

### SEÇÃO III – MOEDA E FINANÇAS PRIVADAS

#### Metas de inflação e o medo de crescer

Maryse Farhi<sup>1</sup>

Um dos mais importantes obstáculos a um crescimento econômico sustentável no Brasil é constituído pela adoção de uma política monetária fundamentada em controvertidos princípios teóricos, com fortes elementos de incompatibilidade com as condições específicas da economia brasileira e com um formato e uma gestão inadequados que restringem ao máximo sua flexibilidade. O viés anti-crescimento dessa política monetária e de sua gestão tornou-se ainda mais evidente, a partir de 2003, quando começaram a se fazer sentir os efeitos do cenário internacional favorável que resultaram num choque externo virtuoso, tanto do ponto de vista do comércio internacional quanto dos fluxos de capitais, para o conjunto da economia.

Essa forma de conduzir a política monetária<sup>2</sup> – apresentada como sendo a “melhor” e, por vezes, como “única” política monetária – foi explicitamente adotada, até 2003, por 22 países,<sup>3</sup> além dos 12 participantes da zona euro, representando no total 18% dos países membros do Fundo Monetário Internacional (FMI). Nesse total, encontram-se treze países que fazem parte das economias “emergentes”. Os resultados dessa

política monetária estão longe de ser uniformes: um estudo do ex-presidente do BC com membros de sua diretoria (Fraga et al., 2003),<sup>4</sup> mostra que “em comparação com as economias desenvolvidas, a volatilidade de todas as variáveis – inflação, taxa de câmbio, produto e taxas de juros – e o nível de inflação são mais elevados nas economias emergentes”.

O cenário externo favorável que vem se verificando desde início de 2003 e que se refletiu numa forte valorização da moeda brasileira trouxe à tona uma importante discussão sobre a política monetária de metas de inflação, tal como vem sendo aplicada no Brasil. Enquanto o Banco Central e os participantes dos mercados financeiros aceitam todas suas premissas e sua rigidez, apresentando-a como fruto de um consenso e com pouco ou nenhum impacto nas variáveis reais, outros, que incluem os representantes do setor produtivo e sindical, além de economistas de diversos matizes, apontam-na como obstáculo de grande monta ao crescimento econômico, seja por causa de sua incompatibilidade com a estrutura específica da economia nacional seja em razão de seu formato restritivo e de sucessivos erros de gestão.

Nesta seção, procuraremos avaliar essa discussão sobre a política de metas de inflação no Brasil. Na primeira parte, será analisada a questão mais estrutural da adequação desse regime de política monetária a uma economia como a brasileira, sujeita a diversos choques exógenos decorrentes da volatilidade e do caráter cíclico dos fluxos financeiros internacionais e, também, por sua condição de exportadora de *commodities* e por sua estrutura de formação de preços, que intensifica os impactos dos choques exógenos na inflação interna. Na segunda parte, devem ser aprofundados os problemas de concepção do

<sup>1</sup> Agradecemos a participação ativa de Eliane Ribeiro, Gerência de Informações, e a colaboração da bolsista do PIBIC-CNPQ Augusta Rodrigues de Oliveira Zana.

<sup>2</sup> Partindo do modelo de equilíbrio macroeconômico, John Taylor (1993) propõe “regras de política monetária” estáveis e previsíveis pelos “agentes racionais”. Para muitos, esse conceito de regras de política monetária estáveis mostrou-se atraente por sua aparente simplicidade e por impor normas de conduta aos bancos centrais (Taylor, J. *Discretion versus policy rules in practice*. Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, 39. North Holland, 1993).

<sup>3</sup> África do Sul, Austrália, Brasil, Canadá, Chile, Colômbia, Coréia, Filipinas, Hungria, Inglaterra, Islândia, Israel, México, Nova Zelândia, Noruega, Peru, Polônia, República Checa, Suécia, Tailândia e Turquia.

<sup>4</sup> Arminio Fraga, Ilan Goldfajn & André Minella. *Inflation targeting in emerging market economies*. Jun. 2003. Disponível em <<http://www.bcb.gov.br>>.

formato particular que o regime de metas de inflação assumiu no Brasil, isto é, sua eficácia contra a inflação, sua capacidade de absorver choques exógenos, a aferição do índice de referência da inflação, a fixação das metas a serem perseguidas num certo horizonte temporal e o papel das expectativas dos agentes. Já na terceira parte serão tratadas as questões vinculadas a sua gestão. Na conclusão, abordaremos o impacto da política monetária no crescimento do produto.

## 1 Adequação do regime de metas de inflação

No Brasil, a passagem para o regime de câmbio flutuante, após a crise cambial de 1999, levou à adoção da política monetária pautada por metas de inflação. No contexto de fortes desvalorizações do real em função de ataques especulativos, num cenário externo desfavorável caracterizado por elevada aversão aos riscos, essa política monetária tinha por objetivo substituir a âncora cambial, vigente na primeira fase do Plano Real, por um sistema que, através de regras simples e automáticas de manejo das taxas de juros, pretende influenciar o nível de demanda e as expectativas dos agentes.

Os ataques especulativos contra a moeda brasileira que se seguiram até 2002 revelaram os efeitos perversos de sua combinação com a taxa de câmbio flutuante numa economia que possui uma estrutura de formação dos preços que amplifica o impacto da instabilidade cambial (*pass-through*) na inflação. Nessas condições, por intermédio das taxas de juros, o sistema de metas inflacionárias retransmite ao conjunto da economia a volatilidade engendrada nos mercados financeiros globais.

A combinação entre o regime de metas inflacionárias e a taxa de câmbio flutuante e sujeita a grandes oscilações tem se mostrado, no Brasil, uma combinação de políticas econômicas particularmente perversa, levando a recorrentes episódios de *stop and go*. A avaliação da adequação do regime de metas de inflação no

Brasil passa essencialmente pela análise, de um lado, da magnitude dos choques exógenos a que ela está sujeita e, de outro lado, da estrutura particular da formação de preços, que irá determinar o impacto desses choques na inflação.

### 1.1 Metas de inflação e câmbio flutuante em economias “emergentes”

O regime de metas pode ser definido da seguinte forma: “Regime de metas de inflação é uma forma de condução da política monetária utilizando-se de quatro elementos: compromisso institucionalizado de que a estabilidade de preços seja o objetivo principal da política monetária; mecanismos que permitam ao Banco Central a mensuração do alcance ou não de seus objetivos; anúncio público das metas de inflação e política de comunicação entre Banco Central e o público em geral, a respeito das decisões tomadas e das razões destas” (Eichengreen, 2002).<sup>5</sup>

As autoridades monetárias devem se abster de implementar qualquer política que não se pautem por regras monetárias plenamente conhecidas e antecipadas pelos agentes econômicos, não utilizando, portanto, elementos de surpresa para afetar as variáveis reais da economia. Isso implica que o Banco Central deve ser o mais transparente possível em seus objetivos e política monetária, de forma a afetar as expectativas dos agentes que, não temendo surpresas e acreditando no compromisso assumido pelo BC de conter a inflação, dentro dos parâmetros estabelecidos, se absteriam de elevar os preços. Na ótica dos que defendem essa política monetária, ela será tão mais eficaz quanto maior for a credibilidade do Banco Central e quanto mais independente este for.<sup>6</sup>

<sup>5</sup> Eichengreen, B. *Can emerging markets float? Should they inflation target?* Brasília. 2002. (Trabalho para discussão, 36). Disponível em <<http://www.bcb.gov.br>>.

<sup>6</sup> A tese da independência dos BCs difundiu-se, a partir dos anos 80, apoiada, em grande medida, na crença de que existiria uma verdadeira função original e natural das autoridades monetárias: perseguir unicamente a estabilidade de preços.

O principal instrumento da política monetária desse regime é a determinação sistemática da taxa básica de juros – em função da inflação prevista e do hiato de produto<sup>7</sup> – de forma a levar o índice de preços a convergir para a meta determinada. De acordo com os princípios teóricos que lhe servem de base, as taxas de juros agem sobre a inflação por diversos canais. A elevação da taxa básica de juros sinaliza o compromisso do Banco Central com a inflação baixa, influi nas expectativas inflacionárias e provoca desaquecimento da demanda, que se reflete em quedas de preços e salários. Ademais, embora esse efeito não esteja explicitamente incluído no modelo teórico, ela provoca a apreciação da taxa de câmbio, reduzindo pressões de custo.

Diversos estudos foram publicados sobre a política de metas de inflação nas economias emergentes, entre os quais Ho & McCaulay (2003),<sup>8</sup> economistas do BIS, e o de Armínio Fraga acima citado. Suas conclusões tendem a ser bastante semelhantes. Para essas economias, a convivência entre política de taxa de câmbio flutuante e regime de metas de inflação tem sido problemática. As economias emergentes estão sujeitas a bruscas reversões dos fluxos internacionais de capitais, que acarretam desvalorizações muito expressivas de suas taxas de câmbio. A volatilidade da taxa de câmbio tem sido muito mais elevada nas economias emergentes do que nas economias desenvolvidas. Essa volatilidade tem provocado surtos inflacionários através da transmissão (*pass-through*) da desvalorização cambial aos preços,

que também é muito mais alta nas economias emergentes do que nos países industrializados e faz com que seja freqüente que as metas de inflação não sejam alcançadas. Eichengreen (2002) aponta que os choques de preços provocados pela desvalorização cambial tendem a ter efeitos mais nefastos em países de economia emergente do que nos países centrais, principalmente em razão de sua recente memória inflacionária. Assim, um choque desse tipo poderia provocar novamente um alastramento da inflação.

O impacto da volatilidade da taxa de câmbio na inflação é considerado tão relevante que estudos como o de Goldstein (2002),<sup>9</sup> preconizam a adoção de um *mix* de políticas econômicas denominado de *managed floating plus*, no qual a variação da taxa de câmbio seria administrada de forma a se adequar às metas de inflação. Essa combinação seria o foco principal da política macroeconômica, aliada a medidas agressivas das autoridades, das instituições financeiras e dos tomadores privados de crédito para reduzir o *currency mismatching*. Nessa ótica, as autoridades deveriam intervir no mercado de câmbio para reduzir as “flutuações excessivas de curto prazo da taxa de câmbio ou para prover o mercado de liquidez”; porém, não usariam uma política de esterilização em larga escala para tentar alterar o curso da taxa de câmbio, nem para reduzir flutuações normais de curto prazo e, certamente, não anunciariam publicamente uma meta de taxa de câmbio ou de banda de flutuação.

Num texto apresentado no Seminário do Banco Central do Brasil (BCB) “Três anos de metas de inflação”, Truman (2002)<sup>10</sup> conclui das comparações internacionais que a aplicabilidade do regime de metas de inflação em economias nas

<sup>7</sup> O hiato de produto é definido como a diferença entre o “produto potencial” da economia, que corresponderia ao nível de produção que se poderia alcançar sem que ocorresse descasamento entre oferta e demanda, portanto sem provocar elevação de preços, e o produto corrente.

<sup>8</sup> Ho & McCaulay. *Living with flexible exchange rates: issues and recent experience in inflation targeting emerging markets economies*. BIS Working Papers, Feb. 2003. Disponível em <www.bis.org>.

<sup>9</sup> Goldstein, Morris. *Managed floating plus*. Washington, DC: Institute for International Economics, 2002.

<sup>10</sup> Truman, Edwin M. *Inflation targeting from a global perspective*. Apresentado no Rio de Janeiro em 17 de maio de 2002. Disponível em <http://www.bcb.gov.br>.

quais o câmbio flutuante resulta em forte volatilidade da taxa de câmbio passa pelo grau de transmissão dessa volatilidade aos índices de preços. Segundo ele, os coeficientes de *pass-through* não são constantes universais, mas variáveis endógenas e, enquanto tal, podem ser influenciadas por medidas de política econômica. Ele afirma que “se os preços da maioria dos bens e serviços estão vinculados aos movimentos da taxa de câmbio, seria razoável perguntar se essa economia está bem servida pelo regime de câmbio flutuante”.

Seguindo essa linha de raciocínio, propomo-nos a examinar a adequação da combinação entre câmbio flutuante e política de metas de inflação no Brasil, atribuindo especial importância a seus impactos sobre os preços relativos (que decorrem de uma estrutura peculiar de formação de preços) e sobre os índices de inflação. Além da variação cambial, deverão ser discutidos o impacto na evolução dos preços de outros tipos de choques exógenos, como os preços internacionais das *commodities*.

## 1.2 Metas de inflação no Brasil

A adoção, em janeiro de 1999, do regime de taxa de câmbio flutuante mudou a dinâmica da inflação no Brasil. A taxa de câmbio, mantida sobrevalorizada, tinha servido de âncora para a estabilização dos preços na primeira parte do Plano Real. Após a adoção do regime de câmbio flutuante, a taxa de câmbio mudou de papel e passou a constituir o principal propulsor das alterações de preços. Os ataques especulativos contra o real tiveram profundas conseqüências tanto sobre o nível geral de preços quanto sobre os preços relativos.

A estrutura específica da formação dos preços no Brasil faz com que a desvalorização da taxa de câmbio e/ou os demais choques exógenos

de oferta atinjam a maioria dos preços dos bens e serviços. Não são apenas os preços dos bens comercializáveis – que compõem a pauta do comércio exterior – que sofrem os impactos da taxa de câmbio, mas também os preços administrados (em sua maioria compostos por serviços), em virtude dos contratos, firmados na privatização das empresas de telefonia e das distribuidoras de energia elétrica, que determinam reajustes anuais das tarifas tomando por base a evolução do Índice Geral de Preços-Disponibilidade Interna (IGP-DI), que tem forte peso dos preços por atacado e é muito mais sensível a choques de oferta. A participação agregada dos bens comercializáveis e dos que têm preços administrados representa quase 69% do Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA),<sup>11</sup> que foi adotado como índice de referência para a fixação e apuração das metas de inflação.

Para mostrar que a evolução desse índice que condiciona a política monetária é extremamente sensível aos choques exógenos, em particular à desvalorização cambial, e que os instrumentos de política monetária só afetam parcela relativamente reduzida dos preços, analisaremos o mecanismo de formação de preços e a estrutura de mercado das distintas categorias de bens, bem como sua sensibilidade à taxa de juros.

### 1.2.1 Bens comercializáveis

Os preços dos bens comercializáveis sofrem o impacto direto da desvalorização cambial. Alguns setores, principalmente produtores de *commodities* de qualidade razoavelmente homogênea como soja ou polpa de papel, conseguem impor reajustes de preços internos equivalentes à nova taxa de câmbio. Esses setores

<sup>11</sup> Nesse índice de inflação, utilizado pelo sistema de metas, os preços administrados representam aproximadamente 28%, os comercializáveis 40% e os não comercializáveis 32%.

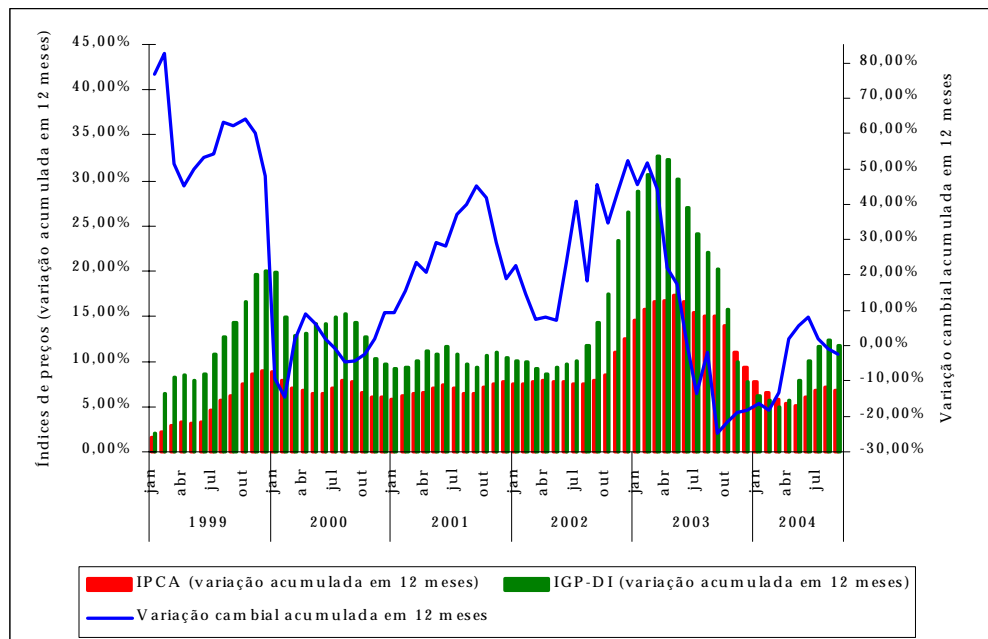
são indiferentes à taxa de juros já que podem reduzir a parcela de produção destinada ao mercado interno ou mesmo colocar toda sua produção no mercado externo. Outros setores produtores de bens comercializáveis só conseguem repassar parte da desvalorização aos seus preços internos, porque a diferença de qualidade de seus produtos ou o tamanho da demanda externa por eles os obriga a vender parte de sua produção no mercado interno. Para esses, embora num grau inferior aos dos bens não comercializáveis, taxas de juros elevadas e baixo crescimento econômico conseguem reduzir a demanda a ponto de levar as empresas a reduzir suas margens de lucro para poder continuar vendendo no mercado interno. Outros setores ainda só recentemente passaram à (ou consolidaram sua) condição de produtores de bens comercializáveis, porque a queda da demanda interna ou um excesso de capacidade instalada

(caso do setor automobilístico) os levou a buscar o mercado externo para escoar a produção. Dependendo da estrutura de mercado das empresas que compõem esses setores e do tamanho da demanda dos mercados internacionais, adotaram uma ou outra forma de composição dos preços de seus produtos. Mas, no conjunto tornaram-se menos sensíveis do que anteriormente à política monetária.

Ao mesmo tempo, os preços dos bens comercializáveis recebem diretamente o impacto

de outros choques exógenos, como a elevação dos preços internacionais das *commodities* e bens semi-manufaturados. O aumento desses preços em 2003 e 2004, no cenário internacional favorável à economia brasileira e a sua balança comercial, foi forte o suficiente para contrabalançar a estratégia adotada pelo governo de permitir a valorização da taxa de câmbio, como instrumento anti-inflacionário em detrimento da recomposição de reservas em divisas; pode-se verificar o impacto positivo dessa valorização cambial no Gráfico 1.

**Gráfico 1**  
Índices de preços e variação cambial, acumulado em 12 meses



Fonte: Banco Central do Brasil – Elaboração própria.

O impacto diferenciado dos choques exógenos, em particular das desvalorizações cambiais, fica patente quando se observa a defasagem, registrada desde 1999, entre o IGP-DI, com grande peso para os preços por atacado, e os índices de preços ao varejo. O Quadro 1 detalha a série desses choques de oferta nos anos de 2003 e 2004.

**Quadro 1**  
Choques exógenos de preços em 2003/2004

Em 2003 e 2004, os preços vêm sendo submetidos a uma combinação inédita de choques exógenos:

**1 - alta das *commodities* e produtos semi-industriais nos mercados internacionais.** A elevação desses preços foi muito acentuada em 2003 e até o primeiro trimestre de 2004. A partir do segundo trimestre, os preços de grande parte dos produtos agrícolas, em particular os dos grãos, cederam, enquanto os dos minérios, produtos metálicos e aço continuaram subindo.<sup>(1)</sup> Mas a feição mais notável do atual momento é a forte alta dos preços do petróleo. Diferentemente do período em que a maior parte do petróleo consumido no país tinha de ser importado, essa alta de preços não atinge diretamente a balança comercial, mas os índices de inflação, dependendo da política de preços da Petrobrás. Os preços dos derivados de petróleo serão tratados com mais detalhes adiante.

**2 - elevação da alíquota da Cofins.** O desempenho recente da arrecadação da Cofins está relacionado a mudanças legislativas cujos efeitos estiveram presentes nos sete primeiros meses de 2004: (i) aumento da alíquota de 3% para 4% da Cofins devida por instituições financeiras, seguradoras e assemelhados; (ii) elevação da alíquota de 3% para 7,6% (introdução da Cofins não-cumulativa) para grandes contribuintes; (iii) tributação direta das importações. Nos sete primeiros meses de 2004, em comparação com o mesmo período de 2003, a arrecadação setorial da Cofins, no agregado, subiu R\$ 5,8 bilhões ou 22,1%. Um estudo do IEDI aponta que apenas a indústria de transformação foi responsável por cerca de 65,88% da variação global da Cofins enquanto os serviços industriais de utilidade pública responderam por 13,92%. A elevada participação da indústria na variação global da Cofins se deve a três segmentos: produtos químicos (+19,50%), eletro-eletrônicos (+18,38%) e veículos automotores (+12,33%). Essa variação não pode ser simplesmente atribuída à expansão das atividades desses setores, que cresceram em ritmo bem inferior ao da arrecadação.<sup>(2)</sup>

**3 - Bens administrados:** No início do ano de 2004, a projeção do BC para os preços dos bens administrados era de um aumento de 7,8%, contra projeções de 9,1% feitas pelos analistas de instituições financeiras. A projeção do BCB levava em conta que: a) os reajustes da telefonia continuariam seguindo a variação do IPCA, conforme julgamento provisório em 2003. A decisão judicial definitiva reafirmou a regra definida em contrato de reajuste pelo IGP-DI, o que fez com que os preços dos serviços telefônicos tivessem reajustes suplementares não previstos; b) os reajustes previstos para a gasolina e o óleo diesel seriam de 9,5% para o ano inteiro. Até agora, os reajustes da Petrobrás estão conformes a esse percentual, embora os aumentos dos demais derivados de petróleo estejam acompanhando de perto a variação dos preços internacionais. As avaliações da defasagem existente entre os preços atualmente praticados pela empresa estatal e os preços internacionais variam grandemente, em função do ponto em que se considera que esses preços estavam em equilíbrio. Por via das dúvidas, diante das fortes altas do petróleo no mercado internacional, novos e importantes aumentos da gasolina e do diesel estão embutidos nas expectativas dos participantes dos mercados financeiros. Na busca de arrefecer essas expectativas, a ata de outubro de 2004 do Copom criticou abertamente a política de preços da Petrobrás<sup>(3)</sup>, apontando a empresa como responsável por um período mais prolongado de juros elevados e provocando uma mini “crise política” entre a estatal e a autoridade monetária.

É importante salientar que nem sempre se pode afirmar que tais choques exógenos não podiam ser previstos. Um dos mais importantes em termos da abrangência de seu impacto nos preços foi a elevação da Cofins. Entretanto, esse fator tem sido sistematicamente subestimado pelo BCB, quem sabe para não reconhecer que a dominância fiscal contaminou os índices de inflação e constituiu uma falha monumental de coordenação macroeconômica.

<sup>(1)</sup> Para uma discussão mais detalhada dos mercados internacionais de *commodities*, ver a SEÇÃO II de *Política Econômica em Foco*, n. 3.

<sup>(2)</sup> No Relatório de Inflação de dezembro de 2003, o BCB descartava o impacto da Cofins sobre os preços, porque “em não havendo aumento da receita total advinda desse tributo, mas somente uma redistribuição entre as fontes pagadoras, eventuais reajustes de preços não deverão representar obstáculo ao cumprimento das metas”. Mais tarde, chegou a reconhecer seu impacto sobre os preços industriais: “a generalização dos itens com variações positivas no IPA-industrial - 66,7% dos itens tiveram aumento - indica influência da alteração na legislação da Cofins” (ata do COPOM de mar. 2004). Porém, as atas posteriores deixaram de se referir a esse fator como tendo importância na formação dos preços industriais.

<sup>(3)</sup> “No cenário doméstico, continua indefinida a trajetória de realinhamento dos preços dos derivados de petróleo em relação às cotações internacionais, e aumenta a possibilidade que o impacto desse realinhamento - na medida em que possa ser postergado, mas não evitado - acabe contaminando mais fortemente a inflação de 2005. Além disso, uma mera protelação reduziria a eficácia da política monetária, ao estender o período durante o qual os agentes privados operam na expectativa de um choque inflacionário iminente, de magnitude incerta, requerendo taxas de juros nominais mais elevadas para produzir uma mesma taxa de juros real esperada”.

### 1.2.2 Preços dos bens administrados

A relação entre os preços administrados e os dos bens comercializáveis e não-comercializáveis, definidos no mercado, elevou-se 70% entre 1993 e 2004. A sistemática de reajuste anual desses preços, com base no IGP-DI acumulado nos doze meses anteriores, mostrou

ser um importante vetor de inércia da inflação e, após 1999, um elo de transmissão (*pass-through*) dos impactos da desvalorização cambial e dos demais choques exógenos aos preços. Por seu próprio mecanismo de reajuste de preços, os bens administrados tampouco são sensíveis às taxas de juros.

Assim, enquanto em 2002 os preços administrados foram reajustados levando em conta o impacto da desvalorização cambial acumulada desde o mesmo período de 2001, a desvalorização ocorrida em 2002 deveria se refletir nos preços administrados em julho e agosto de 2003. Entretanto, uma decisão judicial, não definitiva, limitou os reajustes do setor de telefonia fixa à variação do IPCA que, como mostra o Gráfico 1, reflete menos a variação cambial do que o IGP-DI,<sup>12</sup> atenuando a magnitude dessa transmissão. Mas, em 2004, a reversão dessa decisão judicial, reafirmando a utilização do indexador contratual para os reajustes de preços da telefonia fixa, constituiu um fator adicional de pressão na inflação.

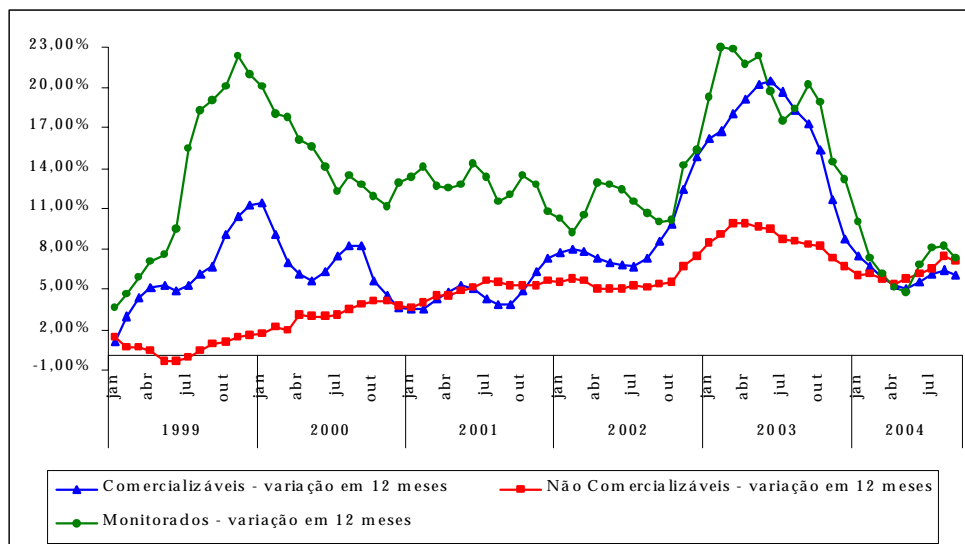
A elevação do IGP-DI decorrente dos choques de oferta também passa a fazer parte integrante do reajuste dos preços administrados. Difícil, nessas condições, deixar de reconhecer que essa estrutura de formação de preços amplifica de forma muito significativa o potencial de transmissão da instabilidade cambial (*pass-through*) e dos demais choques exógenos para o nível de preços.

Essa estrutura de formação de preços provocou acentuada mudança dos preços relativos – com forte volatilidade dos preços dos bens comercializáveis, que refletiram as oscilações

<sup>12</sup> Em 2004, a reversão dessa decisão judicial, reafirmando a utilização do indexador contratual para os reajustes de preços tem sido um dos fatores adicionais de pressão na inflação.

do câmbio e dos preços internacionais, e acentuado aumento dos preços dos bens administrados, com valorização superior aos demais – enquanto os preços dos bens não-comercializáveis perderam valor, como mostra o Gráfico 2.

**Gráfico 2**  
Evolução dos preços dos bens, por categoria,  
Acumulado 12 meses



Fonte: Banco Central do Brasil – Elaboração própria.

### 1.2.3 Preços dos bens não-comercializáveis

Os preços dos bens não-comercializáveis, destinados ao mercado interno, sofreram duplo impacto nesse período. O primeiro decorreu da elevação da parcela de renda disponível destinada ao pagamento dos bens administrados,<sup>13</sup> que acarretou uma redução da demanda. O segundo impacto proveio diretamente decorrente da política monetária adotada a partir de 1999.

As taxas de juros têm impacto direto apenas sobre essa parcela reduzida dos preços e que é pouco sensível ao impacto da desvalorização do

<sup>13</sup> Um estudo da Consultoria Globalinvest mostra que, se “em 1994, o conjunto de 6 tarifas públicas (água e esgoto, gás encanado, energia elétrica, ônibus urbano, metrô e telefone fixo) representava 10,9% da renda do trabalhador, hoje esse número atingiu 23,1%. Se o número for comparado ao ano de 1995, a diferença é ainda maior: 8,9% contra 23%.”

real ou de choques de oferta. São os preços dos bens não comercializáveis que se ajustam, através da redução de custos (essencialmente salariais) e de margem de lucros, à redução da demanda agregada provocada pela elevação da taxa de juros. Contudo, esses preços só representam um terço do IPCA, contra dois terços dos preços administrados e dos bens comercializáveis. Como este índice é utilizado como parâmetro nas metas inflacionárias, as taxas de juros têm de ser extremamente altas para resultar em quedas muito acentuadas da demanda, fazendo com que a queda dos preços dos bens não-comercializáveis e de parte dos bens comercializáveis compense os reajustes contratuais dos preços administrados e da parcela de bens comercializáveis imune às variações da taxa de juros.

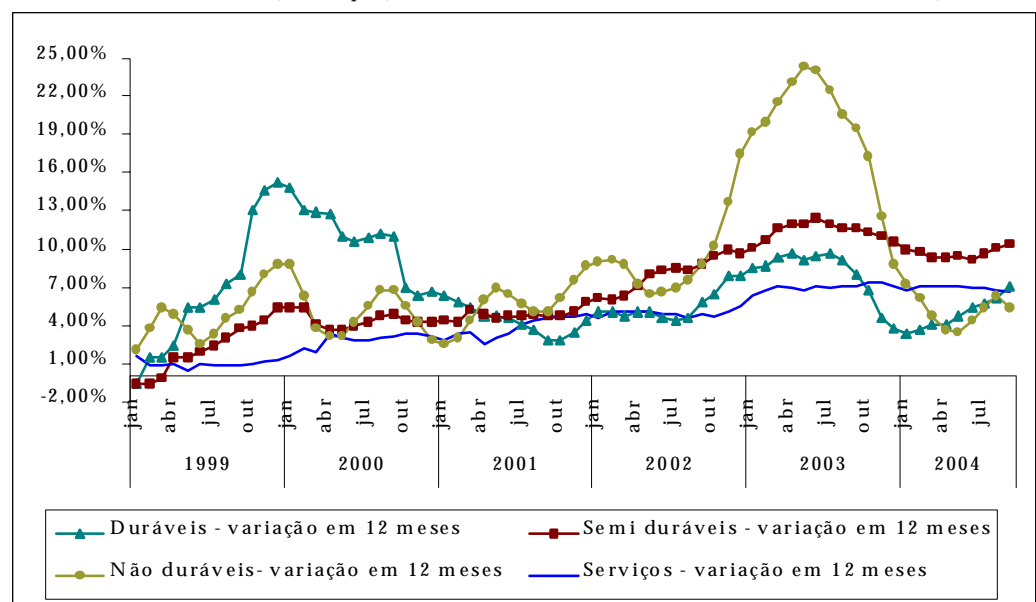
É importante salientar, ademais, que as estruturas de mercado das empresas que produzem bens não-comercializáveis são extremamente diferenciadas, implicando diferenças acentuadas de sua formação de preços. Alguns setores industriais estão muito concentrados e não se mostram dispostos a reduzir preços em função de queda da demanda, como, por exemplo, a indústria de cimento. Outros, como no caso dos produtores de bens duráveis (automóveis e “linha branca”), acabaram reagindo à queda da demanda interna através da exportação de parte de sua produção, o que lhes permitiu contornar a redução da demanda interna reduzindo custos, mas com pouca ou nenhuma redução de margem de lucro, adquirindo

contornos de bens comercializáveis com alguma sensibilidade à taxa de juros.

Entretanto, outros setores – compostos de médias, pequenas e micro empresas – em particular na área de serviços, foram obrigados a cortar fundo em suas margens de lucro, em função das elevadas taxas de juros e da forte queda da demanda interna por aquelas provocada. Muitas dessas empresas passaram a situar-se no limiar de sobrevivência; outras simplesmente deixaram de existir. Mas as reduções das margens de lucro das empresas sem poder de mercado produzindo bens destinados ao consumo interno têm limites. Se e quando o nível de demanda por seus produtos crescer, elas tentarão recompô-las elevando seus preços. É por essa razão que, nos períodos de crescimento econômico e ao menor prenúncio de uma certa recomposição da renda, a autoridade monetária manifesta imediatamente sua preocupação diante da possibilidade de “aumentos generalizados de preços”. Voltaremos a tratar desta questão adiante.

O Gráfico 3 ilustra esses movimentos divergentes entre os setores e aponta o expressivo aumento de preços dos bens não-duráveis, em

**Gráfico 3**  
Evolução dos preços dos bens duráveis, semi-duráveis, não duráveis e serviços





2002 e 2003, devido principalmente ao impacto da taxa de câmbio e dos preços internacionais em diversas *commodities* agrícolas. A partir de meados de 2003, os preços desses mesmos produtos tiveram quedas de preços relativos e, por vezes, absolutos, contribuindo para amortecer a trajetória da inflação.

#### **1.2.4 Impacto da política monetária na estrutura de preços relativos**

As mudanças de preços relativos decorrentes das desvalorizações do real e dos demais choques exógenos foram potencializadas pela política monetária adotada. As altas dos preços administrados e dos preços dos bens comercializáveis refletiram-se no IPCA, utilizado como parâmetro nas metas inflacionárias. As taxas de juros foram definidas em função da evolução desse parâmetro, composto por essas diferentes categorias de bens.

As taxas de juros têm impacto direto apenas sobre a parcela reduzida de preços que não sofre (ou sofre muito pouco) o impacto da desvalorização do real: os preços dos não comercializáveis. A elevação da taxa de juros reduz a demanda agregada, à qual os preços dos bens não-comercializáveis são extremamente sensíveis e se ajustam através da redução de custos (essencialmente salariais) e de margem de lucros. Esses preços têm menor peso no Índice Nacional de Preços ao Consumidor Ampliado (IPCA), diante da maior participação dos preços administrados e dos bens comercializáveis.

Assim, para cumprir as metas de inflação, as taxas de juros tiveram de ser mantidas extremamente altas, de forma a resultar em quedas acentuadas da demanda, para que a queda dos preços dos bens não-comercializáveis e de parte dos comercializáveis compensasse os reajustes contratuais dos preços administrados e

da parcela de bens comercializáveis imune às variações da taxa de juros.

Em consequência, a aplicação, desde 1999, da política monetária de metas de inflação acentuou a tal ponto a alteração de preços relativos provocada pela adoção do regime de câmbio flutuante e pela desvalorização do real que criou um real desarranjo dos preços relativos. A gestão estrita do regime de metas de inflação perpetua tal desarranjo. Em verdade, tudo se passa na definição dessas metas como se o fosso aberto entre os preços relativos pudesse continuar a se aprofundar indefinidamente, sem que se abra nenhum espaço para, pelo menos, sua atenuação. Os cálculos e as medidas adotadas pela autoridade monetária parecem ter por pressuposto básico que a demanda interna está condenada a permanecer reduzida.

A análise da estrutura de formação de preços no Brasil demonstra que ela magnifica e dissemina aos índices de inflação um grande conjunto de choques de oferta, decorrentes da volatilidade da taxa de câmbio e das variações dos preços internacionais dos produtos exportados pelo país, cujo impacto na taxa de inflação pode ter crescido com o aumento na absorção de produtos brasileiros pelos mercados externos.

Essa é a razão de base para que o regime de metas de inflação combinado com o de câmbio flutuante seja inapropriado para o Brasil, nas atuais circunstâncias. Para os que defendem essa política monetária, ou mesmo para os que apenas consideram que a taxa de juros é, na economia contemporânea, o instrumento preferencial de estabilização dos preços, resta a alternativa de procurar reduzir o *pass-through* dos choques de oferta, tanto através de medidas de estabilização da taxa de câmbio quanto pela redução ou eliminação da inércia inflacionária e da disseminação dos choques exógenos ao índice de

preços constituídos pela atual sistemática de reajuste da maior parte dos preços administrados.

## **2 Formato e eficácia das metas de inflação no Brasil**

Truman (2002) faz a comparação das formas de aplicação dessa política monetária e conclui que “na prática, não há dois países ou bancos centrais que implantaram sua política de metas de inflação de modo idêntico. Alguns bancos centrais, por exemplo o Reserve Bank da Austrália, têm um mandato dual combinando a estabilidade de preços com o pleno emprego”. Ao decidir adotar as metas de inflação como quadro de sua política monetária, cada país determina uma série de parâmetros que irão configurar seu formato específico, dentro de um modelo mais genérico. No Brasil, o regime de metas de inflação apresenta a seguinte configuração:

- 1- O índice de preços utilizado para apurar o cumprimento da meta de inflação é o IPCA, calculado pelo IBGE.
- 2- A meta definida comporta um intervalo variável de tolerância para cima e para baixo.
- 3- As metas e os intervalos de tolerância são fixados pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), com uma antecedência de um ano e meio. Assim, em julho de 2004, foi determinada a meta e o intervalo de tolerância do ano de 2006.
- 4- A meta fixada deve ser cumprida no decorrer do ano de calendário.

Ademais, um aspecto importante, embora não inscrito nos parâmetros oficiais do regime de metas de inflação, é o fato que o Banco Central se vale de uma pesquisa de opinião feita exclusivamente junto a analistas de bancos para apurar as expectativas dos “agentes racionais”, que constituem um dos principais parâmetros na definição da política monetária.

Essas feições particulares definem a aplicação do regime de metas de inflação no país. Comparadas com o formato de aplicação desse

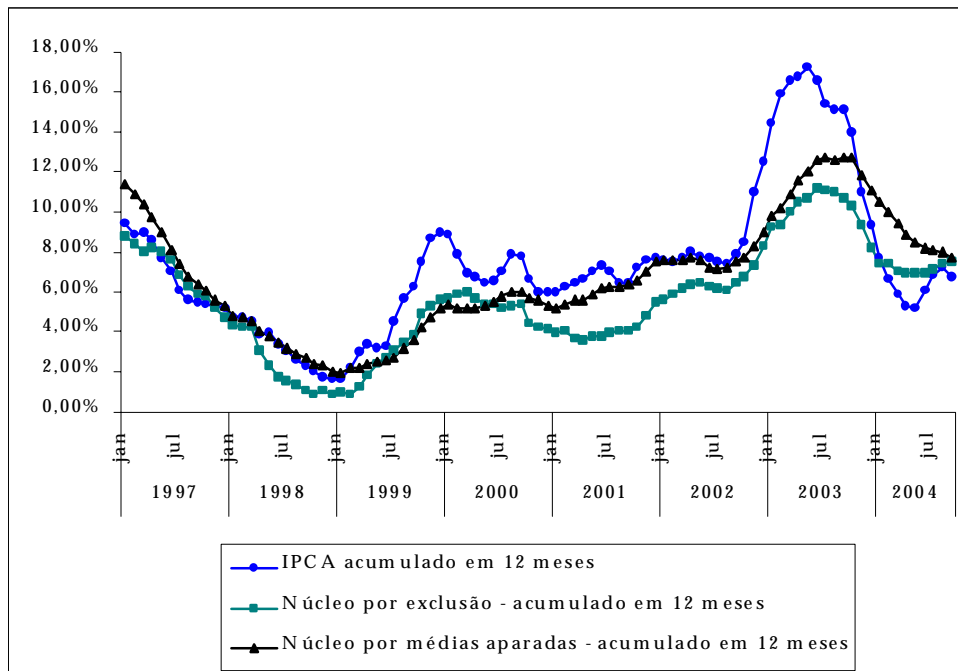
regime em outros países, compõem um quadro extremamente rígido e despido de flexibilidade. As razões da adoção desse formato específico estão relacionadas com a percepção que “as instituições em economias emergentes tendem a ser mais fracas que nas economias desenvolvidas. Os Bancos Centrais não são exceção. Nesse contexto, a adoção das metas de inflação representa um esforço para elevar a credibilidade da autoridade monetária como estando comprometida com a estabilidade dos preços” (Fraga et al.).

Em nome da credibilidade do Banco Central, adotou-se a determinação das metas a serem atingidas com grande antecedência, um horizonte temporal curto de convergência dos preços para a meta de inflação, além da utilização, como parâmetro para a verificação de seu cumprimento, de um índice de preços “cheio”, transmitindo para a política monetária o conjunto de choques exógenos de preços.

### **a- escolha do parâmetro de inflação**

Bancos Centrais de diversos países desenvolvidos, quer utilizem um regime de metas de inflação ou não, procuram neutralizar os efeitos de choques exógenos sobre suas políticas monetárias, de forma que essas não sejam contaminadas por fatores sobre os quais as taxas de juros só terão efeito se provocarem uma acentuada queda de demanda. Valem-se para isso de um parâmetro de inflação medido pelo método conhecido como “núcleo de inflação” que reduz o impacto de choques de oferta ou advindos da variação cambial. Se um núcleo de inflação fosse empregado no Brasil como parâmetro para o regime de metas, a política monetária seria menos suscetível a choques externos e não precisaria ser tão apertada. O Gráfico 4 mostra a evolução comparativa entre o IPCA e as diferentes medidas de núcleo da inflação acumulados em 12 meses.

**Gráfico 4**  
IPCA e núcleos de inflação, acumulado em 12 meses



**Metodologia:** No núcleo calculado pelas médias aparadas simétricas, retira-se do índice cheio as maiores e menores variações percentuais (percentis abaixo de 20 e acima de 80). Oito itens são redistribuídos em 12 meses, evitando retirá-los sistematicamente do núcleo: Comunicação, Transportes, Energia Elétrica, Combustíveis de Veículos, Combustíveis Domésticos, Cursos, Fumo e Serviços Pessoais. No núcleo por exclusão, retiram-se do índice cheio os preços administrados por contrato ou monitorados e o subgrupo Alimentação no Domicílio.

**Fonte:** Banco Central do Brasil – Elaboração própria

#### **b - determinação das metas**

As metas são definidas pelo CMN, como o objetivo a ser perseguido pela autoridade monetária para o ano que se iniciará 18 meses mais tarde. Essa antecedência faz com que essa definição responda apenas a um desejo, à “vontade política” de promover uma queda constante da inflação e não possa levar em conta os eventuais mais recorrentes choques exógenos que atingem os preços. Em consequência, as metas fixadas têm seguido um movimento linear de queda desde a adoção dessa política monetária e se revelado consistentemente muito apertadas. A meta fixada em junho de 2004 para o ano de 2006 poderia ser considerada uma exceção a essa regra, já que manteve a meta de 4,5% anteriormente fixada para 2005. Ela poderia significar que a autoridade monetária teria um grau de liberdade

suplementar para levar à convergência do índice de preços para a meta. No entanto, essa decisão foi acompanhada da redução de 2,5% para 2% do intervalo de tolerância, tirando com uma mão a flexibilidade que parecia conceder com a outra.

Em função dessa sistemática, foi preciso, em dezembro de 2002 e novamente em setembro de 2004, definir novas metas de inflação “ajustadas”. As autoridades monetárias tiveram de fazê-lo em 2002 em função do impacto nos preços da forte desvalorização cambial. Tiveram novamente de fazê-lo, em 2004, porque a meta de 4,5% para 2005 passou a ser tão irrealista

diante dos choques exógenos de preços que a autoridade monetária teve de ajustá-la para 5,1%. Ao mesmo tempo, o Copom advertia que precisaria, assim, “ser ainda menos tolerante em relação a choques que ameacem tornar a inflação maior do que o seu objetivo de 5,1% em 2005” (ata do Copom, setembro 2004). O estudo de Fraga et al. reconhece que períodos de forte desvalorização cambial ou choques exógenos de preços tornam isso necessário, já que “manter a velha meta afetaria mais a credibilidade do BCB porque seria considerada inatingível”.

Entretanto, mesmo as metas ajustadas têm se revelado muito ambiciosas. Metas de inflação excessivamente apertadas condicionam uma política monetária excessivamente rígida. Elas não abrem nenhum espaço para a recomposição e o

realinhamento dos preços relativos tão afetados pela sucessão de choques e pelos impactos da política monetária praticada. Ora, o desarranjo dos preços relativos só poderá perdurar em situação de demanda interna reprimida e seu realinhamento deverá inevitavelmente ocorrer na hipótese um período mais longo do crescimento econômico, resultando numa elevação do emprego, da renda disponível e da demanda.

### **c- horizonte temporal da convergência dos preços**

O espaço de um ano definido no Brasil para a apuração da convergência dos preços para a meta de inflação é considerado muito curto, se comparado com o formato das metas de inflação adotadas em outros países. Truman aponta que “poucos Bancos Centrais têm um horizonte temporal claramente definido, no qual a meta deve ser alcançada”. Mesmo os que definem um horizonte preciso utilizam intervalos entre dois a três anos para promover a convergência dos preços para as metas. Eles tomaram essa decisão porque os efeitos da política monetária levam tempo para ser plenamente sentidos, para evitar saltos bruscos das taxas de juros quando a inflação ameaça ultrapassar a meta e para minimizar os impactos da política monetária no nível de crescimento e de emprego.

No Brasil, a adoção de um horizonte temporal curto leva à prática de uma política monetária extremamente restritiva na busca de alcançar as metas definidas, com custos desnecessariamente elevados tanto no que concerne ao crescimento e ao emprego quanto no tocante a seu impacto no estoque de dívida pública. Ademais, esse horizonte muito curto torna muito mais difícil alcançar as metas de inflação, o que pode representar uma fonte de perda de credibilidade do BC.

Em boa parte em função da volatilidade da taxa de câmbio e da sucessão de choques exógenos de preços, a eficácia da política de metas de inflação no Brasil tem sido bastante limitada no

que concerne a seu objetivo primordial: o controle da inflação. Desde a implementação dessa política monetária, em 1999, apenas em duas ocasiões houve o cumprimento das metas estabelecidas pelo CMN, em 1999 e em 2000.

Em 2001 e 2002, quando a taxa de câmbio do real passou a ser alvo de ataques especulativos sucessivos, as metas de inflação determinadas pelo CMN deixaram de ser cumpridas, ou seja, as medidas de política monetária aplicadas não surtiram o efeito planejado para controlar a inflação. Durante todo esse período, as taxas de juros, mantidas muito elevadas para evitar que as desvalorizações cambiais implicassem aumentos substanciais da inflação, reduziram de forma acentuada a demanda interna e foram um dos principais fatores da sucessão de curtos períodos de recuperação econômica seguidos por períodos prolongados de crescimento baixo ou negativo.

Sobreveio, em 2003, um período conturbado da política de metas, apesar da valorização da taxa de câmbio do real. Além das metas terem sido “ajustadas”, ela teve de lidar com a elevação dos preços internacionais das *commodities* exportadas pelo Brasil e com o fator de inércia inflacionária representado pelos contratos de reajuste dos preços dos bens e serviços “administrados”, que transferiram, para 2003, boa parte do impacto da desvalorização registrada em 2002.

Para atingir a meta, a taxa de juros foi elevada, em 2003, para o maior nível desde 1999. A valorização do real, que repercutiu em forte redução do ritmo de aumento dos preços, só se traduziu em redução da taxa básica de juros no segundo semestre do ano. O Gráfico 5 mostra a evolução da taxa Selic nominal, deflacionada pela variação acumulada em 12 meses do IPCA e, medida que consideramos mais correta, deflacionada pelas expectativas de inflação<sup>14</sup> para

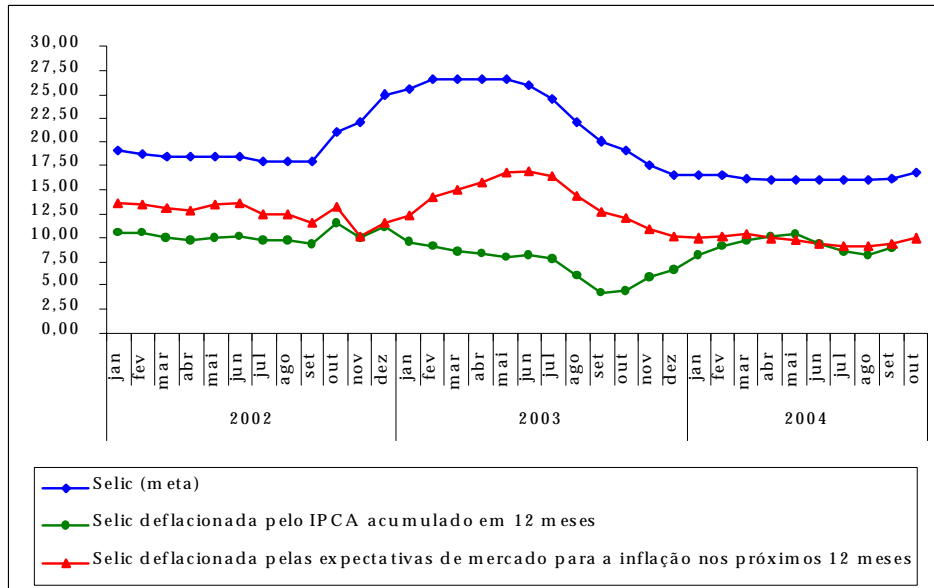
---

<sup>14</sup> O problema nessa medição da taxa de juros real está na aferição das expectativas de inflação. Na ausência de outro indicador mais confiável, somos obrigados a utilizar as expectativas apuradas pelo Boletim Focus do BC, que como vimos apresentam um viés expressivo.

os próximos doze meses. Nele se pode verificar que a taxa de juros real medida pelas projeções de inflação para doze meses situa-se quase sistematicamente, com exceção do ano de 2003, em níveis próximos a 10% ao ano.

**Gráfico 5**

Selic nominal, deflacionada p/ variação em 12 meses do IPCA e pelas expectativas de inflação para 12 meses



Fonte: Banco Central do Brasil – Elaboração própria.

Não há dúvida quanto ao papel central representado pela apreciação cambial, em vários momentos, para trazer para baixo a taxa de inflação. O Gráfico 6 mostra claramente esse papel da apreciação cambial em 2003. No primeiro e terceiro trimestres de 2004, a valorização da taxa de câmbio – entrecortada por uma desvalorização no segundo semestre em função dos temores suscitados pelas perspectivas de aumento das taxas de juros americanas – foi menos expressiva do que em 2003, mas assim mesmo

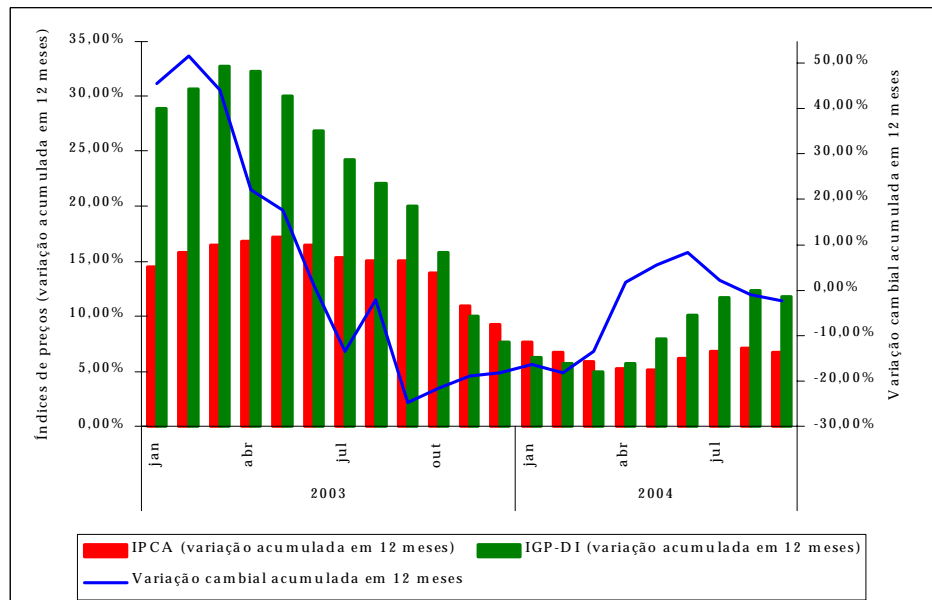
permitiu atenuar parte dos impactos dos demais choques exógenos que atingiram os preços. Permitir essa valorização da taxa de câmbio como instrumento anti-inflacionário, praticando um regime de flutuação “limpa”, foi uma estratégia claríssima de política econômica que se impôs à alternativa de manter a moeda mais desvalorizada e recompor reservas mais rapidamente.

Porém, a gestão hiper-conservadora da política monetária e cambial não impediu que, em 2003, a inflação se situasse acima da meta “ajustada”, embora a economia nacional registrasse o pior desempenho do PIB desde 1992, numa clara demonstração do

impacto recessivo de uma política monetária extremamente restritiva, apesar do cenário externo amplamente favorável. Em 2004, tudo

**Gráfico 6**

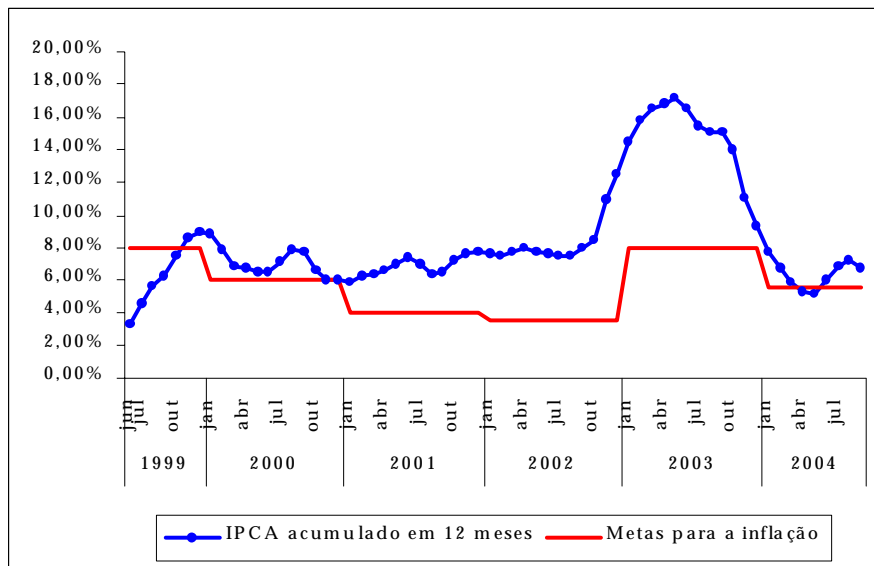
Índices de preços e variação cambial (acumulados em 12 meses)



Fonte: Banco Central do Brasil – Elaboração própria.

indica que é possível que as metas sejam cumpridas, com o índice de inflação situando-se próximo ao teto da banda de tolerância. O Gráfico 7 mostra as metas de inflação, incluindo em 2003 a meta ajustada, e o desempenho do parâmetro oficial de inflação, o IPCA.

**Gráfico 7**  
Metas de inflação e IPCA



Nota: De 1999 a 2002, a banda de tolerância foi de 2% para cima ou para baixo do centro da meta, em 2003 não se adotou banda de tolerância para a meta ajustada e, em 2004, essa banda é de 2,5%

Fonte: Banco Central do Brasil – Elaboração própria.

#### d- expectativas dos agentes

As expectativas dos agentes constituem um ponto central para o regime de metas de inflação. O sucesso das medidas de política monetária é medido, no curto prazo, pela influência que têm sobre tais expectativas. Donde a importância atribuída à apuração dessas expectativas. Mas para isso, o BCB decidiu realizar uma pesquisa, denominada *Focus*, junto a analistas de instituições financeiras e atribuiu a essa pesquisa a qualidade de uma *proxy* das expectativas dos “agentes racionais”. O impacto desse tipo de apuração das expectativas se evidencia no fato que têm sido raras as vezes em que o Copom toma decisões que contrariem as previsões dos especialistas de bancos e corretoras.

Essa tendência do mercado, de prever com regularidade as medidas do Copom, expressa uma incômoda promiscuidade entre a autoridade monetária e as instituições financeiras que, dentre o conjunto dos agentes econômicos, são os que mais têm a ganhar com taxas de juros elevadas.

Em seu boletim de março de 2003, o IPEA levantou dúvidas sobre a qualidade das expectativas de inflação expressas por analistas de bancos: “Há razões para se acreditar que as previsões de inflação, coletadas junto a participantes do mercado financeiro, não espelhem as expectativas do mercado em relação à taxa de inflação futura. Se determinado agente econômico percebe que pode afetar a Selic, manipulando o que declara como sendo a sua inflação esperada, então há forte incentivo para que ele não revele o verdadeiro valor esperado para a taxa de inflação”. E adiante: “concluimos que não há qualquer evidência de que o mercado (Focus) ou o Bacen, em seus relatórios, prevejam a inflação com razoável grau de acurácia em horizontes suficientemente longos para nortear a política monetária.”

Não bastasse a rigidez interna do regime de metas de inflação no Brasil, a autoridade monetária ainda escolheu apurar as expectativas de inflação justamente entre os que mais têm a lucrar com a elevação das taxas de juros. O viés altista na taxa de juros desse tipo de articulação das bases de tomada de decisões por parte do Banco Central fica evidente, por exemplo, quando, na semana que se seguiu à elevação de 0,5% na taxa SELIC, decidida na reunião do Copom de outubro de 2004, as ações de bancos foram

destaque de alta na Bovespa. Na ata dessa reunião, o Copom foi levado a se defender das críticas que se avolumam contra esse procedimento que passou a ser parte integrante e essencial do formato específico do regime de metas no Brasil: “O Copom calibra os instrumentos de política monetária com base em seus próprios cenários de projeção para a inflação, cotejando-os com a trajetória de metas, e não guiado pelas expectativas de inflação dos agentes privados. Entretanto, as expectativas dos agentes privados têm impacto importante sobre os resultados que a política monetária produzirá, pois determinam as taxas de juros reais esperadas que correspondem a uma dada estrutura a termo de taxas de juros nominais, e, dadas as condições de demanda, influenciam significativamente a formação corrente de preços.”

Resta que o Banco Central poderia, como já foi inclusive sugerido publicamente, apurar as “expectativas de inflação dos agentes privados” consultando um universo mais amplo de agentes que incluisse segmentos organizados da sociedade, como entidades patronais da indústria e comércio e sindicatos de trabalhadores, de forma a contrabalançar o viés altista e exclusivamente financeiro presente na pesquisa que incorpora em seu modelo.

### **3 A gestão do regime de metas em 2003 e 2004**

Desde o início de 2003, a valorização do real, em virtude do cenário internacional favorável que elevou os fluxos de capitais para o país e dos sucessivos e crescentes superávits comerciais, tem tido efeitos benignos para a evolução dos preços e foi, claramente, utilizada pela autoridade monetária como instrumento anti-inflação, numa opção de política econômica que abdicou da reconstituição de reservas em divisas. Entretanto, o impacto favorável da valorização da taxa de câmbio não chegou a compensar os efeitos

nos preços dos sucessivos choques exógenos que se manifestaram em diversas ocasiões no período. Os preços administrados continuaram sua escalada de alta, refletindo o impacto desses choques, abrandados pela valorização cambial e reafirmando seu papel de elemento inercial na taxa de inflação, já que mesmo que os motivos que levaram aos choques exógenos de 2004 desapareçam, seu impacto ainda será sentido em 2005 pelo mecanismo de indexação dos preços da maior parte desses bens.

Os efeitos perversos da rigidez do formato do regime de metas de inflação no Brasil vêm sendo reforçados por seguidos erros de gestão da política monetária, decorrentes da falta de flexibilidade da atual diretoria do Banco Central na gestão interna do modelo.

O primeiro e mais importante desses erros, cometido logo no início de 2003, foi a fixação de metas ajustadas de inflação extremamente ambiciosas e pouco realistas: partindo de uma inflação constatada de 12,6% e de uma desvalorização nominal da taxa de câmbio de cerca de 70% em 2002, fixaram-se metas de 8,5% para 2003 e de 5,5% para 2004. Essas metas estiveram na base da política monetária excessivamente apertada que provocou a queda do PIB em 2003, além de representar um custo elevado para a dívida pública. O mesmo erro foi repetido na determinação da meta de 4,5% para os anos de 2005<sup>15</sup> e 2006. No caso da meta de 2006, acresce-se o agravante da redução da banda de tolerância em torno do centro da meta de 2,5 para 2%.

Outros erros vieram se somar a estes. Ainda em abril de 2003, a inflação começou a dar claros sinais de queda, mas o Banco Central preferiu

---

<sup>15</sup> A meta de inflação para 2005 está tão claramente comprometida pelos choques exógenos do ano de 2004 e seu repasse para os preços administrados em 2005, que o Copom decidiu “ajustá-la” para 5,10% antes mesmo que o ano começasse.

esperar que a taxa acumulada em 12 meses começasse a ceder antes de reduzir a taxa Selic, ampliando os custos da política monetária em termos de produto e emprego. O excesso de conservadorismo dessa postura decorre do fato que ela só aceita uma redução da taxa de juros quando estão reunidos todos os fatores que considera favoráveis: queda dos índices correntes, das projeções futuras e da inflação acumulada em 12 meses. Mesmo em períodos de apreciação da moeda nacional, as taxas de juros só caem muito lentamente devido ao receio de que a recuperação da absorção doméstica e os movimentos de preços relativos terminem por desencadear uma alta generalizada de preços.

Em 2004, outros erros foram cometidos. A partir do último trimestre de 2003 e em 2004, o prosseguimento do cenário externo favorável, com aumento da demanda internacional e elevação de preços de diversos produtos exportados pelo Brasil, permitiu que a forte elevação do superávit comercial tivesse impacto no conjunto da economia e a levasse a crescer. Se, num primeiro momento, a política monetária pareceu acomodar o crescimento econômico, a situação rapidamente mudou de figura.

No dia 30/12/2003, o Banco Central divulgou o trimestral Relatório de Inflação, em que demonstrava que a manutenção da taxa Selic em 16,5% e da taxa de câmbio no patamar então observado resultaria numa taxa de inflação inferior ao centro da meta de 5,5% e que, utilizando-se as projeções do mercado financeiro para essas variáveis, a inflação seria levemente inferior a 6%. Essas afirmações do BC serviram como suporte adicional às expectativas de continuidade do processo de redução das taxas de juros. Não obstante isso, apenas vinte dias depois, a autoridade monetária decidia manter os juros inalterados, repetindo a dose em fevereiro. As atas das reuniões do Copom em que essas decisões

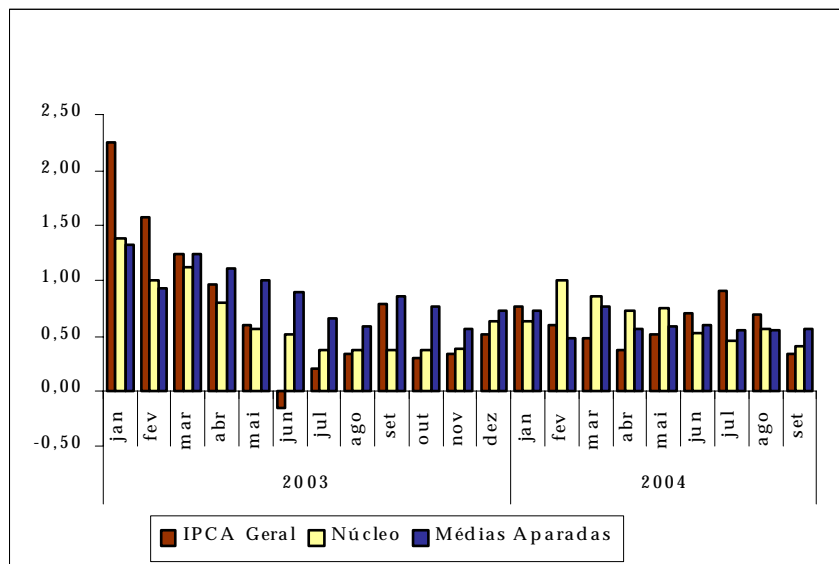
foram tomadas revelam o desconforto do BCB com o crescimento econômico. Após apenas um trimestre de crescimento econômico, o Copom decidiu “interromper de forma temporária o processo de flexibilização da política monetária... impedindo que os reajustes de preços que estejam ocorrendo nos setores mais beneficiados pelo processo de retomada da atividade econômica contaminem os demais preços da economia.” As razões apresentadas resumiam-se ao risco, antevisto nos índices de preços observados em dezembro de 2003, de uma alta generalizada dos preços que “pode significar apenas um evento isolado, provocado por motivos sazonais ou extraordinários, ou prenunciar uma aceleração persistente da inflação” (ata de janeiro de 2004). Os números subseqüentes mostraram que esse temor do Banco Central era infundado, embora os choques exógenos e não previstos de preços provocassem uma elevação da taxa de inflação. Se, no início do ano, a autoridade monetária não tivesse mantido os juros inalterados por dois meses consecutivos, baseando-se num diagnóstico errôneo, tais choques exógenos continuariam a existir na mesma intensidade, mas teria sido possível enfrentá-los com uma taxa de juros mais baixa.

A partir de julho de 2004, as atas do Copom passaram a prenunciar nova rodada de elevação das taxas de juros. O novo aperto monetário, iniciado no mês de setembro e descrito como “um processo”, decorreria da deterioração das expectativas de inflação, do hiato decrescente de produto e do risco de transmissão da alta dos preços industriais no atacado sobre os preços no varejo. A ata dessa reunião aponta “o risco em elevação de que a inflação continue se afastando da trajetória das metas.. em um ambiente capaz de acomodar recomposições de margem de lucro, inclusive as requeridas por reajustes salariais que tendam a elevar o rendimento real médio entre dissídios.” Entretanto, ela salienta que, “como



existem defasagens entre a implementação da política monetária e seus efeitos sobre a economia, bancos centrais devem necessariamente atuar de forma preventiva, antes que os dados contemporâneos permitam identificar sinais de descontrole inflacionário ou de pressões excessivas de demanda... Se os dados correntes já permitissem identificar sinais de descontrole inflacionário ou de pressões excessivas de demanda, o ajuste na política monetária não poderia ser feito nas bases que estão sendo consideradas pelo Comitê.” Assim, é possível deduzir dessa afirmação que o “processo de elevação da taxa de juros” não foi decidido em função de dados correntes de disseminação de aumento de preços ao consumidor decorrentes de um aumento de demanda.

**Gráfico 8**  
IPCA mensal e núcleos, 2003 e 2004



Fonte: Banco Central do Brasil – Elaboração própria.

Mas, é necessário ainda analisar os aumentos dos preços industriais por atacado para verificar tanto seu grau de disseminação quanto sua decorrência de tentativas de elevação de margem de lucro. A ata de setembro de 2004 do Copom aponta como os principais responsáveis pela maior variação do IPA industrial a

“aceleração dos preços nos gêneros metalúrgica,<sup>16</sup> mecânica, produtos de matéria-plástica, papel e papelão, material elétrico, madeira e borracha”. Como esses produtos são os mais expostos à alta dos preços internacionais do ferro, do aço e dos derivados de petróleo,<sup>17</sup> há boas indicações de que os aumentos de preços verificados decorrem essencialmente dos choques exógenos de oferta anteriormente apontados.

É possível que tais aumentos preços industriais acabem tendo impacto defasado nos preços ao varejo, portanto no IPCA. O fato em si não é de natureza a causar espanto e seria considerado bastante natural, não fosse o empenho do Copom, ao lidar com choques exógenos, em não permitir que eles causem “efeitos secundários” nos preços ao consumidor. Dito de outra maneira, a autoridade monetária reconhece que, por exemplo, um aumento do preço internacional do aço se refletirá no aço negociado no mercado interno, mas pretende evitar que tal aumento se transmita aos preços dos bens que utilizam aço como matéria-prima. Isso só poderá ser obtido se a política monetária induzir tamanha queda da demanda interna que os fabricantes desses bens sejam levados a manter os preços estáveis, absorvendo a alta dessa matéria-prima em suas margens

de lucro.

<sup>16</sup> Os produtos *ferro, aço e derivados*, dentro do gênero metalúrgica, foram os que tiveram altas mais expressivas de preços.

<sup>17</sup> A Petrobrás tem elevado mensalmente os preços dos derivados de petróleo, combustíveis exclusive, seguindo os preços internacionais do petróleo e a evolução da taxa de câmbio do real.

Resta examinar os demais fatores apontados pela autoridade monetária para justificar sua decisão. Já falamos do viés favorável à elevação dos juros decorrente do universo específico de agentes consultados pelo BC. Não há dúvidas que a crise internacional do petróleo tem um peso importante nas expectativas mais pessimistas sobre a evolução dos preços, que passaram a incorporar a possibilidade de que o preço do barril de petróleo continue se elevando. A defasagem dos preços internos da gasolina e do óleo diesel faz parte deste quadro, mas a incerteza “original” provém da evolução do mercado internacional de petróleo. A recente queda dos preços internacionais do petróleo ainda não se refletiu nas expectativas de inflação, porque ainda estamos longe de um consenso de que essa queda representa uma nova e duradoura tendência dos preços dessa *commodity* que sofre os impactos diretos das tensões políticas internacionais, que podem afetar sua oferta.

Por outro lado, é importante salientar que a divulgação de atas do Copom gradativamente mais pessimistas certamente influiu na deterioração das expectativas dos agentes consultados. Ao tentar elevar sua credibilidade e convencer esses agentes de que leva extremamente a sério a tarefa de manter a estabilidade de preços, a autoridade monetária obteve um efeito perverso de, ao invés de induzir melhoras nas expectativas, provocar o que queria evitar: projeções de inflação persistentemente acima da meta definida.

No que concerne ao hiato de produto, o Copom considera que, “em que pesem as dificuldades metodológicas (de medida do hiato), toda a evidência atual para o Brasil indica uma tendência inequívoca de fechamento do hiato do produto” e aponta tal fato como um dos motivos que tornam necessário a instalação do “processo” de elevação das taxas de juros. A “tendência

inequívoca de fechamento do hiato do produto” é diretamente decorrente das características do atual crescimento econômico no Brasil, puxado pelas exportações e por um aumento de demanda por duráveis decorrente de uma elevação do volume de crédito e não pelos investimentos.

A visão hiper-ortodoxa do Banco Central transparece no fato que sua reação ao aumento da utilização da capacidade instalada de produção é o de buscar controlar a demanda (produto corrente), ao invés de criar condições favoráveis para que aumente a oferta (produto potencial).<sup>18</sup> Essa visão resulta diretamente do princípio básico do modelo teórico do regime de metas de inflação: a neutralidade da moeda. Se a moeda é neutra, as taxas de juros só têm efeito nos preços e não nas decisões de investimento que seriam tomadas em função de “fatores reais”, tecnológicos e outros.

Sem entrar<sup>19</sup> na discussão teórica em torno desse ponto, é importante salientar o descompasso desse modelo com a realidade brasileira. À falta

---

**18** No jornal *Valor Econômico*, de 20 out. 2004, David Kupfer afirma que “correndo o risco da simplificação, é possível afirmar que economistas de orientação mais ortodoxa acreditam que o funcionamento da economia além de um determinado nível de utilização da capacidade produtiva instalada implica aumento da inflação no período seguinte. Caberia à política econômica controlar a demanda de modo a evitar que o chamado “produto potencial” fosse suplantado, dissolvendo assim riscos de descumprimento das metas de inflação e a conseqüente deterioração do quadro macroeconômico. Outros economistas, mais afeitos à observação do que se passa no mundo real da produção, costumam entender que a superação de certo limite de utilização da capacidade é, juntamente com a confiança no futuro e a disponibilidade de fundos, uma das principais pré-condições requeridas pelos empresários para a tomada de decisão de investir na ampliação dos negócios. Caberia à política econômica sancionar a expansão da demanda de modo a viabilizar o ciclo de investimentos latente”.

**19** O regime de metas de inflação se fundamenta em princípios teóricos da neutralidade de moeda no longo prazo, não podendo afetar o “setor real” da economia. A antecipação pelos agentes (“agentes racionais”) dos efeitos de uma política monetária expansionista impede que essa tenha os efeitos desejados: um aumento de oferta de moeda só provocará aumento de preços e salários mas não terá efeito na economia. Embora não seja este o lugar para estabelecer uma discussão sobre tais princípios teóricos, é necessário sublinhar nossa total discordância com o conjunto desses fundamentos, a começar pela premissa da “neutralidade” da moeda.

de fontes de financiamento em volumes elevados e a taxas de juros relativamente baixas, os recursos para os investimentos no Brasil têm se originado, nas últimas décadas, dos recursos próprios das empresas. Empresas que se auto-financiam consideram as taxas de juros como um “custo de oportunidade”, isto é, uma remuneração com baixo risco à qual têm de abdicar em prol da realização de um investimento que, por apresentar risco muito mais elevado e liquidez reduzida, só será realizado se prometer um retorno muito mais elevado.

Essa mesma visão hiper-ortodoxa leva o Banco Central a afirmar que “embora algum arrefecimento espontâneo (do ritmo de expansão da economia) possa estar a caminho, os dados disponíveis não sugerem que seja intenso o bastante para preservar a compatibilidade entre a trajetória de metas de inflação e a velocidade de preenchimento da capacidade ociosa da economia” (ata do Copom de outubro de 2004). Em outras palavras, o Copom assinala que está disposto a prosseguir com o aumento dos juros até “arrefecer” a demanda de forma a que os preços dos bens de consumo interno caiam o suficiente para que se atinjam as metas de inflação e que se reduza o nível de utilização da capacidade instalada.

Pior, a mesma ata assinala que a autoridade monetária não descarta o uso de um aperto monetário mais significativo, ao assinalar que “embora trabalhe mantendo a hipótese de que o ajuste gradual do instrumento de política monetária terá prosseguimento na magnitude e no ritmo originalmente previstos, o Copom ressalva que o quadro atual contém dois potenciais agravantes em relação ao avaliado em sua reunião de setembro”, referindo-se aos preços do petróleo e à deterioração das expectativas apuradas pelo boletim *Focus*. A ata agrega que “o ajuste de política monetária iniciado no mês passado tem

como objetivo promover a convergência da inflação para a trajetória de metas, que incorpora o objetivo de 5,1% para a variação do IPCA em 2005. Compatibilizando o ritmo de preenchimento do hiato do produto com a trajetória de metas para a inflação, esse ajuste evitará os danos graves ao ciclo de crescimento que ocorreriam caso medidas mais drásticas viessem a ser necessárias para desinflacionar a economia.”

Em resumo, os contornos de política monetária tornaram-se muito mais rígidos, reforçando a falta de flexibilidade da diretoria do Banco Central na gestão interna do modelo de metas para a inflação. Como consequência da incompatibilidade desse regime com o câmbio flutuante e um relevante *pass-through*, associado à indexação de parcela do índice de preços, tem-se observado, nos últimos anos, um movimento de *stop and go*. Um novo período de *stop* no conjunto da economia está se instalando, em mais uma demonstração de que a combinação de políticas macroeconômicas com taxa de câmbio flutuante e um regime de metas de inflação dos mais rígidos e inflexíveis torna impossível um crescimento sustentável, desestimula os investimentos produtivos, além de repercutir negativamente na gestão da dívida pública.