

Novo Consenso Macroeconômico e Regime de Metas de Inflação: algumas implicações para o Brasil

New Consensus on Macroeconomics and the Inflation Targeting Regime: some implications for Brazil

Nuevo Consenso Macroeconómico y Régimen de Metas de Inflación: algunas implicaciones para Brasil

Luiz Fernando de Paula*, Paulo José Saraiva**

RESUMO

O Brasil aderiu ao regime de metas de inflação no ano de 1999, na sequência do fim da âncora cambial do Plano Real. Contudo, a gestão deste regime pelo Banco Central – em parte em função de um passado de alta inflação – ainda se inspira na visão do “novo consenso macroeconômico” que antecede a crise recente, o que tem frequentemente levado a uma política de juros bastante elevados, com impactos negativos sobre o crescimento econômico. Nesta perspectiva, o artigo analisa o que se entende por Novo Consenso Macroeconômico, bem como as implicações em termos de governança da política macroeconômica, em particular no que se refere ao regime de metas de inflação.

Palavras-chave: Novo Consenso Macroeconômico. Regime de metas de inflação. Política monetária.

ABSTRACT

Brazil implemented the inflation targeting regime (ITR) in 1999, following the end of the exchange rate anchor of the Real Plan. On the other hand, the management of the ITR by the Central Bank of Brazil – in part to be due to a long history of high inflation – remains inspired by the vision of the “new consensus on macroeconomics” prior to the recent crisis, which has often led to a very high interest rate policy, with negative impacts on economic growth. This essay focuses on analyzing the meaning of New Macroeconomic Consensus and its implications in terms of governance of macroeconomic policy, particularly with regard to the inflation targeting regime.

Keywords: New Consensus on Macroeconomics. Inflation targeting regime. Monetary policy.

* Economista pela Universidade do Estado do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, Brasil. Mestre em Engenharia da Produção pela Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, Brasil. Doutor em Ciências Econômicas pela Universidade Estadual de Campinas, Campinas, São Paulo, Brasil. Professor titular na Universidade do Estado do Rio de Janeiro. E-mail: luizfpaula@terra.com.br

** Economista pela Universidade Federal de Juiz de Fora, Juiz de Fora, Minas Gerais, Brasil. Mestre em Ciências Econômicas pela Universidade do Estado do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, Brasil. Doutor em Economia da Indústria e da Tecnologia pela Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, Brasil. Professor assistente do Instituto Três Rios, da Universidade Federal Rural do Rio de Janeiro. E-mail: pjsaraiva@terra.com.br

Artigo recebido em abril/2015 e aceito para publicação em maio/2015.

RESUMEN

Brasil implementó el régimen de metas de inflación (RMI) en 1999 tras el final del ancla cambiaria del Plan Real. Sin embargo, la gestión de la RMI por el Banco Central de Brasil – en parte debido a una larga historia de alta inflación – sigue inspirada por la visión del “nuevo consenso macroeconómico” antes de la reciente crisis, lo que ha llevado a menudo a una política de tipos de interés muy alta, con impactos negativos sobre el crecimiento económico. En este trabajo se pretende analizar qué se entiende por nuevo consenso macroeconómico y sus implicaciones en cuanto a la gobernanza de la política macroeconómica, en particular en relación al régimen de metas de inflación.

Palabras clave: Nuevo Consenso Macroeconómico. Régimen de metas de inflación. Política monetaria.

INTRODUÇÃO

Atualmente, 27 países desenvolvidos e emergentes adotam o regime de metas de inflação (RMI), ou alguma variante deste modelo. Este regime é visto como um “estado das artes” da teoria monetária do que se tornou conhecido como Novo Consenso Macroeconômico (NCM) entre os economistas do *mainstream*. A ideia da existência de um NCM foi (auto)atribuída pelos próprios proponentes do RMI, embora seja questionada, teórica e empiricamente, por economistas heterodoxos. Após a crise de 2007-2008, foi parcialmente revisto pelos mesmos economistas ortodoxos, apesar de nenhuma mudança substancial ter sido proposta. O Brasil aderiu ao RMI no ano de 1999, na sequência do fim da âncora cambial do Plano Real. Contudo, a gestão deste regime pelo Banco Central (BC) – em parte em função de um passado de alta inflação – ainda se inspira na visão do “novo consenso” que antecede a crise recente, o que tem frequentemente levado a uma política de juros elevados, com impactos negativos sobre o crescimento econômico.

Nesta perspectiva, o artigo analisa o que se entende por NCM e suas implicações em termos de governança da política macroeconômica (leia-se regime de metas de inflação). Para tanto, analisa-se inicialmente o NCM (item 1), e na sequência algumas características gerais do RMI (item 2). Ênfase é dada ao caso brasileiro e dos países emergentes. O item 3 conclui o artigo, procurando extrair algumas lições e propondo mudanças no *modus operandi* da política monetária no Brasil.

1 O NOVO CONSENSO MACROECONÔMICO

O Novo Consenso Macroeconômico estabelece que uma taxa de inflação baixa e estável é condição *sine qua non* para o crescimento econômico de longo prazo. Para tanto, parte da hipótese de que não há um *trade-off* no longo prazo entre inflação e desemprego, e que o objetivo principal da política econômica é alcançar a estabilidade de preços. Outra característica relevante do novo consenso é que a discricionariedade na condução da política monetária deve ser limitada: deve haver alguma discricionariedade para acomodar choques de oferta e evitar volatilidade excessiva do produto.

Sua fundamentação teórica está relacionada à junção de diversos elementos teóricos e empíricos oriundos de diversas escolas neoclássicas (monetarista, novoclássica, ciclo real de negócios e novo-keynesiana): hipótese de expectativas racionais, da existência de uma taxa natural de desemprego (e suas variantes) e de neutralidade da moeda no longo prazo, e ainda de inconsistência temporal da política monetária¹; contudo, assume-se (a partir de ampla pesquisa empírica) a existência de rigidez de preços e salários suficientemente significativa para fazer com que a manipulação da

¹ O problema da inconsistência temporal da política monetária é que os “policy-makers” mesmo sabendo que tentativas de introduzir surpresas com políticas expansionistas não terão efeitos sobre produto e emprego no longo prazo, são tentados a implementá-las (por razões políticas) para obter ganhos de curto prazo, ainda que efêmeros.

demanda agregada tenha relevância na condução da atividade econômica de curto prazo. Assim, o NCM é a nova síntese da teoria macroeconômica convencional, tal como a “síntese neoclássica” dos anos de 1950, porém a política monetária torna-se o principal instrumento de política econômica, ao passo que as demais políticas (fiscal, cambial, financeira, etc.) tornam-se subordinadas aos objetivos de estabilização do produto e principalmente da inflação.

Mishkin (2011, p.3) sintetiza os princípios do NCM: 1) A inflação é sempre e em todo lugar um fenômeno monetário; 2) a estabilidade de preços tem importantes benefícios; 3) não existe nenhum *trade-off* de longo prazo entre desemprego e inflação; 4) expectativas desempenham um papel crucial na determinação da inflação e na transmissão da política monetária para a macroeconomia; 5) taxa real de juros precisa aumentar com maior inflação, i.e., o Princípio de Taylor; 6) política monetária está sujeita ao problema de inconsistência temporal; 7) banco central independente ajuda a aprimorar a eficiência da política monetária; 8) compromisso com uma âncora nominal forte é central para produzir bons resultados de política monetária; 9) fricções financeiras desempenham um papel importante nos ciclos de negócio.²

O novo consenso estabelece que o RMI é o melhor arranjo institucional para conduzir a política econômica, uma vez que objetiva assegurar e manter baixas taxas de inflação e minimizar as flutuações do produto. Tal regime permitiria uma “discricionariedade restrita” ao combinar alguma flexibilidade com credibilidade de maneira ótima, permitindo assim que o BC possa reagir a recessões não previstas através de variações adequadas na taxa de juros de curto prazo, de modo a minimizar as flutuações do produto em torno de sua tendência de longo prazo. Adicionalmente, o RMI reduz os graus de liberdade de atuação da autoridade monetária para produzir surpresas inflacionárias que visem explorar o *trade-off* entre inflação e desemprego no curto prazo e amarra, assim, a política monetária ao objetivo central da estabilidade de preços.

A formalização matemática do NCM,³ que supõe a existência de uma estrutura de competição monopolística e a presença de custos relacionados ao ajuste de preços, pode ser sintetizada em três equações básicas: uma função dinâmica IS “*forward looking*”; uma curva de Phillips expectacional (ou função de oferta agregada); e uma função de reação da política monetária com base na chamada “*regra de Taylor*”.

$$Y_t = a_1 y_{t-1} + a_2 E_t y_{t+1} - a_3 (i_t - E_t \pi_{t+1}) + g_t \quad (1)$$

$$Y_t = a_1 y_{t-1} + a_2 E_t y_{t+1} - a_3 (i_t - E_t \pi_{t+1}) + g_t$$

$$\pi_t = b_1 y_{t-1}^* + b_2 \pi_{t-1} + b_3 E_t (\pi_{t+1}) + Z_t \quad (2)$$

$$\pi_t = b_1 y_{t-1}^* + b_2 \pi_{t-1} + b_3 E_t (\pi_{t+1}) + Z_t$$

² Até a recente crise financeira, era amplamente aceita a proposição dentro do NCM de que as fricções financeiras não eram capazes de gerar impactos macroeconômicos significativos. Contudo, a crise trouxe fortes evidências dos impactos sistêmicos que as fricções financeiras podem gerar, acrescentando deste modo o nono princípio.

³ Adaptado de Saraiva (2014, seção 1.1.2), Meyer (2001) e MacCallum (2002).

$$\begin{aligned} i_t &= r^* + c_1 y_{t-1}^* + E_t(\pi_{t+1}) + c_2(\pi_{t-1} - \bar{\pi}) \\ i_t &= r^* + c_1 y_{t-1}^* + E_t(\pi_{t+1}) + c_2(\pi_{t-1} - \bar{\pi}) \end{aligned} \tag{3}$$

Onde y_t é o produto real, também conhecido como produto atual ou corrente; y_t^* é o hiato do produto, representado pela diferença entre o produto real (y_t) e a taxa natural do produto (\bar{y}), i a taxa de juros nominal, r^* a taxa de juros real de equilíbrio, π a inflação, $\bar{\pi}$ a meta de inflação, g_t representa um choque de demanda e z_t representa o choque de oferta. As expectativas futuras do produto real $E_t(y_{t+1})$ e da inflação $E_t(\pi_{t+1})$ são tidas como expectativas racionais, enquanto (π_{t-1}) representam o efeito da rigidez de preços, sendo todos os coeficientes positivos. Note-se que as equações acima supõem um comportamento tanto “backward looking” (olhando para trás) quanto “forward looking” (olhando para frente), dada a existência de variáveis (t-1) e (t+1). Ressalte-se, ainda, que o modelo básico é constituído por três equações (1 a 3) e três incógnitas (produto, taxa de juros e do nível de preços) a serem determinadas simultaneamente.

A equação 1 descreve uma função dinâmica IS “forward-looking”, na qual o nível do produto real (y_t) ou demanda agregada é uma função positiva do efeito defasado do produto real (y_{t-1}), da renda futura esperada⁴ $E_t(y_{t+1})$ e do choque de demanda (g_t), bem como é negativamente dependente da taxa de juros real de curto prazo $(i_t - E_t \pi_{t+1})$. Neste modelo, o canal de transmissão da política monetária sobre a demanda agregada se processa principalmente por meio da taxa de juros e das expectativas de inflação futura. A elasticidade juros da IS (a_3) representa a substituição intertemporal do consumo (maiores taxas de juros estimulam os agentes a postergar consumo para o futuro), enquanto o termo de perturbação (g) sinaliza um choque de demanda que desloca a curva IS, e pode ser entendido como uma função de mudanças esperadas no gasto do governo em relação às mudanças esperadas no produto. A equação 1 sugere que as ações correntes e esperadas da política monetária afetam a demanda agregada. Os sinais esperados de cada termo são mostrados na forma implícita, descrita pela equação 4.

$$y_t = f \left[\begin{matrix} y_{t-1}; & E_t y_{t+1}; & (i_t - E_t \pi_{t+1}); & g_t \\ + & + & - & + \end{matrix} \right] \tag{4}$$

A Curva de Phillips “expectacional” ou função de oferta agregada é representada pela equação 2, que descreve a relação direta entre a inflação (π_t) e os demais termos da equação: o hiato do produto ($y_t - \bar{y}$), além do efeito defasado da inflação (π_{t-1}), das expectativas futuras de inflação ($E_t(\pi_{t+1})$) e do choque de oferta (Z_t). Note-se que a inflação passada é uma proxy para a rigidez de preço no curto prazo, permitindo um espaço para movimentos do produto e da inflação no curto prazo, sendo contudo

⁴ A renda esperada deriva da proposição de Friedman da “teoria da renda permanente”, que mede a capacidade de usufruto permanente da riqueza existente, desconsiderando flutuações conjunturais. A renda permanente pode ser estimada por meio de uma média ponderada das rendas correntes e passadas das unidades detentoras de riqueza.

plenamente flexível no longo prazo (hipótese de que $b_2 + b_3 = 1$). Ademais, a expectativa de inflação futura torna-se uma variável relevante do modelo, na medida em que é incorporada enquanto uma meta intermediária da política monetária. Finalmente, ressalta-se que os choques de oferta (Z_t), que geram uma inflação de custos (salários e lucros), variam de modo aleatório, não são serialmente correlacionados e apresentam a média dos desvios iguais a zero, o que implica que o efeito destes sobre o nível de preços no longo prazo é igual a zero. Os sinais de cada termo da equação 2, descritos na forma implícita, são mostrados na equação abaixo.

$$\pi_t = f \left[\begin{array}{cccc} y_t > \bar{y}; & \pi_{t-1}; & E_t(\pi_{t+1}); & Z_t \\ + & + & + & + \end{array} \right] \quad (5)$$

Na equação 3 é apresentada uma função que descreve a regra da política monetária (regra de Taylor) e relaciona positivamente a taxa de juros nominal de curto prazo (o instrumento de política monetária) com a taxa natural de juros real (r^*), o hiato do produto defasado ($y_{t-1} - \bar{y}$), as expectativas futuras de inflação ($E_t(\pi_{t+1})$) e a taxa de inflação passada (π_{t-1}). Desta forma, a política monetária responde aos desvios do produto e da inflação, dados os objetivos de estabilidade de preços e do produto. Como resultado, o modelo do NCM implica que a política monetária é conduzida para estabelecer uma meta para a taxa básica de juros, sem qualquer consideração sobre a taxa de crescimento da moeda. Os sinais esperados de cada termo são mostrados na equação 6.

$$i_t = f \left[\begin{array}{cccc} r^*; & y_{t-1} > \bar{y}; & E_t(\pi_{t+1}); & (\pi_{t-1} > \bar{\pi}) \\ + & + & + & + \end{array} \right] i_t = f \left[\begin{array}{cccc} r^*; & y_{t-1} > \bar{y}; & E_t(\pi_{t+1}); & (\pi_{t-1} > \bar{\pi}) \\ + & + & + & + \end{array} \right] \quad (6)$$

Nesta equação, observa-se que a curva LM é substituída pela regra de PM, dado que no modelo a equação de equilíbrio no mercado monetário não é necessária para a determinação da produção, dos preços e da taxa de juros, tornando a oferta de moeda uma variável endógena e residual. No entanto, essa hipótese depende da estabilidade da demanda por moeda para que a relação entre esta e a inflação seja estável no longo prazo.

Uma segunda hipótese da regra de política monetária tem como implicação que a taxa de juros de curto prazo, definida pelas operações de mercado aberto, é a principal referência para os preços da economia, de modo que a taxa de juros de longo prazo, os preços dos ativos e da taxa de câmbio deverão se mover de forma estável e previsível em resposta às variações nas taxas de política monetária. Essa premissa representa um entrave do NCM, além de apresentar problemas para a condução da política monetária, quando a taxa de juros de curto prazo encontra-se próxima do limite inferior igual a zero (ou em uma situação de armadilha de liquidez, como observado na crise americana de 2007-2008).

Essa questão, segundo os autores do NCM, está diretamente relacionada à ausência de uma equação de demanda por moeda e poderia se transformar em uma limitação da teoria para uma situação na qual a taxa de juros de curto prazo

aproxima-se de zero, devido à simplificação do modelo em relação aos mecanismos de transmissão da política monetária. Contudo, não representava nenhum entrave, pois era amplamente aceita, até a crise de 2007-2008, a proposição de que nesta circunstância o BC poderia continuar a conduzir a política através da orientação para a frente da política monetária.

Não obstante, durante os períodos de crise econômica, como ocorrido em 2007-2009, os mecanismos tradicionais de transmissão de política monetária convencional não funcionaram de forma apropriada, em função da retração dos empréstimos no mercado interbancário e da contração na oferta de crédito em diversos segmentos do setor bancário, o que limitou a capacidade dos BCs de controlar a taxa de juros de longo prazo e impediu a transmissão da política monetária sobre os demais canais de transmissão. Nessas circunstâncias, o BC perde capacidade de reduzir as taxas de juros de longo prazo, uma vez que não consegue achatar a estrutura a termo da taxa de juros e o prêmio de risco, e perde assim capacidade de estimular a demanda agregada e produto.

A alternativa, neste caso, é a utilização de políticas monetárias não convencionais, que representam um conjunto de instrumentos de intervenção direta da autoridade monetária em mercados financeiros específicos, capazes de reverter o círculo vicioso de uma potencial deflação (BLINDER, 2010, p.3). Estas incluem políticas de sinalização e políticas de balanço (que, por sua vez, se subdividem em políticas de crédito e políticas de quase-débito). No primeiro caso, através do canal de sinalização, a comunicação do BC com os agentes econômicos busca restaurar a confiança dos mercados e ancorar as expectativas em relação aos rumos da política econômica, procurando gerenciar expectativas por meio da “orientação para frente” (*forward policy guidance*). Já, no segundo caso, através do canal do balanço, o BC opera a política monetária diretamente por intermédio de outros instrumentos (provisão de liquidez, compra de títulos públicos e privados, concessão de empréstimos às instituições financeiras e não financeiras, etc.).⁵

Ressalte-se que o amplo conjunto de políticas não convencionais se tornou, a partir da recente crise, importante instrumento para o restabelecimento da liquidez no sistema financeiro, bem como para estimular a atividade econômica. Deste modo, tais políticas são vistas como necessárias e efetivas em períodos de exceção, ocasião em que substituem as políticas convencionais, mas não para tempos normais. Neste sentido, não significam um rompimento com os preceitos no NCM. O que defendem alguns autores desta visão atualmente é a incorporação de uma nova meta ao RMI, representada pelo gerenciamento de risco (preços de ativos) com objetivo de estabilidade financeira, mas com o BC mantendo o objetivo primordial de compromisso com a estabilidade de preços (MISKHIN, 2011; BERNANKE, 2012; WOODFORD, 2012). Ademais, a política financeira poderia ser feita de diversas formas, sendo a mais recomendada a utilização de política macroprudencial (requisitos de capital, restrição ao empréstimo bancário, compulsório, etc.).

⁵ Para um aprofundamento, ver Borio e Disyatat (2009).

2 REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO

O RMI, implementado em vários países a partir da década de 1990, tem como ponto de partida dois pressupostos. O primeiro está relacionado ao insucesso de outras estratégias de âncoras nominais visando ao controle da taxa de inflação, tais como as metas de taxa de câmbio e metas monetárias. O segundo, aos preceitos teóricos do NCM, de que a política monetária é inócua para afetar as variáveis reais da economia de forma duradoura, como os níveis de produto e de emprego. Assim, a adoção de um RMI tem como característica o reconhecimento explícito de que o objetivo principal da política econômica, e particularmente da política monetária, deve ser a manutenção de uma taxa de inflação baixa e estável.

Em versões mais flexíveis do regime de metas, o objetivo de estabilidade de preços pode ser acompanhado pelo compromisso de manter a estabilização do produto corrente em níveis próximos da taxa potencial de crescimento, mas somente naquelas condições em que a estabilidade de preços não seja violada. De fato, em muitos países a lei que rege o BC estabelece, como objetivo subsidiário, que essa instituição dará suporte à prosperidade econômica e ao bem-estar social, de modo geral. Por exemplo, o BC da Austrália tem um duplo mandato – estabilidade de preços e emprego –, enquanto o BC do Canadá tem como objetivo promover o bem-estar econômico e financeiro do país. A partir da crise financeira recente, vários BCs, incluindo o Banco da Inglaterra, passaram a incluir a estabilidade financeira entre seus objetivos, antes relegada à regulação microprudencial.

Na maioria dos países que adotaram o RMI (15 em 27, incluindo o Brasil), a meta de inflação é estabelecida conjuntamente entre o governo e o BC, seguidos de nove países em que é o BC que define a meta (neste caso, a maioria está na América Latina e na Europa do Leste), sendo que em apenas três países (África do Sul, Noruega e Reino Unido) cabe ao governo esta tarefa. Quanto à definição do *horizonte da meta* – período em que se espera que o BC alcance sua meta de inflação –, a maioria dos países utiliza um prazo médio (dois anos ou mais, ou um período móvel) que permite divergências de curto prazo entre a meta e os choques que afetam a economia, já que choques não previsíveis têm efeitos defasados na economia. Deve ser destacado que o Brasil, neste particular, é um dos poucos países que utilizam a meta anual (ano calendário) como horizonte da meta.

Existe um grande número de estudos que comparam a performance de países que adotam o RMI com países que não o adotam. Os estudos empíricos, de modo geral, não são conclusivos em encontrar evidências de que países emergentes que adotam RMI têm uma performance melhor em termos de maior crescimento econômico e menor inflação (redução da volatilidade) em relação aos países que não o adotam. É importante ressaltar que essa evidência – de que o RMI não melhora comparativamente a performance de inflação e produto dos países emergentes – está relacionada à ocorrência de problemas econômicos específicos inerentes aos países emergentes que não necessariamente se manifestam em países desenvolvidos, o que faz com que o RMI nesses últimos países apresente melhores resultados.

TABELA 1 - CARACTERÍSTICAS DO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO

PAÍS	ANO DE IMPLEMENTAÇÃO	META ESTABELECIDADA PELO BC	MEDIDA DA META	META EM 2012	TIPO DE META	HORIZONTE DA META
África do Sul (EME)	2000	G	IPC	3%-6%	Banda	Em base contínua
Armênia (EME)	2006	G e BC	IPC	4,0%/±1,5 pp	P + T	Médio prazo
Austrália (DES)	1993	G e BC	IPC	2,0%-3,0%	Banda	Médio prazo
Brasil (EME)	1999	G e BC	IPC	4,5%/±2 pp	P + T	Meta anual
Canadá (DES)	1991	G e BC	IPC	2,0%	P + T	6 a 8 trimestres
Chile (EME)	1991	BC	IPC	3,0%/±1 pp	P + T	Cerca de 2 anos
Colômbia (EME)	1999	BC	IPC	2,0%-4,0%	Banda	Médio prazo
Coréia do Sul (DES)	2001	G e BC	IPC	3,0%/±1 pp	P + T	Médio prazo
Gana (EME)	2007	G e BC	IPC	8,7%/± 2pp	P + T	Médio prazo
Guatemala (EME)	2005	BC	IPC	4,5%/±1 pp	P + T	Meta anual
Hungria (EME)	2001	BC	IPC	3,0%	Ponto	Médio prazo
Indonésia (EME)	2005	G e BC	IPC	4,5%/±1 pp	P + T	Médio prazo
Islândia (DES)	2001	G e BC	IPC	2,5%	Ponto	Meta anual
Israel (DES)	1992	G e BC	IPC	1%-3%	Banda	Dentro de 2 anos
México (EME)	1999	BC	IPC	3,0%/±1 pp	P + T	Médio prazo
Filipinas (EME)	2002	G e BC	IPC	4,0%/±1 pp	P + T	Médio prazo
Noruega (DES)	2001	G	IPC	2,5%	Ponto	Médio prazo
Nova Zelândia (DES)	1990	G e BC	IPC	1,0%-3,0%	Banda	Médio prazo
Peru (EME)	2002	BC	IPC	2,0%/±1 pp	P + T	O tempo todo
Polônia (EME)	1998	BC	IPC	2,5%/±1 pp	P + T	Médio prazo
Reino Unido (DES)	1992	G	IPC	2,0%	Ponto	Meta anual
Rep. Tcheca (EME)	1997	BC	IPC	2,0%/±1 pp	P + T	Médio prazo
Romênia (EME)	2005	G e BC	IPC	3,0%/±1 pp	P + T	Médio prazo
Sérvia (EME)	2006	G e BC	IPC	4,0%/±1,5 pp	P + T	Médio prazo
Suécia (DES)	1993	BC	IPC	2,0%	Ponto	Médio prazo
Tailândia (EME)	2000	G e BC	IPC	3,0%/±1,5 pp	P + T	Médio prazo
Turquia (EME)	2006	G e BC	IPC	5,0%/±2 pp	P + T	Médio prazo

FONTES: Hammond (2012, p.9); Roger (2010); e dados do BC

NOTAS: BC = Banco Central; G = Governo; IPC = Índice de Preços ao Consumidor;

P+T=Ponto com banda de tolerância; pp = ponto percentual;

Médio prazo = horizonte de meta de dois ou mais anos (exceção da República Tcheca, que é de 18 meses);

DE = país desenvolvido; EME = país emergente.

De fato, os países emergentes enfrentam desafios específicos para colocar em funcionamento o RMI, devido: a) ao fato de que tais economias têm um repasse cambial (sobre preços) maior que as economias desenvolvidas, uma vez que a renda nessas economias é negativa e significativamente correlacionada com o repasse cambial, já que economias de renda mais baixa têm uma porção maior de bens comercializáveis na cesta de consumo das famílias; b) à maior dificuldade na previsão da inflação, uma vez que os choques são maiores e têm efeito mais forte, e os mercados financeiros são pouco densos; c) seus passivos são predominantemente denominados em moeda externa, criando um problema de “medo de flutuar”; d) muitas economias emergentes têm um problema de credibilidade da política monetária, o que,

pelo menos parcialmente, é interdependente com estas características estruturais (EICHENGREEN, 2002; MISHKIN, 2008).

Ball e Sheridan (2003) mostram que, comparando sete países da OCDE que adotaram o RMI no início dos anos de 1990 com outros 13 países que não o adotaram, na média não há evidência de que RMI melhora a performance econômica, tendo como referência a inflação, o produto e a taxa de juros. Os autores concluem que “os aspectos formais e institucionais – o anúncio público de metas, relatórios de inflação e maior independência dos bancos centrais – não são importantes. Nada nos dados sugerem que [países] se beneficiaram em adotar metas explícitas” (Idem, p.29). Entretanto Hyvonen (2004), estendendo a análise de Ball e Sheridan (2003), ao avaliarem empiricamente a convergência da taxa de inflação entre países usando dados dos anos 1960 aos anos 1990 em países da OCDE, encontra que a adoção do RMI contribuiu, ao menos parcialmente, para a convergência inflacionária nos anos de 1990. Gonçalves e Salles (2008), por sua vez, estendem a análise de Ball e Sheridan (2003) para um grupo de 36 economias emergentes no período 1980-2005 e encontram que, comparadas aos países que não adotam RMI, as economias emergentes que adotam RMI experimentam maiores reduções na inflação e também uma menor volatilidade no crescimento do produto. Já, Brito e Bystedt (2010), usando um painel de dados para 46 países emergentes no período 1980-2006, mostram que não há evidências de que o RMI melhore a performance de países em desenvolvimento, medida pelo comportamento da inflação e do crescimento do produto. Os autores encontraram ainda evidências de que os custos da desinflação não foram menores nos países que adotaram o RMI, em comparação a países que não adotaram este regime.

Os estudos empíricos, de modo geral, não são conclusivos em demonstrar evidências robustas de que os países emergentes que adotam RMI têm uma performance melhor em termos de maior crescimento econômico e menor inflação (redução da volatilidade) em relação aos países que não o adotam. É importante ressaltar que essa evidência – de que o RMI não melhora comparativamente a performance de inflação e produto dos países emergentes – está relacionada à ocorrência de problemas econômicos específicos inerentes aos países emergentes.

Grosso modo, pode-se estabelecer a existência de três fases durante a vigência do RMI no Brasil. Nos seis primeiros anos de sua adoção (1999-2004), o BC teve dificuldades no cumprimento das metas, a despeito das altas taxas de juros (tabela 2). No período 2005-2009 (à exceção de 2008), as metas foram cumpridas com maior facilidade. Já, no período 2010-2013, a taxa de inflação ficou persistentemente perto do teto da meta, isto é, entre 5,9% e 6,5%. De fato, em 1999 e 2000, a inflação efetiva ficou dentro da meta estabelecida. Em 2001, 2002 e 2003, contudo, a meta não foi cumprida, sendo a principal responsável a forte desvalorização cambial ocorrida em 2001 (20,3%) e 2002 (53,5%), que impactou inclusive – pelo efeito inércia da elevada inflação do ano anterior – em 2003, afetando indiretamente os preços administrados; parte desses preços, como telefonia e energia elétrica, tinham como referência o IGP-DI (este índice, pela sua composição, é particularmente afetado pelo comportamento da

taxa de câmbio). Em 2004, a variação do IPCA foi de 7,6%, bem próximo do teto da meta do ano, enquanto que, em 2005-2007, a inflação caiu, ficando mais próxima do centro da meta, em função principalmente dos efeitos positivos da apreciação cambial sobre os preços domésticos – em particular os preços de produtos comercializáveis industriais – e da apreciação da taxa de câmbio real que ocorreu continuamente desde meados de 2004. A aceleração da taxa de inflação em 2008 esteve em boa medida associada à intensificação do ritmo da atividade econômica e ao comportamento dos preços dos alimentos. Em 2009, a variação do IPCA declinou fortemente para 4,3%, em função principalmente da desaceleração econômica ocorrida na primeira metade do ano, com impacto favorável sobre os preços livres (em particular alimentos, educação e despesas pessoais).

Já, em 2010-2014, a taxa de inflação aumentou, ficando perto do teto da meta, em função principalmente do crescimento dos preços livres (alimentos e bebidas, e serviços), já que os preços monitorados caíram a partir do final de 2011, em parte devido ao represamento de alguns preços “públicos”, como energia elétrica e gasolina. Além da elevação nos preços de alimentos e bebidas (que têm participação de cerca de 23% em 2011/12 na composição do IPCA), pelo crescimento do mercado interno e dos preços elevados das *commodities*, destaca-se o forte crescimento dos preços de serviços, que vem ocorrendo desde 2010, em decorrência de mudanças estruturais na economia brasileira relacionadas à melhoria na distribuição de renda (em parte devido à política de valorização do salário mínimo, uma vez que esta impacta diretamente na distribuição de renda, por ser o piso dos pagamentos previdenciários e na remuneração de contratos formais de trabalho, e indiretamente ao fortalecer o poder de barganha dos trabalhadores que utilizam o reajuste do salário mínimo como referência nas negociações salariais) e redução do desemprego.

Alguns estudos empíricos sobre os efeitos da política de juros em um RMI no Brasil destacam a necessidade de se avaliarem seriamente os efeitos reais da política monetária sobre produto e emprego. Neste sentido, Libânio (2010), ao avaliar empiricamente a relação entre política monetária e desempenho econômico no Brasil durante o período 1999-2006, encontrou que a política monetária reage de forma pró-cíclica e assimétrica a flutuações na atividade econômica – muito “apertada” durante as recessões e não tão “frouxa” durante períodos de expansão. Tal padrão, portanto, gera um viés para baixo na demanda agregada, com efeitos reais negativos sobre o nível do produto. Nesta mesma direção, Modenesi (2008) apresenta evidências empíricas de que a formação da taxa Selic é pautada por uma convenção pró-conservadorismo, com um comportamento assimétrico do BC, que eleva a taxa de juros mais fortemente por ocasião do aumento no hiato do produto ou no hiato inflacionário (diferença entre a inflação corrente e a meta inflacionária), e reduzindo pouco quando diminui tais hiatos, ou seja, quando a economia desacelera ou a inflação reduz. Deste modo, tais estudos mostram que o RMI da forma como é operado no Brasil tem efeitos negativos sobre o nível de produto e renda no país, contribuindo para a economia crescer abaixo de seu potencial.

TABELA 2 - METAS PARA O IPCA E TAXA DE INFLAÇÃO OBSERVADA - 1999-2014

ANO	META (%)	BANDA (P.P)	LIMITES INFERIOR E SUPERIOR	VERIFICADO (IPCA) %	CUMPRIMENTO DA META
1999	8,00	2	6,0-10,0	8,94	Sim, com desvio > 0
2000	6,00	2	4,0-8,0	5,97	Sim
2001	4,00	2	2,0-6,0	7,67	Não
2002	3,50	2	1,5-5,5	12,53	Não
2003	3,25	2	1,25-5,25		
	4,00	2,5	1,5-6,5	9,30	Não
2004	3,75	2,5	1,25-6,25		
	5,50	2,5	3,0-8,0	7,60	Sim, com desvio > 0
2005	4,50	2,5	2,0-7,0	5,69	Sim, com desvio > 0
2006	4,50	2	2,5-6,5	3,14	Sim, com desvio < 0
2007	4,50	2	2,5-6,5	4,46	Sim
2008	4,50	2	2,5-6,5	5,90	Sim, com desvio > 0
2009	4,50	2	2,5-6,5	4,31	Sim, com desvio < 0
2010	4,50	2	2,5-6,5	5,91	Sim, com desvio > 0
2011	4,50	2	2,5-6,5	6,50	Sim, com desvio > 0
2012	4,50	2	2,5-6,5	5,84	Sim, com desvio > 0
2013	4,50	2	2,5-6,5	5,91	Sim, com desvio > 0
2014	4,50	2	2,5-6,5	6,41	Sim, com desvio > 0

FONTE: Banco Central do Brasil

NOTA: O CMN, em 21/1/2003, estabeleceu metas ajustadas de 8,5% para 2003 e 5,5% para 2004.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este artigo analisou o que se entende por Novo Consenso Macroeconômico e suas implicações em termos de governança da política macroeconômica, com ênfase nas especificidades dos países emergentes e do Brasil.

Da análise feita, podem-se extrair algumas lições importantes.

Em primeiro lugar, o Brasil é um dos poucos países que apresentam uma meta anual (ano calendário) como horizonte da meta de inflação. A implicação mais imediata é que diante de choques de oferta (agrícola, petróleo, etc.), o BC tem que responder imediatamente a tais choques, tendo em vista a prevalência de um horizonte curto para cumprimento da meta. Ao contrário do Brasil, um número crescente de países adota concomitantemente outros objetivos para a política monetária, como bem-estar econômico, baixo desemprego e estabilidade financeira.

Em segundo lugar, os estudos empíricos, de modo geral, não são conclusivos em encontrar evidências de que os países emergentes que adotam o RMI têm uma performance melhor em termos de maior crescimento econômico e menor inflação em comparação aos países que não o adotam. Este resultado levanta a discussão a respeito de quais regimes de política econômica são mais adequados para sustentar um crescimento econômico robusto, compatível com a estabilidade de preços.

Em terceiro lugar, países emergentes enfrentam desafios específicos para colocar em funcionamento o RMI, relacionados ao maior repasse cambial sobre preços domésticos, à dificuldade de previsão da inflação e, de modo geral, à maior amplitude de obrigações em moeda estrangeira.

Em quarto lugar, estudos empíricos, ao avaliar os efeitos da política monetária no Brasil sobre produto e emprego, encontram evidências de que o RMI – da forma

como é operado no Brasil – tem efeitos colaterais negativos sobre o nível de produto e renda no país.

Em quinto lugar, observa-se que o fato de a taxa de inflação no Brasil estar acima da média dos países que adotam este regime decorre em parte da tendência ao longo dos últimos anos de elevação do salário real e da melhoria na distribuição de renda; ou seja, resultam de um fenômeno estrutural.

Por fim, a estabilidade de preços, necessária para evitar uma deterioração do poder de compra do trabalhador, deve ser obtida com uma política ampla de combate à inflação, incluindo política de rendas (definição de regras de salário mínimo, negociação salarial em geral, etc.), revisão dos resquícios de indexação da economia e redefinição de regras de reajustes de preços administrados, como planos de saúde, que estimulem a redução de custos, etc.

Neste sentido, é fundamental uma boa coordenação da política econômica e uma melhoria na governança da política macroeconômica, incluindo o estabelecimento de um horizonte maior de cumprimento da meta inflacionária, para além do ano calendário, de modo a permitir acomodar melhor os choques de oferta. Além da necessidade de compatibilizar o objetivo de estabilidade de preços com outros objetivos de política (crescimento, estabilidade de preços, melhor desempenho da balança comercial, etc.), devem-se utilizar instrumentos mais amplos de combate à inflação, que não seja somente a política monetária.

Em conclusão, já é tempo de começarmos a discutir mais seriamente a estrutura do regime de metas de inflação, incluindo uma avaliação sobre o horizonte da meta, duplo mandato e mandatos públicos a que se deve submeter o Banco Central.

REFERÊNCIAS

BALL, L.; SHERIDAN, N. Does inflation targeting matter? **NBER Working Paper**, n.9577, mar. 2003.

BERNANKE, B. Some reflections on the crisis and the policy response. **The Century Foundation Conference on Rethinking Finance**, New York, USA, 2012.

BLINDER, A. Quantitative easing: entrance and exit strategies. **Federal Reserve Bank of St Louis Review**, p.465-480, mar. 2010.

BORIO, C.; DISYATAT, P. Unconventional monetary policies: an appraisal. **BIS Working Papers**, n.292, nov. 2009.

BRITO, R.D.; BYSTEDT, B. Inflation targeting in emerging economies: panel evidence. **Journal of Development Economics**, v.91, n.2, p.198-210, 2010.

EICHENGREEN, B. Can emerging markets float? Should they inflation target? **Banco Central do Brasil. Working Paper**, n.36, fev. 2002.

GONÇALVES, C.E.; SALLES, J. Inflation targeting in emerging economies: what do the data say? **Journal of Development Economics**, v.85, n.1-2, p.312-318, 2008.

- HAMMOND, G. State of the art of inflation targeting. **Bank of England. Centre for Central Bank Studies**, n.29, fev. 2012.
- HYVONEN, M. Inflation convergence across countries. **Reserve Bank of Australia Working Paper**, n.2004-04, 2004. Disponível em: <<http://www.rba.gov.au/publications/rdp/2004/pdf/rdp2004-04.pdf>>. Acesso em: 12 maio 2015.
- LIBANIO, G. A note on inflation targeting and economic growth in Brazil. **Revista de Economia Política**, v.30, n.1, p.73-88, 2010.
- MACCALLUM, B. Monetary policy analysis in models without money. **FRB Richmond Economic Review**, v.88, n.1, p.67-96, 2002.
- MEYER, L. Does money matter? **Federal Reserve Bank of St. Louis Review**, v.83, n.5, p.1-16, 2001.
- MISHKIN, F.S. Challenges for inflation targeting in emerging market countries. **Emerging Markets Finance and Trade**, v.44, n.6, p.5-16, 2008.
- MISHKIN, F.S. Monetary policy strategy: lessons from the crisis. **NBER Working Paper**, n.16755, fev. 2011.
- MODENESI, A.M. **Convenção e rigidez na política monetária: uma estimativa da função de reação do BCB – 2000-2007**. Brasília: IPEA, ago. 2008. (Texto para discussão, 1351).
- ROGER, S. Inflation targeting turns 20. **Finance & Development**, v.47, n.1, p.46-49, mar. 2010.
- SARAIVA, P. **Três debates sobre os rumos da política monetária pós-crise à luz da experiência americana**. Tese (Doutorado) – Instituto de Economia, Programa de Pós-Graduação em Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2014.
- WOODFORD, M. Inflation targeting and financial stability. **Sveriges Riks Bank Economic Review**, n.2012-1, p.9-32, 2012.