.

<sup>b</sup> Objetivo.

inflação, que ficou fora do intervalo de tolerância em torno do ponto central da meta. Na carta aberta do Presidente do Bacen ao Ministro da Fazenda, de janeiro de 2003, as metas para 2003 e 2004 foram reajustadas para cima, como decorrência do salto inflacionário de 2002. Porém, já em junho de 2003, houve retorno à estratégia anterior de desinflação, fixando-se metas de inflação de 5,5% em 2004 e de 4,5% em 2005. Em 2004, o CMN retornou ao intervalo de tolerância original em torno da meta: mais ou menos 2 pontos percentuais (p.p.).

## Existe um Problema de Excessivo Conservadorismo na Política Monetária?

Há a percepção de que as autoridades monetárias perseguiram as metas de forma muito conservadora (estrita), sem considerar o estado da economia ou a existência de fatores excepcionais. Essa percepção merece ser qualificada. Pelo desempenho da inflação em relação às metas, a administração monetária não pode ser considerada como fortemente conservadora. A inflação ficou acima da meta central em quase todos os anos, com exceção de 2000, e em alguns anos até mesmo fora do intervalo de tolerância. A administração do regime permitiu, em situações de

*estresse*, como em 2001 e 2002, uma inflação maior do que o limite superior, e aumentou o centro e o intervalo da meta em 2003 e 2004, com o objetivo de sair gradualmente da situação de maior inflação. Mais recentemente, o Bacen passou a ajustar para cima a meta de um determinado ano de maneira a incorporar a inflação maior do que a prevista no ano anterior, e assim evitar uma desinflação muito brusca da economia. Ou seja, o sistema mostrou flexibilidade para lidar com os choques inflacionários que afetaram a economia brasileira no período, e a trajetória de desinflação foi gradual, para evitar que a política monetária influísse muito negativamente no desempenho de curto prazo da atividade econômica e do emprego.

### As Metas Fixadas no Brasil São Muito Baixas?

Um outro argumento crítico é que o governo fixou metas de inflação muito baixas e que a busca dessas metas teria imposto um sacrifício muito alto à atividade econômica. A evidência disponível não fornece indícios que sustentem essa percepção. Em primeiro lugar, porque as metas não são baixas, ao menos em termos de comparação internacional – tampouco em termos dos resultados de estabilização alcançados pela economia brasileira na última década. Em segundo, porque o esforço estabilizador dos últimos três anos foi necessário para reverter a aceleração da inflação resultante dos choques de oferta induzidos pelas desvalorizações de 2001 e 2002. Certamente o processo de desinflação comprometeu a atividade de curto prazo da economia, mas isso é parte dos custos de redução da inflação. Isto, porém, não implicou redução do crescimento de médio prazo da economia brasileira.

Conforme mencionado, as metas no Brasil são comparativamente altas em relação às fixadas por outros países que praticam o regime de metas de inflação. Na Tabela 7 se pode observar as metas para diversos países em desenvolvimento e desenvolvidos para o ano de 2005. No caso brasileiro, a meta central era 4,5%, com um intervalo de +/- 2,5%. As metas da maioria dos países em desenvolvimento eram inferiores a esse valor: próximas a 3% a.a.

Em 1999, ao implantar o sistema de metas, o Brasil estava com uma inflação crescente, nas proximidades de 9% a.a, e decidiu retornar em três anos para uma inflação baixa, em torno de 4% a.a. Isso foi uma decisão arriscada, mas pode ser entendida pelo fato de que a inflação brasileira, antes da saída da âncora cambial, havia sido muito baixa (1,7% em 1998). Portanto, procurar voltar para níveis baixos de inflação rapidamente tinha o objetivo de manter o nível de estabilidade conquistado pela economia e evitar a volta de mecanismos informais de indexação,



TABELA 7  
Países com Metas de Inflação e Níveis das Metas

	Meta de inflação (data de adoção) <sup>a</sup>	Meta de inflação corrente (%)
Países emergentes		
Israel	1º trimestre de 1997	1 – 3
República Tcheca	2º trimestre de 1998	3 (+/-1)
Coréia	1º trimestre de 1999	2,5 – 3,5
Polônia	2º trimestre de 1999	2,5 (+/-1)
Brasil	3º trimestre de 1999	4,5 (=/-2,5)
Chile	3º trimestre de 1999	2 – 4
Colômbia	3º trimestre de 1999	5 (+/-0,5)
África do Sul	1º trimestre de 2000	3 – 6
Tailândia	2º trimestre de 2000	0 – 3,5
México	1º trimestre de 2001	3 (+/-1)
Hungria	3º trimestre de 2001	3,5 (+/-1)
Peru	1º trimestre de 2002	2,5 (+/-1)
Filipinas	1º trimestre de 2002	5 – 6
Países industriais		
Nova Zelândia	1º trimestre de 1990	1 – 3
Canadá	1º trimestre de 1991	1 – 3
Reino Unido	4º trimestre de 1992	2
Austrália	1º trimestre de 1993	2 – 3
Suécia	1º trimestre de 1993	2 (+/-1)
Suíça	1º trimestre de 2000	< 2
Islândia	1º trimestre de 2001	2,5
Noruega	1º trimestre de 2001	2,5

Fontes: FMI (2005) e autoridades nacionais.

<sup>a</sup> Essa data indica quando os países adotaram de fato a meta de inflação definida no World Economic Outlook de 2005. A data oficial da adoção pode variar.

os quais podem ser gerados por inflações anuais na vizinhança de 10%. Adicionalmente, entendia-se necessária a acomodação de preços relativos por conta da desvalorização, porém em um ambiente de baixa inflação.

Mas a administração efetiva do sistema teve flexibilidade suficiente para acomodar os choques de oferta que aconteceram nos anos seguintes<sup>22</sup> e evitar um alto sacrifício da atividade econômica caso se mantivesse o objetivo de atingir estritamente as metas previamente estabelecidas. Dessa maneira, após o choque inflacionário de 2002, as metas foram elevadas e o Brasil operou, nos últimos

anos, com metas inflacionárias relativamente altas na comparação internacional, como atestam os dados da Tabela 7.

## A Desinflação Produzida entre 2002 e 2005 foi Muito Brusca?

A desinflação observada entre 2002 e 2005 foi resultado da preocupação das autoridades monetárias com o controle da inflação, mas não é uma novidade na experiência de estabilização brasileira nem pode ser considerada como um comportamento excessivamente conservador das autoridades monetárias. Como se pode observar na Tabela 8, durante o período da âncora cambial houve também uma desinflação muito rápida em um período de três anos, trazendo a inflação anual de 22% em dezembro de 1995 para 1,7% em dezembro de 1998, com queda de quase 20 p.p. Já entre dezembro de 2002 e dezembro de 2005, a queda foi de apenas 7 p.p. em um período similar, o que revela um ritmo bem mais lento.

Diante desse resultado, é comum se questionar: houve grande sacrifício da atividade econômica de curto prazo para controlar a inflação sob o sistema de metas de inflação? A evidência é ambígua. Em 2000, a redução de 3 p.p. na taxa de inflação esteve associada a um crescimento do produto de 4,4% e, em 2004, a queda da inflação em 2 p.p. foi acompanhada de uma aceleração do crescimento do PIB.

Em realidade, o sistema de metas enfrentou nos últimos anos o desafio de voltar para um patamar baixo de inflação, após a aceleração de 2002. Neste ano, a taxa de inflação subiu entre 5 p.p. e 6 p.p. em relação aos valores médios de 2000-2001, chegando a 12,5%, o que na prática significou a duplicação dos níveis inflacionários da economia brasileira. O sistema de metas reduziu gradualmente

TABELA 8  
Comparação de Dois Períodos de Desinflação Recente na Economia Brasileira –  
1995-1998 e 2002-2005

Período	Taxa de inflação anual (%)	Período	Taxa de inflação anual (%)
Janeiro – dezembro/1995	22,4	Janeiro - dezembro/2002	12,53
Janeiro - dezembro/1996	9,56	Janeiro - dezembro/2003	9,30
Janeiro - dezembro/1997	5,22	Janeiro - dezembro/2004	7,60
Janeiro - dezembro/1998	1,67	Janeiro - dezembro/2005	5,7
Diferença em pontos percentuais (p.p.)	20,73	Diferença em p.p.	6,8
Inflação de 1998/inflação de 1995	7,5	Inflação de 2005/inflação de 2002	45,5

Fonte: IBGE.

a inflação ao longo de três anos para voltar para os níveis de 2000, que são mais compatíveis com a realidade da inflação mundial e dos países latino-americanos que mantêm sua inflação controlada. A autoridade monetária cuidou de fazer essa redução de maneira gradual para evitar sacrifício severo do produto de curto prazo da economia.

O Gráfico 12 mostra a evolução do PIB trimestral. A taxa média de crescimento entre o quarto trimestre de 2002 e o quarto trimestre de 2005 foi de 0,59% por trimestre, o que implicou uma taxa de crescimento anual média de 2,4% no período. A economia brasileira reduziu em 6 p.p. sua inflação, experimentando uma trajetória de crescimento não muito diferente do desempenho médio da última década.

Outros indicadores de curto prazo não confirmam a percepção de excessivo sacrifício do emprego de curto prazo. Por exemplo, entre 2002 e 2005, a taxa de desemprego foi reduzida de uma média de 13% no início de 2003 para algo entre 9% e 10%, no final de 2005, conforme melhor apresentado no Capítulo 5 desta edição.

Esse conjunto de informações indica que o sistema de metas não reduziu o ritmo de crescimento da economia nem no período de desinflação (2003-2005) nem ao longo de sua vigência, pois o crescimento médio da economia não foi muito diferente do crescimento médio experimentado no período da âncora cambial. Como esperado, a mudança de regime monetário, mesmo em processo de desinflação, não teve influência decisiva na dinâmica de crescimento de médio prazo da economia. Houve, no entanto, redução da volatilidade da economia, como pode ser observado pela queda dos coeficientes de variação da taxa de inflação e do crescimento do PIB (Tabela 9). Mesmo em um contexto de fortes

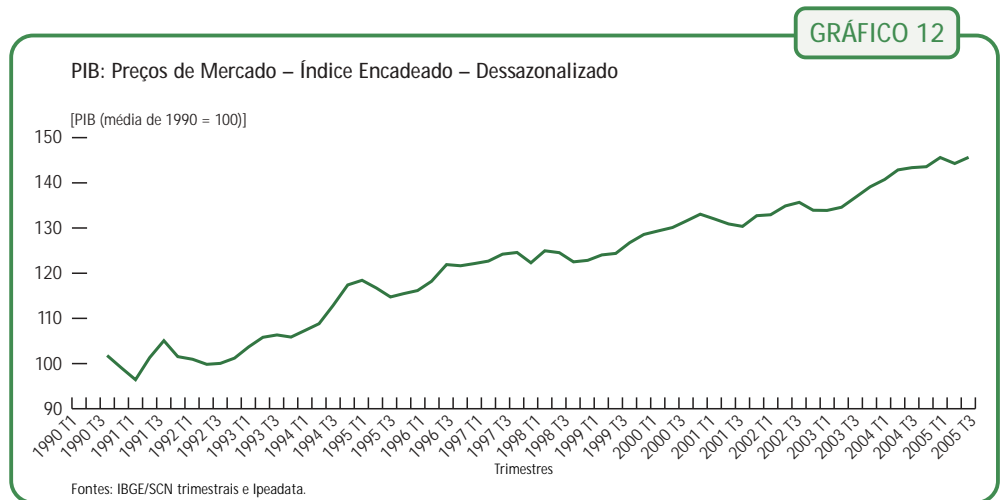


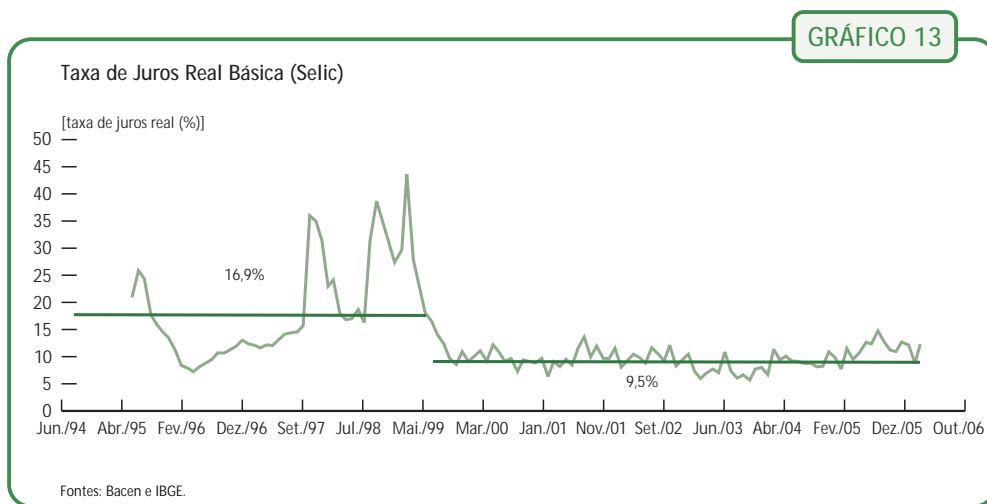
TABELA 9  
Taxas de Inflação e de Crescimento do PIB em Períodos Seleccionados

Período	Inflação			PIB		
	Média (por ano)	Desvio-padrão	Coefficiente de variação	Média (por ano)	Desvio-padrão	Coefficiente de variação
Plano Real antes do sistema de metas de inflação						
1994.4 - 1999.2	10,26	9,92	0,97	2,02	6,44	3,19
1996.1 - 1999.2	5,76	5,00	0,87	2,09	5,46	2,61
Sistemas de metas de inflação						
1999.3 - 2002.2	7,13	3,16	0,44	2,35	3,82	1,63
1999.3 - 2002.4	8,77	6,36	0,73	2,59	3,62	1,40
2003.1 - 2005.4	7,46	4,72	0,63	2,36	3,91	1,66

Fontes: Bacen e IBGE.

desvalorizações, conseguiu-se tornar a inflação menos volátil, o que resulta positivo para a formação de expectativas sobre a inflação futura e para as decisões de investimento, produção e emprego na economia. A menor volatilidade do produto em um contexto de fortes choques externos significa que a taxa de câmbio amorteceu seus efeitos sobre o produto.

Para completar a avaliação geral do sistema de metas, é preciso admitir que a mudança de regime monetário após 1999 permitiu reduzir os juros reais da economia, não obstante eles ainda permanecerem elevados. O Gráfico 13 apresenta as taxas de juros reais mensais *ex post* como resultado da deflação da taxa Selic do mês pela variação acumulada em 12 meses do IPCA.



## 6.2 Características da Inflação no Período de Metas

A primeira característica marcante da inflação brasileira entre 2002 e 2005 é que ela foi alta se comparada à média de alguns países da América Latina ou de países de igual grau de desenvolvimento. A segunda é que a inflação brasileira é particularmente alta em termos relativos, se levados em consideração os elevados juros reais.

Não existe resposta simples para esse paradoxo. Variações de preços acima das metas de inflação em um determinado período podem ser resultantes de diversos choques de oferta, mas tendem a desaparecer se controlados pela política monetária. O Gráfico 14, porém, revela altas sistemáticas acima das metas para particulares grupos de bens e serviços da economia. Os diferentes graus de reação de preços setoriais ante os instrumentos da política monetária de curto prazo, ou as diferentes percepções da determinação da política monetária, podem ajudar a explicar essa conduta diferenciada, que acaba por pressionar a inflação.

A Tabela 10 apresenta a evolução, durante o regime de metas, das taxas de variação em 12 meses do IPCA e de três componentes do IPCA, denominados preços livres – subdivididos em comercializáveis e não-comercializáveis – e preços administrados.

Os bens e serviços administrados têm seus preços regulados por contratos ou normas legais, por envolverem frequentemente concessões de serviços públicos.<sup>23</sup> Esse mecanismo considera, principalmente, a variação acumulada dos componentes de custos entre as datas de reajuste, representados pelos índices gerais de preços e pela taxa de câmbio. Os comercializáveis são influenciados no atacado pelo preço internacional e pela taxa de câmbio, pois são bens que podem ser

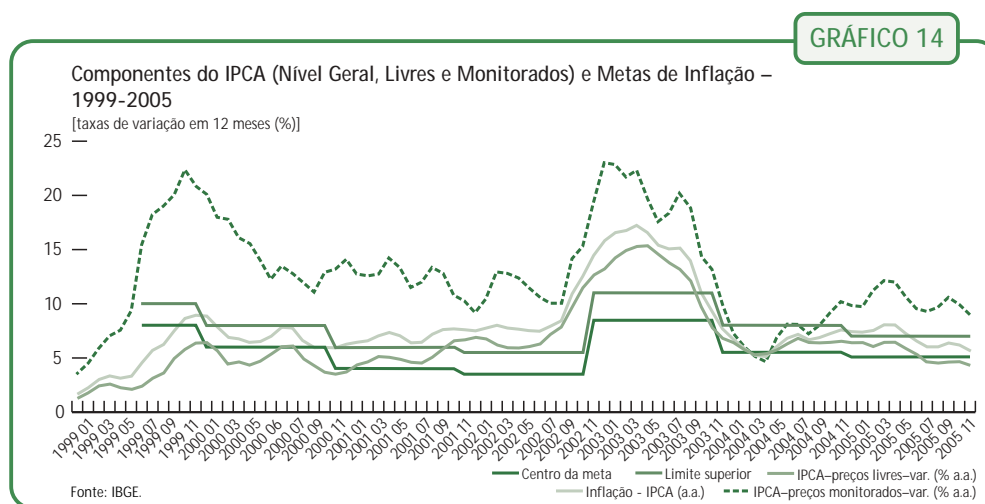


TABELA 10  
Evolução do Índice de Preços ao Consumidor  
[taxas de variação em 12 meses no regime de metas de inflação – janeiro-dezembro (%)]

Ano	Índice cheio				
	IPCA geral	Preços livres			Preços administrados
		Total	Comercializáveis	Não-comercializáveis	
1999	8,94	6,37	11,26	1,61	20,89
2000	5,97	3,69	3,64	3,71	12,90
2001	7,67	6,56	7,31	5,70	10,78
2002	12,53	11,49	14,88	7,47	15,32
2003	9,30	7,80	8,69	6,66	13,20
2004	7,60	6,54	6,31	6,84	10,20
2005	5,69	4,32	2,74	6,36	8,98
Acumulado 1999-2005	73,87	56,99	68,74	45,08	137,06

Fonte: IBGE.

transacionados no mercado mundial, mas as condições de demanda afetam o repasse dessas variáveis ao consumidor. Por último, os bens não-comercializáveis são os diretamente afetados pelas condições de oferta e demanda doméstica desses bens, ainda que alguns tenham mercados de características imperfeitas, podendo seus componentes de custo, portanto, ter peso relevante na determinação do preço.

Essa natureza diferenciada da determinação dos preços entre os grupos pode ser observada na Tabela 10. Os preços administrados cresceram 137% entre fins de 1998 e dezembro de 2005, enquanto o IPCA acumulou alta de 74% no período – pouco mais da metade do crescimento dos administrados. Os comercializáveis apresentaram taxas significativas e acima da média nos anos de desvalorização, como em 1999 e 2002, mas nos dois últimos anos tiveram papel estabilizador, uma vez que acompanharam a valorização da taxa de câmbio. Os bens não-comercializáveis, que podem ser melhor controlados pela política monetária, cresceram 45% no mesmo período, embora mais recentemente tenham apresentado forte resistência para reduzir sua taxa de variação em um contexto de inflação candente.

Se analisarmos os produtos individuais que compõem o índice de preços, é possível construir uma lista reduzida daqueles com participação significativa na variação do índice geral. E se consideramos apenas aqueles produtos que, entre 2000 e 2005, tiveram participação na variação do IPCA maior do que 1,5% em dois ou mais anos, chegaremos a um total de 25 produtos, em sua maioria das categorias de administrados ou de não-comercializáveis. Eles explicam entre 58% e 72% da inflação entre 2000 e 2005.

Os bens comercializáveis competitivos, como arroz e carne, têm participações positivas significativas na variação do IPCA em anos de desvalorização, mas freqüentemente apresentam participação negativa em anos de valorização cambial. Os bens comercializáveis de mercados mais imperfeitos, como eletrodomésticos, automóveis ou cigarros, não mostram a mesma flexibilidade e apresentam sempre participações positivas na variação do índice geral.

Estudo recente [Parente Lameira e Giambiagi (2006)] indica que os bens e serviços não-comercializáveis têm constituído foco de resistência inflacionária nos últimos três anos, apresentando taxas médias de variação anual próximas a 7%. Não se observa desaceleração desses preços apesar do aperto monetário porque eles foram absorvendo custos mais elevados originários dos aumentos do salário mínimo (SM) e dos preços dos serviços administrados, que são de fato os componentes primários de seus custos operacionais. Como um dos fatores explicativos centrais do comportamento altista desses bens e serviços, o estudo assinala a baixa elasticidade de substituição da demanda, seja porque são produtos muito específicos para as necessidades de sua clientela, seja porque são fornecidos via contratos de longo prazo. Ainda segundo o estudo, a participação desses bens na variação do IPCA passou de 20% em 2002 para 35% em 2005.

É possível identificar uma lista de produtos menor, composta por aqueles que tenham participação na variação do IPCA acima de 5% em alguns dos seis anos considerados. Chega-se a uma relação de sete produtos, apresentados na Tabela 11. São cinco produtos com preços administrados (energia elétrica, ônibus, gasolina, plano de saúde e telefone fixo) e dois produtos não-comercializáveis (alimentação fora do domicílio e empregado doméstico). Esses produtos explicam mais de 30% da inflação nos últimos três anos.

O comportamento dos bens e serviços cujos preços são administrados ou monitorados pelo governo não é um fenômeno característico do sistema de metas de inflação. De fato, esse grupo mostrou variações acima da média ao longo de todo o período de estabilização recente da economia brasileira. Esse comportamento pode ser observado no Gráfico 15, que apresenta as taxas acumuladas em 12 meses do nível geral do IPCA e dos preços monitorados e livres (comercializáveis e não-comercializáveis).

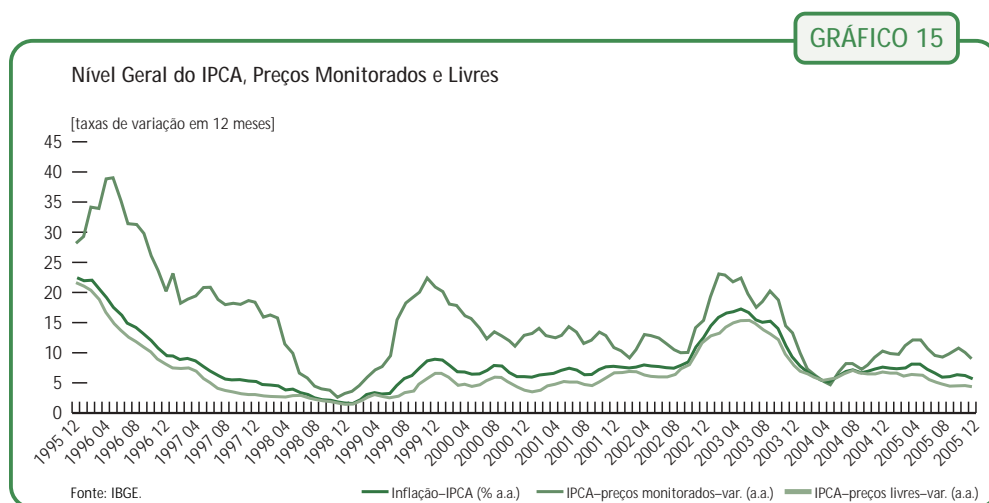
Algumas características do comportamento dos monitorados merecem ser destacadas. Em primeiro lugar, o diferencial entre a variação anual desses preços e dos preços livres estende-se por todo o período, apresentando-se menor, contudo, no período recente. O crescimento deles está relacionado com a taxa de câmbio e o seu efeito sobre os índices gerais de preços, que por sua vez são utilizados como indexadores nas fórmulas de ajuste. Acontece que a sensibilidade dos monitorados

TABELA 11

Produtos com Participação na Variação do IPCA Maior que 5% em Maior Número de Anos – 2000-2005

	Dez./2000	Dez./2001	Dez./2002	Dez./2003	Dez./2004	Dez./2005
Contribuição para a inflação dos produtos escolhidos	2,80	2,59	3,10	3,29	2,46	2,37
Soma da participação dos produtos escolhidos na variação do IPCA (%)	46,95	33,75	24,77	35,35	32,37	41,58
Alimentação fora do domicílio	2,46	5,64	4,08	4,75	5,16	5,50
Energia elétrica residencial	6,87	8,04	6,00	9,02	5,67	6,45
Ônibus urbano	5,46	8,55	4,26	10,06	3,04	8,93
Gasolina	17,87	3,94	3,85	0,84	7,43	5,67
Plano de saúde	2,34	1,40	1,66	2,16	3,28	5,18
Empregado doméstico	5,62	3,30	2,16	2,71	1,76	5,91
Telefone fixo	6,33	2,88	2,76	5,81	6,05	3,94
IPCA total	5,97	7,67	12,53	9,30	7,60	5,69

Fonte: IBGE.

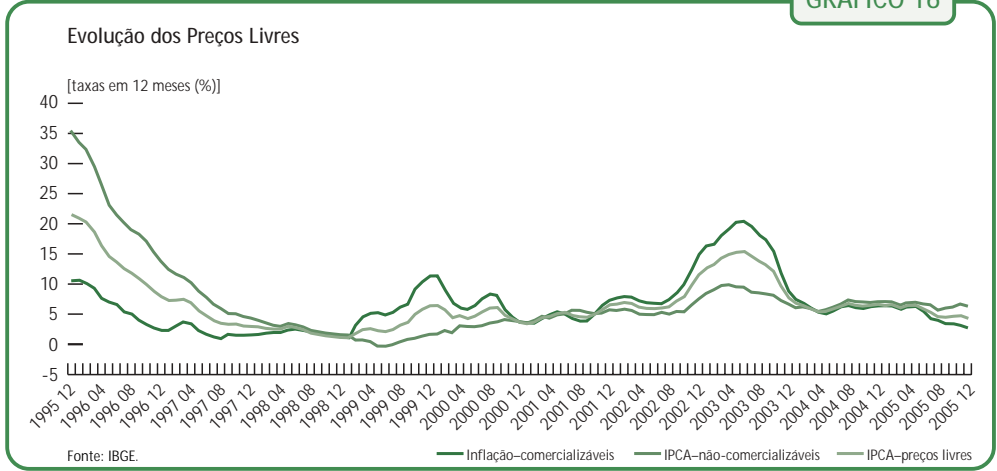


aos índices gerais tem variado no período recente. Na desvalorização de 1999, o crescimento dos monitorados acompanhou de perto a variação do índice geral de preços (IGP), mas em 2002-2003 a variação dos monitorados já não foi tão sensível à variação do índice de preços no atacado (IPA) e do IGP. Em 2005, a queda dos monitorados foi inferior à redução experimentada pelo IGP e o IPA.<sup>24</sup>

A atual persistência da alta dos bens e serviços não-comercializáveis não é um fenômeno exclusivo dos últimos três anos. O Gráfico 16 mostra a evolução desde 1995 das taxas de variação em 12 meses dos preços livres e de seus componentes



GRÁFICO 16



– comercializáveis e não-comercializáveis. Os bens e serviços não-comercializáveis reduziram fortemente sua taxa de variação entre 1995 e 1998, cumprindo importante papel no controle da inflação em 1999 e 2000 – ficando, inclusive, abaixo do centro da meta. Mas isso não voltou a acontecer nos anos recentes, posto que eles têm variado acima dos comercializáveis e se mantido próximos do limite superior da meta desde agosto de 2004. Com a desaceleração da demanda agregada em 1998, a variação de preços de todos os bens apresentou clara convergência em patamares anuais muito baixos, mas a desvalorização de 1999 acelerou o ritmo de aumento dos preços, especialmente entre os bens comercializáveis. A desvalorização de 2002 provocou uma nova aceleração do ritmo de variação dos preços, e o aumento de preços de bens não-comercializáveis, que crescia em ritmo bem mais lento, aproximou-se de patamares próximos a 10% no final de 2002. A partir de 2003, o ritmo arrefece, mas não voltou aos patamares de 2001.

Na economia brasileira, há preços que a política monetária não é capaz de influenciar diretamente. A âncora cambial, por exemplo, teve muita dificuldade para fazer convergir os preços dos não-comercializáveis - que não são disciplinados pela taxa de câmbio. Somente a redução da demanda agregada fez com que lentamente os preços se alinhassem, efeito que perdurou até meados de 2001. Depois disso, os preços desses bens passaram a variar em torno de 5% em 12 meses. A aceleração da inflação, entre 2002 e início de 2003, elevou temporariamente sua variação, e a restrição monetária só conseguiu fazê-la regredir parcialmente para taxas anuais próximas de 7%, mesmo quando os juros reais da economia foram elevados para atingir uma inflação anual de 5%. A resistência do preço desses bens a se alinharem em patamares baixos reforça a necessidade de se elevar a concorrência nos diversos setores produtores de bens e serviços não-comercializáveis.

Em relação aos preços monitorados, resulta claro que, quando um conjunto de preços que pesa cerca de 30% no índice de referência para o sistema de metas aumenta a 10% a.a., é necessário sacrifício maior da demanda e da atividade para atingir inflações próximas a 5%. A alternativa, obviamente, não é relaxar no cumprimento das metas, mesmo reconhecendo que a influência direta dos instrumentos de política monetária sobre tais preços é reduzida. A reação da política monetária a esses aumentos administrados decorre, sobretudo, da sua repercussão sobre os demais preços da economia via aumento de custos – sejam os diretos, decorrentes do preço dos produtos, sejam os indiretos, pela demanda de reposição salarial.

É certo que a estabilidade monetária em patamares de inflação baixa exige análise detalhada dos preços monitorados. A busca de soluções regulatórias mais satisfatórias para as partes envolvidas é uma alternativa que deve ser buscada, considerando tanto o equilíbrio econômico-financeiro das empresas quanto as possibilidades de expansão das quantidades demandadas desses serviços no longo prazo.

### 6.3 Dilemas do Sistema de Metas de Inflação no Brasil

A literatura sobre implementação do sistema de metas em economias emergentes identifica três fontes de riscos [Fraga, Goldfajn e Minella (2003) e Mishkin (2000 e 2004)]: regimes fiscais fracos; sistemas financeiros imperfeitamente regulados; e choques externos. Cada um pode resultar em uma forma de dominância sobre a política monetária: fiscal, financeira ou externa.

Nos casos da dominância fiscal e financeira, o temor é o mesmo: a ruptura de um equilíbrio precário no futuro pode gerar aumento da inflação. Essa perspectiva dificulta o controle das expectativas de inflação pela política monetária e inibe a identificação das metas como âncoras nominais na economia. Em adição, a dominância fiscal, ao influir adversamente nas expectativas de inflação, reduz a credibilidade da política monetária e impõe um custo adicional, posto que exige mais rigor na administração da taxa de juros, o que pode afetar negativamente o equilíbrio fiscal intertemporal, implicando, no limite, a total ineficácia do regime de metas.

No caso da dominância externa, o risco e principal temor correspondem à *redução brusca* da entrada de recursos, ou à inversão do fluxo de capitais. A diminuição dos recursos externos pode gerar mudanças na percepção dos investidores internacionais ou agravamento da fragilidade dos fundamentos macroeconômicos domésticos. As conseqüências preocupantes desses choques são a desvalorização da taxa de câmbio e o aumento da inflação, impondo altas taxas

de juros para controlar as pressões inflacionárias. Como desdobramento desses choques e da reação da política monetária, economias emergentes podem apresentar alta volatilidade das taxas de juros e de câmbio. Por último, os choques freqüentes podem dificultar o cumprimento das metas de inflação, afetando negativamente a sua credibilidade.

A implementação do sistema de metas no Brasil foi comprometida pela operação de mecanismos vinculados tanto à dominância externa quanto à fiscal. Em 2001, a dominância externa foi predominante. Primeiro, o início da crise da conversibilidade argentina elevou a percepção de risco dos mercados emergentes e acometeu particularmente a percepção de risco da economia brasileira, com conseqüente redução da entrada de divisas e forte desvalorização da taxa de câmbio. Além disso, fatores domésticos, como a crise energética, e internacionais, como a desaceleração do crescimento norte-americano, também contribuíram para acentuar a percepção de risco e a desvalorização da taxa de câmbio. Entre março e julho de 2001, o Bacen aumentou significativamente a taxa de juros, mas não foi capaz de impedir a alta de preços impulsionada pela desvalorização, que só não foi mais intensa em virtude da maciça colocação de títulos cambiais junto aos investidores.

A dominância externa combinada com os fatores domésticos dificultou a operação da política monetária em 2001 e impediu que a inflação ficasse dentro do limite de tolerância. A desvalorização e seus efeitos sobre os preços demandavam um ajuste maior dos juros, mas a desaceleração da atividade, como conseqüência do racionamento de energia elétrica, contribuiu para moderar a reação da política monetária.

Em 2002, a perspectiva de um novo governo aumentou a incerteza associada à dinâmica da dívida pública, elevando o risco país. Adicionalmente, houve aumento da aversão ao risco dos investidores internacionais, o que elevou os prêmios de risco da maioria das economias emergentes. Esses fatores colaboraram para a redução da entrada líquida de recursos e pressionaram o mercado de câmbio. A desvalorização subseqüente afetou a dinâmica inflacionária da economia e a relação dívida líquida/PIB, reforçando ainda mais a percepção de riscos na trajetória da dívida pública.<sup>25</sup>

A política monetária encontrou dificuldades para reagir à combinação das dominâncias fiscal e externa. A inflação anual em dezembro de 2002 chegou a 12,5%, muito acima do limite superior da meta, tendo sido quase metade em função da desvalorização cambial. Nesse contexto de incertezas, em meados de 2002 a política monetária enfrentou o seguinte dilema: a alta de juros necessária para compensar os efeitos da desvalorização nos preços poderia contribuir para

reforçar a percepção de fragilidade fiscal,<sup>26</sup> mas não fazê-lo seria permitir a aceleração da inflação. A taxa de juros só foi aumentada a partir de outubro, após um ajuste na meta de superávit primário, e o processo durou até março de 2003. A combinação de compromisso com o ajuste fiscal e a manutenção da política monetária permitiu a criação de um novo contexto de maior credibilidade no governo e na manutenção do regime de metas.

## Credibilidade e Flexibilidade no Sistema de Metas

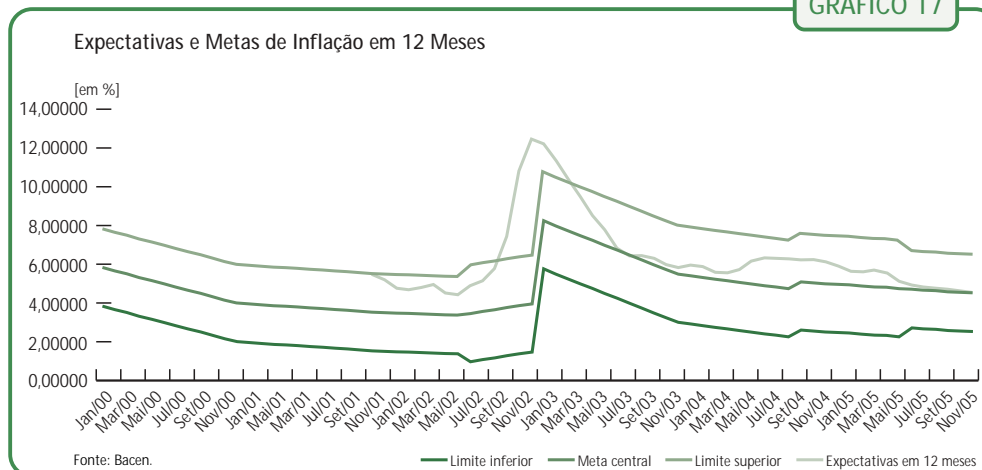
A flexibilidade para enfrentar os choques de 2001-2002 – modificando metas e evitando uma queda mais abrupta do ritmo de crescimento da economia – resultou na aceleração da inflação e exigiu esforço estabilizador nos três anos seguintes. O não-cumprimento da meta e a aceleração inflacionária em 2002 exigiram, posteriormente, tenacidade redobrada das autoridades monetárias para restaurar a credibilidade do sistema de metas e melhorar a capacidade do sistema de coordenar as expectativas de inflação.

Esse, aliás, é um dos dilemas característicos do regime de metas: conciliar flexibilidade com credibilidade. No caso brasileiro, o regime tem se mostrado flexível: acomodam-se os efeitos primários dos choques de oferta e combatem-se seus efeitos de propagação. Assim, por exemplo, um aumento inesperado dos preços do petróleo no mercado internacional seria absorvido incorporando-se o impacto direto na meta. No entanto, alguma resposta da política monetária continuaria sendo necessária para impedir que o aumento se propague por toda a cadeia de preços. Apesar de interessante, este é obviamente um mecanismo para ser utilizado em casos excepcionais, pois caso contrário o sistema começa a sofrer abalos em sua credibilidade.

Ancorar as expectativas de inflação futura no sistema de metas significa trazer as expectativas para a meta. Para manter essa ancoragem é preciso que a inflação efetiva da economia seja igual ou muito próxima à meta perseguida, ou que sua trajetória seja consistente com a obtenção da meta ao final de um determinado período. Trazer a inflação efetiva para o centro da meta perseguida dá credibilidade às autoridades monetárias, permite influenciar as expectativas e reduzir o custo de ajustes.

O Gráfico 17 apresenta a média das expectativas de inflação em 12 meses para o período de novembro de 2001 até dezembro de 2005,<sup>27</sup> assim como a trajetória da inflação, também em 12 meses, consistente com a meta (limite inferior, centro da meta e limite superior). Como se pode observar, no início de 2002 a inflação esperada estava acima do centro da meta, mas, com a degradação das

GRÁFICO 17



condições de financiamento da economia em outubro de 2002, o público passou a esperar uma inflação maior do que o limite superior da meta. A partir de janeiro de 2003, a alta de juros e a decidida ação antiinflacionária das autoridades monetárias permitiram uma reversão da trajetória das expectativas. Entretanto, após oscilarem próximas do centro da meta, as expectativas começaram novamente a se elevar e a se afastar desse centro a partir de maio de 2004. Estas permaneceram em patamar próximo a 6% até maio de 2005, enquanto o centro da meta estava entre 4,5% e 5,1%. Como resultado da ação da política monetária e do declínio da inflação efetiva, as expectativas de inflação futura declinaram até convergir para o centro da meta em 2005.

Além da falta de cumprimento da meta em 2001 e 2002, dois outros fatores contribuíram para que o sistema de metas tivesse dificuldades para ancorar as expectativas de inflação e melhor alinhar o comportamento dos preços livres da economia: a) risco de mudanças ou abandono do sistema de metas; e b) alta relação dívida/PIB combinada com um forte crescimento dos gastos correntes,<sup>28</sup> o que é visto como ameaça para o controle dos preços no futuro – refletindo assim o risco de dominância fiscal já comentado aqui.

O sistema de metas de inflação operou sob fortes críticas durante todo o período. As críticas públicas acompanhadas de recomendações dos passos a serem seguidos pela autoridade monetária podem constituir em poderoso elemento negativo para a administração da política monetária, porque criam a percepção de que existe uma opção efetiva de *mudança de regime* associada com aceleração inflacionária. Nessas ocasiões é necessária ação firme e decidida da autoridade monetária.<sup>29</sup>

Apesar da ausência de elementos comprobatórios, há evidências de que a possibilidade de *mudança de regime* afetou as expectativas de inflação de médio prazo no período recente. De acordo com estudo de Lowenkron e Garcia (2005) as expectativas inflacionárias de médio prazo são excessivamente sensíveis às surpresas na inflação corrente. Em outras palavras, as surpresas inflacionárias alteram fortemente, para cima, as expectativas de inflação de médio prazo. Se o público percebe que o Bacen encontrará resistências e críticas à ação necessária, então pode entender que há possibilidades de mudança no regime monetário e de maior inflação no futuro.

Outro fator que pode contribuir para o aumento do risco de mudança de regime e, dessa maneira, manter elevadas as expectativas de inflação de médio prazo é a falta de independência operacional do Bacen. A literatura e a experiência internacional indicam que a credibilidade da política monetária é reforçada com um marco institucional que outorga ao Bacen independência *de facto* e *de jure* para perseguir a estabilidade de preços [Jácome e Vázquez (2005)].

A alta relação dívida pública/PIB restringe a operação da política monetária, pois a alta de juros aumenta o montante dos compromissos do setor público, posto que parcela importante da dívida é pós-fixada. Então, aumentos de juros nominais que não sejam acompanhados por aumentos proporcionais do superávit primário, supondo constantes os demais determinantes dessa relação, aumentam a relação dívida pública líquida/PIB e exacerbam o temor de um descontrole fiscal no futuro. Esse temor de possível descontrole fiscal no futuro é um fator de pressão sobre as expectativas.

O Brasil tem feito esforço significativo para reduzir a relação dívida pública líquida/PIB desde a implementação das metas de inflação. A política fiscal tem procurado ajustar o superávit primário para manter uma relação dívida/PIB constante ou declinante. Desde 2003, a continuação e o aprofundamento da política de superávits primários e a apreciação cambial possibilitaram a diminuição da parcela da dívida ajustada pelo dólar, o que reduziu a conexão entre um eventual choque externo e o risco de insolvência fiscal.

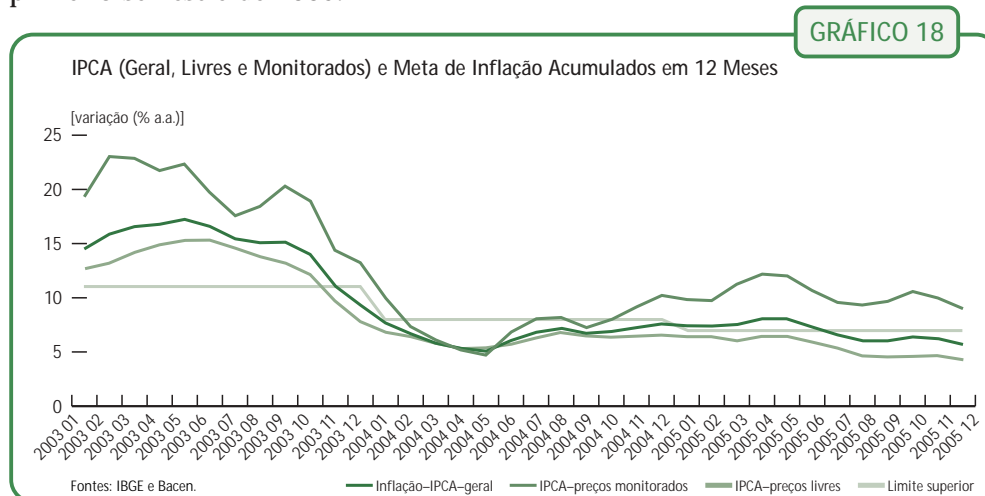
Um potencial risco ainda continua no *front*: nos últimos anos, a relação gasto corrente/PIB tem aumentado sistematicamente em um ambiente de aumento simultâneo da carga tributária. Esse aumento permitiu diminuir o impacto dessa trajetória dos gastos sobre a dívida pública, mas parece improvável que seja possível continuar financiando um tal crescimento com maior pressão tributária no futuro. Essa situação abre uma interrogação sobre a dinâmica da dívida pública e constitui uma ameaça para a política monetária, além dos efeitos deletérios sobre o investimento privado e a renda do consumidor.

## 6.4 O Aperto Monetário de 2004-2005

Antes de 2004, os apertos monetários no regime de metas foram induzidos por choques externos que resultavam em brusca redução do financiamento do balanço de pagamentos e produziam altas das taxas de câmbio, que por sua vez pressionavam os preços domésticos e obrigavam a política monetária a reagir. O aperto monetário de 2004-2005 foi iniciado em condições diferentes dos anteriores e isso pode ajudar a explicar a dificuldade de entender a sua necessidade.

Por um lado, a abundância de recursos no mercado de câmbio determinava uma tendência de apreciação cambial e de estabilidade do risco país. Por outro, a economia tinha conseguido uma substancial redução da inflação em 12 meses, caindo de 17,24% em maio de 2003 para 5,2% um ano depois. Essa redução tinha permitido o afrouxamento da política monetária em 2003, levando a taxa Selic de patamares superiores a 26% a.a., em março de 2003, para 16,5% em dezembro do mesmo ano.

É verdade que a inflação em 12 meses estava relativamente baixa em maio de 2004, mas começou a acelerar a partir dali, refletindo a alta não só dos preços monitorados, mas também dos preços livres da economia. Isso é o que mostra o Gráfico 18, que apresenta as taxas em 12 meses do IPCA *cheio* – que inclui todos os produtos – e o IPCA dos preços monitorados e livres, assim como o limite superior e a meta para os anos 2003-2005. As taxas de variação em 12 meses dos preços monitorados praticamente triplicaram entre maio de 2004 e maio de 2005, refletindo as variações dos índices gerais de preço, enquanto as taxas anuais dos preços livres aumentaram em 1 p.p. e se mantiveram nesse patamar, mesmo depois de vários meses de aperto monetário, começando a ceder somente depois do primeiro semestre de 2005.

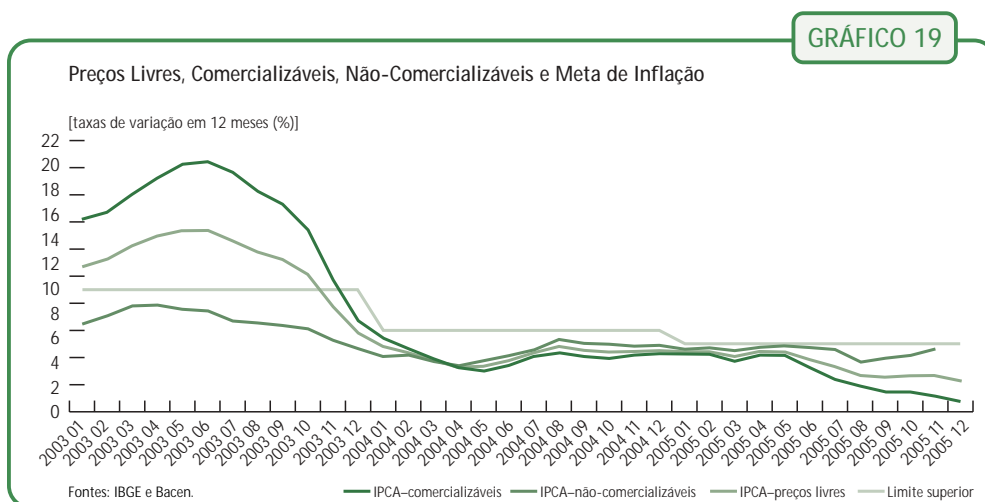


Três questões foram aqui debatidas em torno do aperto monetário de 2004-2005. Primeiro, se havia realmente uma aceleração inflacionária ou se era um fenômeno isolado, produzido pela alta dos preços de algumas *commodities* internacionais. Segundo, se a reação da política monetária, com conseqüente impacto no ritmo de crescimento, era adequada para conter uma inflação que se julgava fundamentalmente de custos. Resolvidas as duas anteriores, surgiu a terceira: mantido o aperto monetário por muito tempo, este produziria um sacrifício muito alto em termos de produto para reduzir a inflação. Essas três questões são apresentadas a seguir com mais detalhe.

### A Natureza da Alta de Preços em 2004

A alta dos preços dos bens e serviços ao longo de 2004 foi resultado de diversos fatores. No caso dos bens comercializáveis, um dos fatores foi a alta dos preços das *commodities* exportadas pelo Brasil. Por exemplo, o preço do aço aumentou quase 60% em 2004, refletindo o comportamento do mercado internacional. Outro fator que pressionou a inflação desse grupo de produtos foi a imposição de PIS e Cofins nas importações a partir do início daquele ano – medida de isonomia que, na prática, equivaleu a um aumento da proteção tarifária. Mas não foram somente os bens comercializáveis que mostraram tendência altista. O crescimento dos não-comercializáveis foi também significativo e pareceu estar associado aos rendimentos reais da população e à demanda das famílias.

O Gráfico 19 apresenta a trajetória da taxa de variação em 12 meses dos preços livres e seus dois componentes: preços comercializáveis e não-comercializáveis. Até meados de 2005, as taxas de variação desses preços permaneceram estáveis





nos níveis anuais atingidos em agosto de 2004, mesmo após vários meses de aperto monetário. Os bens comercializáveis oscilaram em taxas anuais próximas de 6% e só começaram a cair em junho de 2005. Os não-comercializáveis permaneceram em 7% a.a. entre agosto de 2004 e julho de 2005, para cair para algo em torno de 6% a.a., sem mostrar, porém, uma tendência definida de queda até dezembro do último ano.

Os bens não-comercializáveis formam um grupo mais heterogêneo do que os comercializáveis em relação a como são tomadas as decisões de preços e às reações dos seus componentes diante da demanda agregada. Contudo, apesar de serem em geral mais sensíveis às condições de demanda do que os comercializáveis,<sup>30</sup> suas variações anuais permaneceram altas – em torno de 7% a.a. – até meados de 2005, para estacionar depois em um patamar levemente inferior.

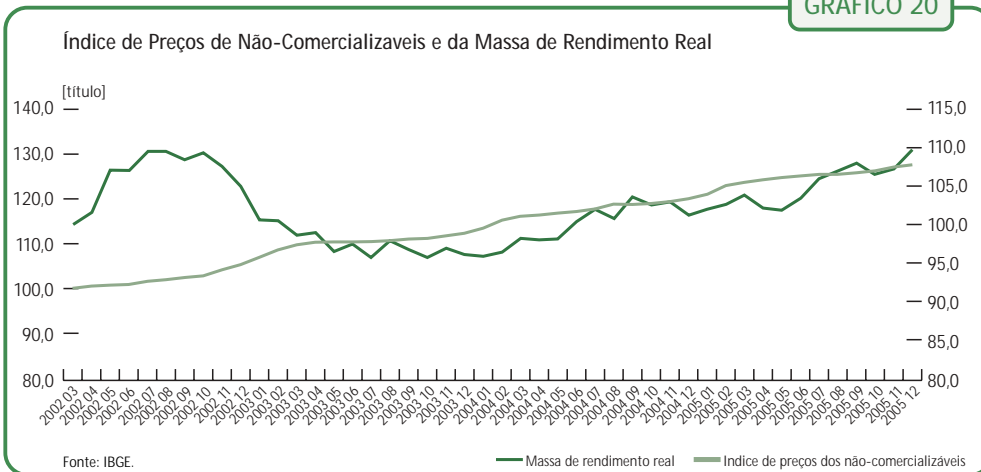
Ainda que seja necessária mais pesquisa para entender a dinâmica recente dos bens e serviços não-comercializáveis, é possível afirmar que muitos deles, como educação ou serviços pessoais, por exemplo, têm condições de demanda muito especiais,<sup>31</sup> as quais permitem a manutenção das margens de lucro e repasses maiores dos custos originários de mão-de-obra e de preços dos serviços administrados. Essas condições de demanda especiais explicariam a persistência dos aumentos de preços mesmo em um cenário de desaceleração da demanda agregada.

Ainda outros fatores mais tradicionais também ajudam a explicar o comportamento dos não-comercializáveis. De um lado, a demanda dirigida aos bens e serviços não-comercializáveis depende, entre outras coisas, do nível de ocupação e da renda real da população. Como muitos desses bens e serviços são de natureza não-essencial, um aumento do nível de renda real da população poderá produzir um aumento significativo na demanda, pressionando seus preços. De outro, o aumento de rendimento real pode também significar aumento de custos desses bens. É possível esperar, portanto, uma associação positiva entre aumentos dos preços dos bens não-comercializáveis e aumentos da renda real da população.

O Gráfico 20 mostra o índice de preços dos bens não-comercializáveis e um índice que representa a evolução da massa de rendimentos reais da população.<sup>34</sup> O que se observa é uma sincronia entre aumentos da massa de rendimentos reais e variações de preços dos bens e serviços não-comercializáveis. Por exemplo, entre janeiro e setembro de 2004, a massa de rendimentos reais aumentou 8%, enquanto os preços dos bens não-comercializáveis cresceram 5%. Entre dezembro de 2003 e dezembro de 2005, o índice de preços dos não-comercializáveis aumentou 13,6% e a massa de rendimento real, 14%.

Resulta claro que a combinação de choques de preços internacionais e a melhora dos rendimentos reais no mercado de trabalho em 2004 pressionaram os

GRÁFICO 20



preços livres da economia. Essas pressões continuaram em 2005, mesmo depois da alta de juros.

Indicadores convencionais do estado da demanda agregada também confirmam a existência de pressões de demanda na economia. O indicador de utilização da capacidade instalada na indústria produzido pela CNI, entre agosto de 2003 e outubro de 2004, subiu de forma ininterrupta, atingindo o valor máximo no período de metas de inflação. Também as estimativas de produto potencial disponível indicavam que o produto efetivo estava superando o produto potencial no segundo semestre de 2004, contribuindo para gerar pressões inflacionárias na economia.

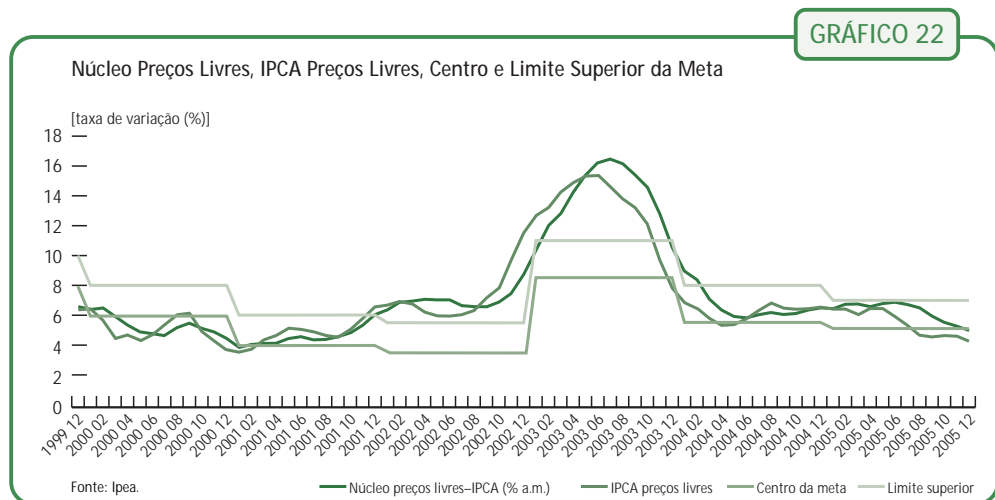
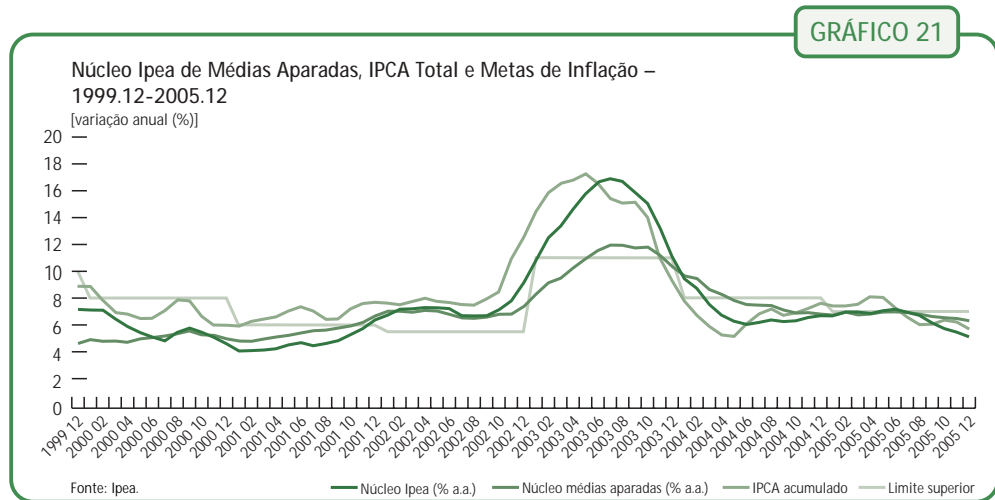
Segue-se que a aceleração da inflação do segundo semestre de 2004 foi um fenômeno não apenas resultante da alta dos preços internacionais – um choque de oferta passível de ser acomodado por elevação da meta –, mas também impulsionado pela melhora dos indicadores de emprego e de rendimento na economia. A melhora do consumo das famílias, o comércio exterior e o investimento fortaleceram as condições da demanda agregada na economia, aproximando o produto efetivo da capacidade de oferta da economia, como mostram os indicadores de utilização da capacidade e hiato do produto.<sup>33</sup> É importante lembrar que o crescimento do investimento foi certamente um fator positivo ao longo do ano, mas ele se materializa em capacidade de produção adicional com uma defasagem que pode ser longa em alguns casos, como, por exemplo, a infra-estrutura.

Pela diversidade de pressões sobre as variações de preços, a aceleração da inflação não foi um fenômeno isolado a um grupo pequeno de produtos e serviços, mas generalizado. Uma evidência disso foi a aceleração das diversas medidas de núcleos da inflação e sua aproximação à variação do índice cheio em 12 meses.

Núcleo de inflação é uma medida de inflação que busca levar em conta somente aquelas variações de preços mais próximas dos valores centrais da distribuição de freqüência de variação de preços, excluindo variações extremas ou marginais. Existem diversas metodologias para capturar esse fenômeno (núcleos simples, médias aparadas etc.). Quando a inflação é generalizada, os valores tendem a se concentrar em torno dos valores médios, com pouca dispersão. Nesses casos, os núcleos mostram a mesma tendência de variação dos índices cheios e se aproximam deles. Mas quando a inflação é alavancada por extremos com ampla dispersão, ou seja, a grande maioria dos preços está se alterando num patamar e alguns poucos produtos estão variando num patamar muito mais elevado, então as medidas de núcleo de inflação se distanciam das medidas de índice cheio – para mais detalhes, ver Quadro 3.

O Gráfico 21 apresenta o comportamento de duas medidas de núcleo comparado com o IPCA. No início de 2004 as medidas de núcleo refletiam uma tendência inflacionária maior, o que estava sendo mascarado nos índices cheios pela presença de quedas extremas que deprimiam os índices em 12 meses. A partir de meados de 2004, os índices se aproximam, apontando para uma generalização das variações em torno dos valores médios.

O Gráfico 22 apresenta o desempenho das variações do núcleo dos preços livres e o índice de preços dos preços livres. Na primeira metade de 2004, quedas extremas de alguns produtos permitiram a aproximação do índice cheio dos preços livres ao piso da meta. Na segunda metade, os índices mostram uma tendência de elevação e se aproximam do teto do intervalo de variação em torno da meta, indicando uma generalização das altas.



### Núcleos de Inflação

As medidas de núcleo da inflação têm por objetivo isolar os efeitos temporários ou localizados causados por choques de oferta de forma a evitar que oscilações em preços de bens ou serviços específicos influenciem a percepção em relação às variações do nível geral de preços, as quais devem refletir o comportamento da demanda agregada. O cálculo de núcleo de inflação é especialmente importante nos países que adotam o regime de metas inflacionárias, uma vez que, ao isolar o efeito de choques localizados sobre a inflação, eles permitem identificar a tendência de mais longo prazo da variação do nível geral de preços, impedindo que a política monetária reaja desnecessariamente diante de eventuais flutuações das taxas mensais de inflação, ou, na situação contrária, dá espaço para que a autoridade monetária antecipe seus movimentos de ajuste. Em ambos os casos, ajuda a reduzir a volatilidade econômica. O cálculo dessas medidas de núcleo de inflação pode ser feito com base em diversas metodologias, que têm vantagens e desvantagens. São apresentadas duas das mais usuais metodologias de cálculo, assim como a metodologia utilizada pelo Ipea.

#### Núcleo por Exclusão

O núcleo por exclusão é em geral calculado simplesmente extraindo-se do índice os itens que historicamente apresentam as maiores oscilações, como as *commodities* agrícolas e os derivados de petróleo. Para o caso brasileiro, o Bacen adotou como metodologia o expurgo das variações dos itens alimentação no domicílio e preços administrados. Após sua exclusão, os demais itens são reponderados e o índice recalculado com os novos pesos. O pressuposto dessa forma de calcular o núcleo é que as flutuações nos itens excluídos sejam realmente transitórias, ou seja, que elas não se propaguem para o futuro. A utilidade do núcleo calculado dessa maneira depende claramente de quão voláteis são os preços dos itens excluídos. Uma das críticas atribuídas ao núcleo por exclusão é que, ao excluir de forma arbitrária do seu cálculo um número relativamente grande de itens, ele pode estar deixando de captar informações importantes acerca da tendência inflacionária para os meses à frente.

#### Núcleo por Médias Aparadas

Pode ser que em alguns países os preços de determinados itens sejam mais voláteis, isto é, tragam pouca informação sobre a tendência mais geral da inflação no futuro, enquanto em outros isso não ocorre. Para evitar essa arbitrariedade no cálculo do núcleo de inflação, uma alternativa é o cálculo do núcleo por médias aparadas. Nesse caso, extraem-se do índice cheio os itens com as 20% maiores e as 20% menores variações de preços, assumindo que variações muito distantes da média refletem fatores específicos daqueles produtos, e não fatores ligados à demanda agregada. Assim como ocorre no núcleo por exclusão, os itens remanescentes são reponderados e as novas contribuições são calculadas. Como não há itens previamente definidos, nada impede que um item excluído em um determinado mês possa fazer parte do núcleo de inflação no mês seguinte e vice-versa. Um ajuste importante que é feito no cálculo dessa medida de núcleo é a suavização das variações de itens como combustíveis, energia, educação e comunicação, entre outros, cujos reajustes se concentram em determinados meses do ano. Como esses itens apresentam reajustes pouco frequentes, poucas ou apenas uma vez ao ano, a tendência é a de que, quando ocorressem, fossem proporcionalmente elevados, fazendo com que ficassem sempre de fora do cálculo. Isso certamente seria algo impróprio, pois sua variação traz informações importantes para a tendência da inflação. A suavização é feita substituindo-se a variação efetiva no mês pela média geométrica das

continua

continuação

variações registradas nos últimos 12 meses, incluindo aí a do próprio mês para qual está sendo feito o cálculo.

### Núcleo IPEA

Nas duas metodologias de cálculo de núcleo da inflação expostas anteriormente há um certo grau de arbitrariedade na construção: no núcleo por exclusão, a arbitrariedade está nos itens excluídos; no núcleo por médias aparadas, no ponto de corte (no caso, os 20%). Essas arbitrariedades provocam em maior ou menor grau alguma perda de informação. Para se evitar esse problema, foi desenvolvido no Ipea um método alternativo que equivale a reponderar pelo inverso da variância todos os itens que compõem o índice cheio. Nesse caso, itens que historicamente possuem grandes volatilidades ao longo do tempo entram no cálculo com um peso menor do que o original; itens com maior sensibilidade a choques, ou que apresentam caráter sazonal, têm suas contribuições reduzidas, ao passo que outros, com menor variância e cujas variações trazem implicitamente maior informação sobre a tendência da inflação, têm suas contribuições aumentadas.

GRÁFICO 23

PCA versus Núcleo por Exclusão

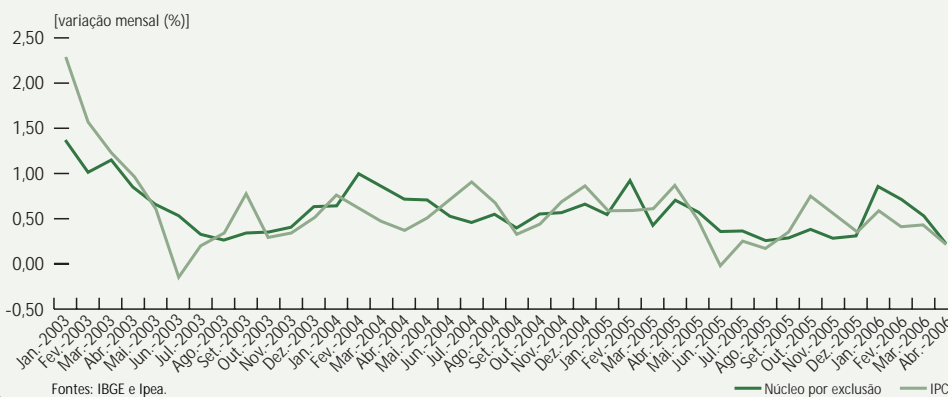
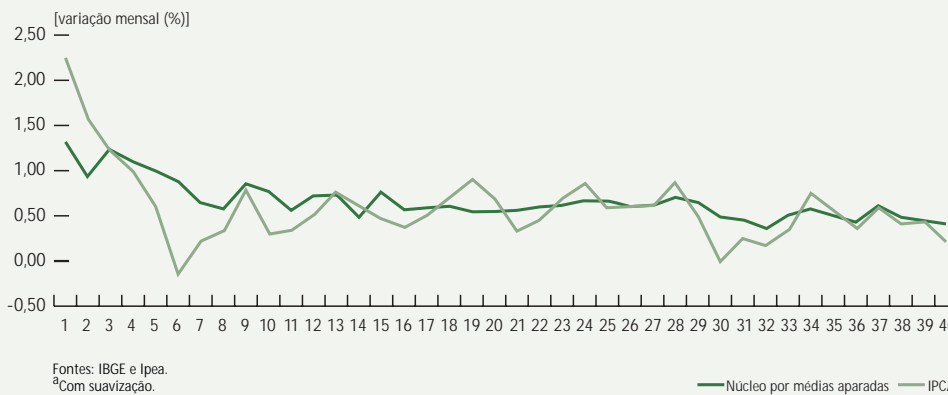
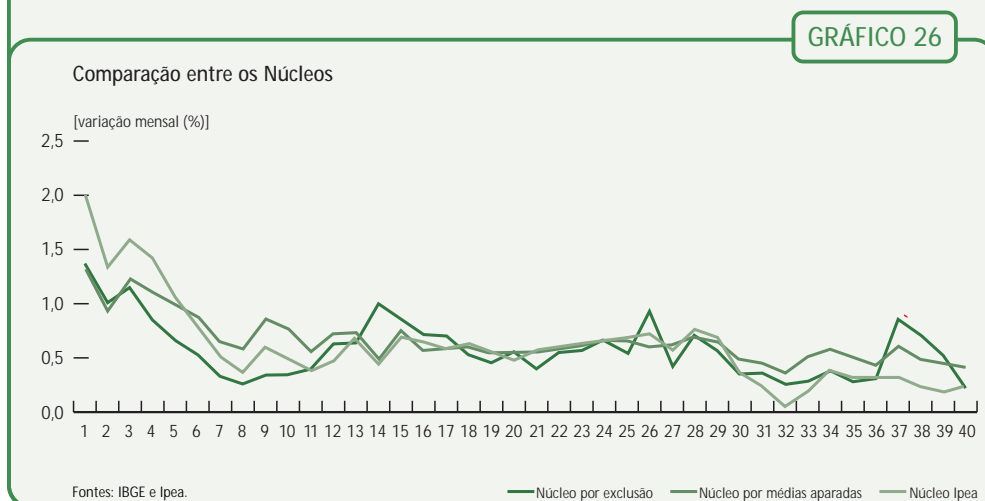
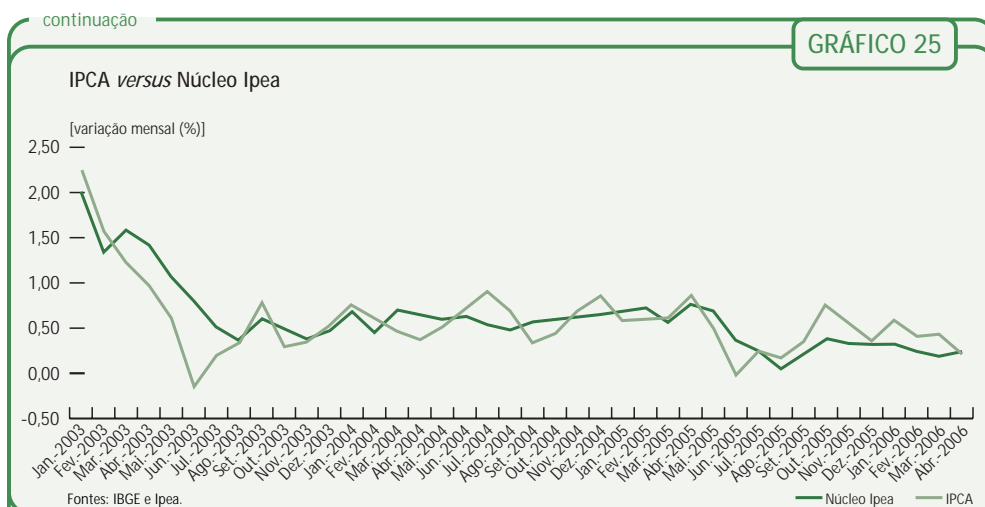


GRÁFICO 24

IPCA versus Núcleo por Médias Aparadas<sup>a</sup>



continua



## A Oportunidade da Reação da Política Monetária

Se estivermos interessados em saber se foi ou não oportuna a reação da autoridade monetária diante de um quadro de elevação da inflação, uma pergunta sobressai: estava em curso em 2004 uma aceleração da tendência de inflação que pudesse comprometer o cumprimento das metas? Conforme visto aqui, a aceleração inflacionária era generalizada e parece evidente que os riscos de não se atingir a meta em 2005 eram elevados. Esse era o dilema da condução da política monetária. Como justificar um não-cumprimento da meta em tempo de normalidade econômica, sem choque externo ou de confiança? Caso isso ocorresse, provocaria importante desgaste à credibilidade do sistema de metas e ao esforço de estabilização que o país vem realizando.

Como discutido no início deste capítulo, inflações de 7% a 8% a.a. não podem ser consideradas baixas no atual momento da economia mundial. E permitir variações de preços nesse patamar por dois anos seguidos em uma sociedade com forte memória inflacionária poderia gerar demanda por mecanismos de indexação, com desastrosos efeitos sobre o controle monetário, além de inexorável perda de credibilidade e de reputação da autoridade monetária, com riscos para estabilizações futuras – se necessárias.

Um dos argumentos que poderia ser utilizado contra a oportunidade da reação da autoridade monetária é que a inflação tinha origem em choques de oferta – pelos aumentos dos preços internacionais – e que, portanto, controlar apenas o lado da demanda seria ineficaz, além de inadequado. Ora, como foi apresentado, havia um conjunto mais amplo de elementos a justificar a elevação da inflação. A recuperação do mercado de trabalho e as condições gerais da demanda agregada na economia estavam também contribuindo para a aceleração inflacionária, pela sua influência sobre os bens e serviços não-comercializáveis e pelo repasse das altas de preços na cadeia dos comercializáveis.

Nessas situações, a política monetária deve reduzir a taxa de crescimento da demanda agregada, elevando os juros para diminuir os repasses dos custos mais elevados – inclusive aqueles associados a serviços públicos e outros bens cujos preços são monitorados ou administrados por contratos supervisionados pelo poder público –, e ajustar as expectativas na formação de preços. Para controlar uma alta generalizada de preços, a política monetária exerce influência sobre os preços de bens e serviços com maior sensibilidade às variações da demanda e, com isso, orienta a formação das expectativas de preços na economia. Obviamente que se poderia atuar sobre outros componentes, como, por exemplo, por meio de estímulos à ampliação da oferta, mas isso não apenas está fora do escopo da política monetária, como também o tempo de resposta dessas ações e a diminuta margem de manobra por parte do Estado, dadas as severas limitações fiscais – como debatido na edição de 2005 desta série –, fazem com que essas opções não estejam verdadeiramente disponíveis.

Por fim, é necessário se perguntar quais poderiam ter sido as conseqüências de não elevar os juros no último trimestre de 2004. É razoável supor que a inflação teria sido muito maior do que os 7% a 8% observados. A variação anual dos preços livres da economia, mais afetados pelas condições de demanda, permaneceram em patamar de 6% a 7% entre agosto de 2004 e maio de 2005, para cair gradualmente até 4,2% em dezembro. Isso indica que a alta dos juros foi necessária para primeiro segurar e, depois, reduzir a taxa de crescimento dos preços livres da economia.

## Os Custos do Controle da Aceleração Inflacionária

De acordo com o que foi visto neste capítulo, para diminuir a inflação o Bacen tem o dever de aumentar os juros de curto prazo, reduzindo a demanda e ajustando o crescimento efetivo da economia às possibilidades produtivas no curto prazo. Logo, a política monetária no sistema de metas tem impacto direto no crescimento de curto prazo. E isso ocorre também em economias com inflações moderadas ou baixas. Por essa razão, sempre se discute a intensidade da política monetária em termos de sua contundência e permanência.

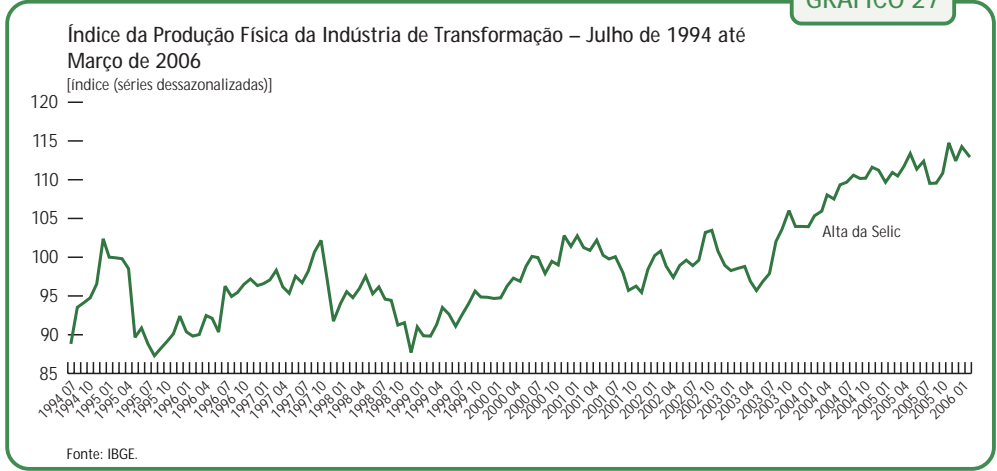
Em termos de contundência, verificaram-se aqui evidências de que o aperto monetário foi dado em dose adequada para reverter o quadro de inflação. Em termos de permanência, é difícil julgar se o ajuste feito em 2004-2005 foi prolongado ou não. A persistência do processo de aceleração da inflação iniciado em meados de 2004, mesmo depois das primeiras altas das taxas de juros, indica que era necessário um aperto prolongado da política monetária. De fato, a inflação em 12 meses permaneceu em patamar acima do limite superior da banda de janeiro até junho de 2005, o que pode explicar as altas de juros no início de 2005 e a manutenção de juros próximos de 20% a.a. por quatro meses no segundo e terceiro trimestres do mesmo ano. Mesmo com juros reais elevados, a inflação demorou a ceder e foi superior ao objetivo buscado pelo Bacen. Dessa maneira, analisando sob a ótica dos objetivos perseguidos pela autoridade monetária, não é possível afirmar que o ajuste monetário tenha se prolongado demais.

O sacrifício em nível de produto também não é uma questão de fácil resposta, pois outros fatores afetam simultaneamente as decisões de produção. De fato, a economia brasileira cresceu aproximadamente 5% em 2004, mas desacelerou seu crescimento para 2,3% em 2005. Mas será que toda essa redução é explicada pelo aperto monetário? É certo que a política monetária influi diferentemente sobre os diferentes setores que compõem o PIB. Entre eles, o da indústria de transformação pode ser o mais sensível aos movimentos da taxa de juros de curto prazo, pela natureza das suas atividades e pelas características da sua demanda. Por isso, uma outra maneira de observar o impacto do aperto monetário na atividade econômica é pela magnitude e pela duração da queda do produto industrial após o aperto monetário.

O Gráfico 27 apresenta a série com ajuste sazonal da produção física da indústria de transformação desde julho de 1994 até março de 2006. Nele podem ser observadas as quedas da produção industrial que seguiram a apertos monetários significativos na última década. A distância entre o pico e o vale da produção no período imediatamente após o ajuste possibilita que se visualize a magnitude do



GRÁFICO 27



sacrifício de produção associado, ainda que não totalmente explicado, à alta dos juros na economia. As quedas na década de 1990 são importantes, mas aquela observada entre junho e outubro de 2005 – depois do aperto monetário iniciado em setembro de 2004 – não parece profunda, ou de magnitude similar à das anteriores.

Para estimar a duração e os custos, em nível de queda da produção industrial, dos ajustes monetários no período de estabilização, foram considerados os meses transcorridos e a queda de produção acumulada entre o pico e o vale da produção industrial no período imediato após o início da alta de juros. Os resultados estão apresentados na Tabela 12. A queda da produção industrial no ajuste monetário de 2004 foi a de menor duração e com a menor perda de produção acumulada no período recente. O que essa evidência indica é que o controle da estabilidade em 2004 teve o menor custo em termos de queda da produção industrial desde 1994.

TABELA 12  
Duração e Intensidade da Redução da Produção Industrial no Período Imediatamente Posterior a um Ajuste Monetário na Economia Brasileira – 1994-2005

	Crise de dezembro de 1994	Crise russa	Economia americana, racionamento e crise argentina	Crise de 2002	Estabilização 2004-2005
Número de meses	12-1994 até 05-1995	05-1998 até 02-1999	12-2000 até 10-2001	11-2002 até 06-2003	06-2005 até 10-2005
1	-2,32	-2,35	-1,34	-2,64	-1,76
2	-0,13	0,90	1,33	-1,81	0,95
3	-0,08	-1,60	-1,49	-0,67	-2,58
4	-1,29	-0,21	-0,36	0,20	0,04

(continua)

(continuação)

	Crise de dezembro de 1994	Crise russa	Economia americana, racionamento e crise argentina	Crise de 2002	Estabilização 2004-2005
Número de meses	12-1994 até 05-1995	05-1998 até 02-1999	12-2000 até 10-2001	11-2002 até 06-2003	06-2005 até 10-2005
5	-9,00	-3,32	1,30	0,32	
6		0,33	-1,90	-1,95	
7		-4,18	-0,45	-1,22	
8		3,74	0,24		
9		-1,25	-2,02		
10			-2,31		
Total de meses	5	9	10	7	4
Queda acumulada da produção da indústria de transformação	12,40	8,02	6,50	7,52	3,35

Fonte: IBGE/PIM-PF.

Obs.: A primeira data corresponde ao pico da produção antes do episódio de queda do produto. A última data corresponde ao vale da atividade.

## 7. A NECESSIDADE DE MELHORAR A COMBINAÇÃO DE POLÍTICA MACROECONÔMICA

A inflação brasileira foi alta entre 2001 e 2004 tanto em nível internacional quanto em relação ao próprio desempenho brasileiro no período 1996-2000. No final de 2002, a política monetária iniciou um ajuste gradual para reduzir a inflação que persistiu ao longo de 2003, utilizando metas anuais elevadas para evitar um alto sacrifício da atividade econômica. Depois de um período de redução da inflação, esta voltou a acelerar em meados de 2004.

A decisão do Bacen de apertar a política monetária em 2004 e 2005 foi, apesar de difícil, correta. Não atuar teria sido desgastar a reputação da autoridade monetária e seu compromisso com as metas. Deixar a inflação subir acima da meta pode ser feito em circunstâncias excepcionais no regime de metas – como de fato foram os choques externos e de confiança de 2001 e 2002 –, mas o Bacen não podia deixar de combater uma alta de preços como a de 2004, que tinha todas as características típicas de uma aceleração inflacionária – com pressões originadas tanto em fatores de custo como de demanda. Muito foi discutido sobre os custos da estabilização do ano passado, mas a evidência apresentada neste capítulo mostra que os custos em termos de atividade não foram maiores do que em experiências anteriores de desinflação.

A reação das autoridades monetárias em 2004-2005 foi adequada para superar o desafio colocado à sua reputação e à credibilidade do sistema. Mas é preciso avançar na construção de fundamentos mais permanentes para a estabilização da economia brasileira que efetivamente reduzam seus custos e seus dilemas.

Duas iniciativas contribuiriam para reforçar a credibilidade do sistema de metas e para reduzir os custos de manutenção de uma inflação baixa: um ajuste fiscal que minimize os desequilíbrios estruturais existentes no setor público brasileiro – tal como exaustivamente assinalado na edição de 2005 desta série – e a independência operativa formal do Bacen. Estas duas iniciativas permitiriam melhorar a combinação da política macroeconômica, diminuindo as pressões sobre a taxa de juros como instrumento de estabilização e os riscos inflacionários presentes na economia brasileira.

Reduzir os desequilíbrios existentes no setor público brasileiro consiste, basicamente, em acelerar a redução da proporção dívida líquida/PIB, com melhor composição de gastos e receitas do setor público. Essa iniciativa tem como primeiro objetivo reduzir a dominância fiscal sobre o regime de metas de inflação, ou seja, diminuir a probabilidade de descontrole fiscal no futuro que ameace a política monetária. Isso teria um efeito positivo sobre as expectativas de preços e sobre a credibilidade do sistema de metas, possibilitando controlar a inflação com juros reais menores. Mas a melhor composição de gastos e receitas do setor público teria adicionalmente uma série de efeitos positivos sobre a economia.

Em primeiro lugar, a redução do ritmo de crescimento dos gastos correntes sobre o PIB<sup>34</sup> permitiria aumentar os gastos de investimento, com seus desdobramentos positivos sobre a infra-estrutura e sobre a capacidade de crescimento da economia. O maior investimento do setor público teria uma relação positiva com a oferta agregada da economia, ampliando as possibilidades de controle da inflação com juros reais menores.

Em segundo lugar, a gradual diminuição da carga tributária sobre o setor privado permitiria aumentar a renda disponível, com efeitos positivos sobre o nível de vida da população e sobre o investimento das empresas. De fato, como se pode constatar nas inúmeras sondagens de opinião junto a empresas e empresários no período recente, o aumento da carga tributária dos últimos anos constitui um dos principais fatores de inibição à expansão do investimento e da produção.

Por fim, a interação entre a política fiscal e monetária teria características mais positivas do que no presente. Na atualidade, a alta relação dívida/PIB e a elevada proporção dos gastos correntes em comparação aos gastos de investimento pressionam a inflação. Por sua vez, os altos juros reais da política monetária com o objetivo de controlar a inflação deterioram a dinâmica da dívida.

Uma vez feita a opção por reduzir de forma consistente os desequilíbrios do setor público, seria possível a redução sistemática dos juros reais com que opera a política monetária, de modo que viesse a contribuir positivamente sobre a própria dinâmica da dívida pública.

A independência operativa formal do Bacen aumentaria a credibilidade do sistema de metas de inflação porque permitiria maiores garantias de que as autoridades monetárias teriam condições de cumprir a meta de inflação perseguida, sem interferências de natureza política. É preciso destacar que, na prática, o Bacen já vem operando com independência desde o início do regime de metas, o que indica que a sociedade está preparada para uma discussão séria e desapaixonada acerca da institucionalização. Isso aumentaria a credibilidade da meta e afetaria positivamente as expectativas de preços do conjunto da economia, reduzindo os aumentos acima da meta. Com maior número de preços convergindo para a meta, a taxa de juros poderia diminuir, contribuindo para que a demanda agregada operasse mais próxima do potencial de oferta da economia.

A redução dos desequilíbrios estruturais existentes no setor público brasileiro permitirá não somente diminuir os custos atuais do controle da inflação, mas também possibilitará a alocação de recursos e energia no sentido de ampliar a capacidade de oferta da economia, com impactos positivos sobre a demanda e o funcionamento do mercado de trabalho. Mas os desafios que enfrenta o mercado de trabalho brasileiro não se esgotam nos condicionamentos macroeconômicos impostos a seu funcionamento. É preciso também atuar sobre suas instituições e sobre determinadas características que afetam os trabalhadores brasileiros, conforme apontam e discutem os capítulos seguintes neste livro.

## REFERÊNCIAS

- ALVES, S. A. L., AREOSA, W. D. *Targets and inflation dynamics*. Oct. 2005 (Working Paper Series, 100).
- ALVES, S. A. L., AREOSA, W. D., TOMBINI, A. A. The evolving inflation process in Brazil. *Paper presented in the Autumn Central Bank Economists' meeting*, at the Bank of International Settlements, Basel, Switzerland, 2006.
- ALVES, S. A. L., KFOURY MUIINHOS, M. *Médium-size macroeconomic model for the brazilian economy*. Banco Central do Brasil, 2005, mimeo.
- AMADEO, E., MONTERO, F. Crescimento econômico e a restrição de poupança. In: GIAMBIAGI, F. *et alii* (eds.). *Economia brasileira contemporânea (1945-2004)*. Campus, 2005.
- BACEN. *Boletim*, Seção Balanço de Pagamentos. Disponível em : <[www.ipeadata.gov.br](http://www.ipeadata.gov.br)>.
- BARRO, R. Inflation and growth. *Federal Reserve Bank of St Louis Review*, v. 78, p.153-169, May/June 1996.
- . *Inflation and economic growth*. Oct. 2005 (NBER Working Papers, 5.326).

- BARRO, R., GORDON, D. A positive theory of monetary policy in a natural rate model. *Journal of Political Economy*, v. 91, n. 4, p. 589-610, 1983.
- BERNANKE, B. *et alii*. *Inflation targeting: lessons from international experience*. Princeton, Princeton University Press, 1999.
- BEVILAQUA, A. S., LOYO, E. *Brazil's stress test of inflation targeting*. Basel, Switzerland: Bank of International Settlements (BIS), (Papers, 23).
- BLANCHARD, O. Fiscal dominance and inflation targeting: lessons from Brazil. In: GIAVAZZI, F., GOLDFAJN, I., HERRERA, S. (eds.). *Inflation targeting, debt and the brazilian experience, 1999 to 2003*. Cambridge, Massachusetts: The MIT Press, 2006.
- BOYD, J. H., LEVINE, R., SMITH, B. D. *Inflation and financial market performance*. University of Minnesota, Oct. 1996 (Working Paper, 9.605).
- BRUNO, M., EASTERLY, W. *Inflation crises and long-run growth*. World Bank, Sep. 1995 (Policy Research Working Paper, 1.517).
- . Inflation and Growth: in search of a stable relationship. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, n. 78, p. 139-146, 1996.
- CARNEIRO, D. D. *Crescimento econômico e instabilidade no Brasil*. Dez. 1999 (Texto para Discussão, 410).
- CARNEIRO, D. D., WHU, T. *Taxa de juros nos dois regimes cambiais: papel da inflação e das variáveis externas*. Instituto de Estudos de Política Econômica, Casa das Garças, Jan. 2005 (Texto para Discussão, 6).
- CARRUTH, A., DICKERSON, A., HENLEY, A. What do we know about investment under uncertainty. *Journal of Economic Surveys*, v. 14, n. 2, p. 119-153, 2000.
- CARVALHO, L. M. *et alii*. *Cenários para as taxas de juros e inflação para 2006-2007: qual deveria ser a meta de inflação de 2008?* Ipea, maio, 2006 (Texto para Discussão, 1.178).
- CERISOLA, M., GASTON GELOS, R. *What drives inflation expectations in Brazil? An empirical analysis*. International Monetary Fund, June, 2005 (Working Paper, 05/19).
- CÉSPEDES, B. *et alii*. *Measuring monetary policy stance in Brazil*. Ipea, Oct. 2005 (Texto para Discussão, 1.128).
- CHARI, V. V., JONES, L. E., MANUELLI, R. E. Inflation, growth and financial intermediation. *The Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, v. 78, n. 3, p.41-58, May/June, 1996.
- CLARK, T. Cross-country evidence on long run growth and inflation. *Economic Inquiry*, v. XXXV, p. 70-81, Jan. 1996.
- DEBELLE, G. *Inflation targeting in practice*. International Monetary Fund, Mar. 1997 (Working Paper, 97/35).
- DE GREGÓRIO, J. Inflation, taxation, and long-run growth. *Journal of Monetary Economics*, v. 31, n. 3, p. 271-298, 1993.
- DELFINO NETTO, A., GIAMBIAGI, F. *O Brasil precisa de uma agenda de consenso*. Ipea, dez. 2005 (Nota Técnica, Boletim de Conjuntura, 71).
- DORNBUSCH, R., FISCHER, S. *Moderate inflation*. Nov. 1991 (NBER Working Papers, 3.896).
- FAVERO, C., GIAVAZZI, F. Inflation targeting and debt: lessons from Brazil. In: GIAVAZZI, F., GOLDFAJN, I., HERRERA, S. (eds.). *Inflation targeting, debt and the brazilian experience, 1999 to 2003*. Cambridge, Massachusetts: The MIT Press, 2006.

- FGV. *Sondagem Industrial, utilização da capacidade, indústria de transformação geral - Brasil*. Dados trimestrais referentes a janeiro, abril, julho e outubro de cada ano.
- FISCHER, S. *The role of macroeconomic factors in growth*. Dec. 1993 (NBER Working Papers, 4.565).
- FRAGA, A., GOLDFAJN, I., MINELLA, A. *Inflation targeting in emerging market economies*. Banco Central do Brasil, jun. 2003 (Working Paper Series, 76).
- FRANCO, G. Auge e declínio do inflacionismo no Brasil. In: GIAMBIAGI, F. et alii (eds.). *Economia brasileira contemporânea (1945-2004)*, Campus, 2005.
- FRIEDMAN, M. The role of monetary policy. *American Economic Review*, v. 58, p. 1-57, 1968.
- . Nobel lecture: inflation and unemployment. *Journal of Political Economy*, v. 85, n. 3, p. 451-472, 1977.
- FMI. Fundo Monetário Internacional. *World economic outlook*, Sep. 2005.
- GARCIA, M. *Inflation targeting in Brazil: evaluation and policy lessons for Latin American countries*. Rio de Janeiro: PUC, jan. 2006, mimeo.
- GIAMBIAGI, F. *Uma agenda fiscal para 2007-2010*. Ipea, out. 2005 (Texto para Discussão, 1.123).
- GIAMBIAGI, F., (eds.). *Economia brasileira contemporânea (1945-2004)*. Campus, 2005.
- GIAMBIAGI, F., MATHIAS, A., VELHO, E. *O aperfeiçoamento do regime de metas de inflação no Brasil*. Ipea, maio, 2006 (Texto para Discussão, 1.183).
- GIAMBIAGI, F., TAFNER, P. *Reforma das instituições fiscais para a redução da despesa e da carga tributária e aumento da eficiência do estado*. Fórum Inae, 2006.
- GIAMBIAGI, F., REIS, J. G., URANI, A. (eds.). *Reformas no Brasil: balanço e agenda*. Nova Fronteira, 2004.
- GIAMBIAGI, F., GOLDFAJN, I., HERRERA, S. (eds.). *Inflation targeting, debt and the brazilian experience, 1999 to 2003*. Cambridge, Massachusetts: The MIT Press, 2006.
- GOLOB, J. Does inflation uncertainty increase with inflation? *Economic Review*, Third Quarter, p. 27-38. 1994.
- HESS, G. D., MORRIS, C. S. The long run costs of moderate inflation. Federal Reserve Bank of Kansas City, *Economic Review*, Second Quarter, p. 71-88, 1996.
- JÁCOME, L., VÁZQUEZ, F. *Any link between legal central bank independence and inflation? Evidence from Latin América and the Caribbean*. International Monetary Fund, 2005 (Working Paper, 05/75).
- KYDLAND, F., PRESCOTT, E. Rules rather than discretion: the inconsistency of optimal plans. *Journal of Political Economy*, v. 85, n. 3, p. 473-492, 1977.
- LEVINE, R., ZERVOS, S. What have we learned about policy and growth from cross-country regressions. *American Economic Review (Papers and Proceedings)*, v. 83, n. 2, p. 426-430, 1993.
- LOWENKRON, A., GARCIA, M. *Médium run effects of short run inflation surprises: monetary policy credibility and inflation risk premium*. Rio de Janeiro: PUC/Departamento de Economia, July, 2005.
- MINELLA, A. et alii. *Inflation targeting in Brazil: constructing credibility under exchange rate volatility*. Banco Central do Brasil, July, 2003 (Working Paper Series, 77).
- MISHKIN, F. *International experiences with different monetary policy regimes*. Feb. 1999 (NBER Working Papers, 6.965).
- . *Inflation targeting in emerging market countries*. Mar. 2000 (NBER Working Paper, 7.618).

- . *Can inflation targeting work in emerging market countries?* Jul. 2004 (NBER Working Paper, 10.646).
- PARENTE LAMEIRA, M. A., GIAMBIAGI, F. *Um caso de inércia inflacionária: o que está acontecendo com os preços dos bens e serviços não comercializáveis?* Mar. 2006 (Nota Técnica, Boletim de Conjuntura, 72).
- PASTORE, A. C., PINOTTI, M. C. Fiscal Policy, inflation and the balance of payments in Brazil. In: GIAVAZZI, F., GOLDFAJN, I., HERRERA, S. (eds.). *Inflation targeting, debt and the brazilian experience, 1999 to 2003*. Cambridge, Massachusetts: The MIT Press, 2006.
- RAGAN, C. *On the believable benefits of low inflation*. Bank of Canadá, Sep. 1998 (Working Paper, 98-15).
- ROMER, D. *Advanced macroeconomics*, McGraw-Hill Companies, Inc., 1996.
- SCHWARTSMAN, A. Metas para a inflação: imperfeitas para um mundo imperfeito. In: GIAMBIAGI, F., REIS, J. G., URANI, A. (eds.). *Reformas no Brasil: Balanço e Agenda*. Nova Fronteira, 2004.
- SPRINGER de Freitas, P., BUGARIN, M. Preços administrados e política monetária. *Trabalho apresentado ao VI Seminário sobre Metas de Inflação*, organizado pelo Banco Central do Brasil, 2005.
- SOUZA JUNIOR, J. R. *Produto potencial: conceitos, métodos de estimação e aplicação à economia brasileira*. Nov. 2005 (Texto para Discussão, 1.130).
- TEMPLE, J. Inflation and growth: stories short and tall. *Journal of Economic Surveys*, v. 14, n. 4, p. 395-426, 2000.
- TOBIN, J. Money and economic growth. *Econometrica*, v. 33, n. 4, p. 671-684, 1965.
- TOMMASI, M. The consequences of price instability on search markets: towards understanding the effects of inflation. *American Economic Review*, v. 84, n. 5, p. 1.385-1.396, Dec. 1994.
- WOODFORD, M. *Interest and prices: foundations of a theory of monetary policy*. Princeton University Press, 2003.

## NOTAS

1. Os dados são trimestrais e referentes aos meses de janeiro, abril, julho e outubro de cada ano.
2. Embora a análise esteja focada nos anos de 2004 e 2005, o ano de 2003 também está indicado nos gráficos, para que os dados de 2004 possam ser vistos com um mínimo de perspectiva.
3. O indicador conjuntural da indústria da FGV se refere ao percentual de empresas que relatam haver estoques excessivos menos o percentual que relata ter estoques insuficientes. O outro indicador é obtido pela variação percentual em três meses da média móvel de três meses da produção industrial dessazonalizada, menos a variação das vendas reais da indústria, na mesma transformação.
4. A partir de dados do PIB trimestral – Contas Nacionais anuais para o período ainda não disponíveis.
5. Em 2004, usou-se o deflator do PIB; em 2005, o IPCA médio anual, com base no *Boletim de Conjuntura* do Ipea de março de 2006.
6. A economia mexicana tem um papel central no desempenho do grupo em foco.
7. Franco (2005, p. 260) enfatiza esse ponto e cita como exemplo dessa concepção estruturalista o trabalho *O falso dilema entre estabilidade e crescimento*. Segundo Prebisch, o autor, “a espiral inflacionária costuma ser o caminho mais rápido” para resolver os problemas de desenvolvimento, ainda que seja “um processo socialmente custoso e regressivo de elevar o coeficiente de poupança”.
8. Friedman (1968 e 1977) desenvolveu essa idéia e fez essa discussão em termos de nível de atividade, e não de crescimento. Para ele, existiria uma *taxa natural* de desemprego determinada pelas forças reais

da economia e que a política monetária poderia reduzir temporariamente, mas ao custo de gerar mais inflação no longo prazo. Sem prejuízo, o argumento pode se estender para a análise do crescimento, com as mesmas implicações.

9. Nessa visão mais recente, a inflação no presente é resultado das expectativas de inflação, da inflação no período passado e da situação relativa da demanda agregada em relação à capacidade de oferta. Um banco central pode ter incentivos para se engajar em políticas expansivas porque suas ações podem ter algum impacto na atividade no curto prazo, *mas não poderá fazer isso de forma sistemática*. O público aprenderá o comportamento do banco central e antecipará esse comportamento na fixação de preços, criando um viés inflacionário na economia. Ver, por exemplo, Romer (1996).
10. Os principais estudos empíricos em que se analisam os efeitos das variáveis macroeconômicas sobre o crescimento são: Fischer (1993); Barro (1996 e 2005); Levine e Zervos (1993); e Clark (1996).
11. Nesses modelos, a perda de valor dos recursos em caixa das empresas estimularia a aplicação em ativos reais e produtivos [Tobin (1965)]. A acumulação de ativos reais era um mecanismo de proteção contra a deterioração dos ativos monetários. Isso parece ter acontecido no Brasil no final dos anos 1980.
12. Ver, a respeito, De Gregório (1993) e Chari, Jones e Manuelli (1996).
13. Ver Golob (1994). Hess e Morris (1996) realizaram estudo com 42 países para um período de 25 anos, associando taxas médias de inflação e medidas de volatilidade da inflação e encontraram forte relação positiva entre elas.
14. A taxa de juros nominal sobre um título ou um ativo deve contemplar o rendimento real esperado desse ativo, a inflação esperada no período de maturação desse ativo e um prêmio pelos riscos associados a esse ativo. A incerteza sobre o comportamento da inflação implica acréscimo de risco e, portanto, aumento da taxa de juros.
15. Temple (2000) assinala que as evidências empíricas mais recentes indicam que a variância de preços relativos é tão maior quanto maior for a taxa de inflação, e está associada aos componentes não antecipados da inflação.
16. A definição do que se entende por inflação baixa ou moderada não é estrita: depende, entre outras coisas, do contexto histórico. Até o início da década de 1990, taxas de inflação baixas eram aquelas inferiores a 10% a.a. e taxas de inflação moderadas eram aquelas que oscilavam entre 10% e 30% a.a. Atualmente, são consideradas taxas de inflação baixas aquelas inferiores a 5% a.a. e são inflações moderadas as que oscilam entre 10% e 15% a.a.
17. Dornbusch e Fischer (1991) analisam os principais processos de inflação moderada na economia mundial. Poucos países, como a Colômbia, por exemplo, permaneceram com inflações moderadas por período prolongado.
18. Para uma análise dos incentivos e razões para perseguir políticas expansionistas no curto prazo sem efeitos duradouros no produto, ver Kydland e Prescott (1977) e Barro e Gordon (1983).
19. Uma alternativa à fixação é permitir uma desvalorização gradual da taxa de câmbio em relação à moeda do país de inflação baixa de maneira a manter um diferencial de inflação.
20. Para a descrição detalhada da metodologia, ver Céspedes *et alii* (2005).
21. As metas para um determinado ano são fixadas no mês de junho de dois anos antes do ano de referência.
22. Apenas para lembrar um deles, entre o primeiro trimestre de 1999 e o último de 2005 os preços internacionais do petróleo praticamente quintuplicaram.
23. As regras de ajuste de preços dos serviços privatizados tiveram como objetivo maximizar o preço de venda – ao reduzir o risco para os investidores de controles de preços –, transferindo para os consumidores o custo dessa decisão. Houve e ainda há muitas críticas sobre as regras de reajuste de



preços, até porque durante certo tempo os reajustes foram superiores à média de variação de preços. E isso também reflete a necessidade de equilibrar o setor público. Com a estabilização da economia e a apreciação mais recente do câmbio, os reajustes começam a ficar inferiores à média geral.

24. É preciso destacar o importante papel dos combustíveis na variação recente dos preços dos produtos administrados. Diferentemente da maioria dos administrados, cujos preços são regidos por contratos, no caso dos combustíveis o preço doméstico é vinculado ao preço internacional e à variação da taxa de câmbio. A alta dos preços internacionais do petróleo não permitiu que a queda do dólar se refletisse nos preços domésticos da gasolina.
25. Pastore e Pinotti (2006) analisam em detalhe a crise de 2002.
26. Blanchard (2006) discute como o aumento de juros nessas circunstâncias pode ter efeitos negativos sobre a percepção da dinâmica da dívida pública e escassos impactos sobre o mercado de câmbio.
27. As expectativas de inflação em 12 meses começaram a ser divulgadas em novembro de 2001.
28. Cerisola e Gaston Gelos (2005) realizaram estudo sobre os determinantes das expectativas de inflação e concluíram que as expectativas são sensíveis à conduta da política fiscal. A decisão de aprofundar o ajuste fiscal e a meta de superávit primário em 2003 teve um impacto significativo nas expectativas de inflação.
29. É nesse contexto que deve ser entendida a reação do Bacen no segundo trimestre de 2004. Naquele momento, a aceleração da inflação indicava a necessidade de um novo ciclo de aperto monetário. Mas existiam dúvidas sobre as condições do Bacen para implementar um novo aperto monetário, e por isso a reação das expectativas foi esperar uma inflação maior do que a meta em 12 meses. O Bacen não podia deixar a inflação de 2005 sair das metas porque isso teria reforçado essa percepção e desgastado a credibilidade do regime de metas. Sua ação hoje é considerada por alguns como superior à necessária. É possível, mas apenas demonstra que, sob risco institucional, a ação da autoridade monetária deve ser superior à que seria necessária na ausência desse risco.
30. Para informações mais detalhadas sobre a resposta dos preços dos produtos comercializáveis e não-comercializáveis a estímulos da demanda, ver Carvalho *et alii* (2006).
31. Essas condições especiais de demanda estão relacionadas ao fato de que esses bens não podem ser substituídos rapidamente no consumo, seja porque são produtos específicos para as necessidades da sua clientela, ou porque são fornecidos por contratos com prazos determinados.
32. Esse índice foi construído multiplicando a população ocupada nas regiões metropolitanas pelo valor do rendimento médio real habitual da nova PME. O rendimento médio habitual captura a remuneração normal, evitando os efeitos de sazonalidade e horas extraordinárias.
33. A economia brasileira operou com elevado hiato durante todo o ano de 2004 até meados de 2005.
34. Como proposto por Giambiagi (2005), Giambiagi e Tafner (2006) e Delfim Netto e Giambiagi (2005), trata-se de que os gastos correntes cresçam menos do que o PIB nominal da economia. Isso implicaria no médio prazo reduzir a carga tributária sobre o setor privado e o superávit primário, aumentando o espaço para o investimento público.