

O Regime de Metas de Inflação e a Governança da Política Monetária no Brasil: Análise e proposta de mudança[‡]

José Luís Oreiro^{*}
Breno Pascualote Lemos^{**}
Rodrigo Ayres Padilha^{***}

Resumo: Neste artigo apresentamos inicialmente uma discussão sobre a teoria e a experiência brasileira e internacional do sistema de metas de inflação. A partir dessa discussão é feita uma avaliação crítica da atual *estrutura de governança da política monetária brasileira*, com base na qual se constata que a referida estrutura de governança é inadequada para o funcionamento do sistema de *metas de inflação*. Isso porque (i) não há uma clara separação entre a autoridade responsável pela fixação das metas da política monetária e a autoridade responsável pela obtenção das mesmas; (ii) as metas de inflação não refletem adequadamente as “preferências sociais” no que se refere ao “grau de aversão à inflação” e o grau de aversão social ao *trade-off* entre inflação e desemprego; e (iii) a fixação da taxa de juros pelo COPOM é feita com base em *expectativas inflacionárias* de agentes que não tem poder efetivo de fixação de preços. Nesse contexto, apresentamos uma proposta de mudança da estrutura de governança da política monetária brasileira a qual, sem comprometer a *autonomia operacional do Banco Central*, pode contribuir para eliminar o “problema dos juros” no Brasil.

Sub-Área: Macroeconomia, Economia Internacional e Finanças Públicas.

1- Introdução.

Desde a implantação do regime de metas de inflação no Brasil em meados de 1999, o mesmo vem sendo objeto de intensos ataques por parte de uma parte da comunidade acadêmica de economia e do meio empresarial. O argumento principal é que a lógica do regime de metas de inflação é tal que o mesmo acaba por impedir a retomada do crescimento em bases sustentáveis da economia brasileira. Isso porque ao focar a atenção da política monetária *exclusivamente* na obtenção da meta inflacionária, aquela torna-se *excessivamente* contracionista, gerando níveis *extremamente elevados* para a taxa de juros

[‡] Os autores agradecem aos comentários de Luiz Carlos Bresser-Pereira (EAESP-FGV/SP), Luiz Fernando Rodrigues de Paula (FCE/UERJ), Rodrigo Rocha Loures (Presidência-FIEP), Marcelo Passos (UFPR), Marcelo Curado (UFPR) e Carlos Artur Kruger Passos (SENAI-PR). Eventuais falhas são, no entanto, de nossa inteira responsabilidade.

^{*} Doutor em Economia (IE/UFRJ), Professor Adjunto do Departamento de Economia da UFPR e Pesquisador do CNPq. E-mail: joreiro@ufpr.br. Web-Site: www.joseluisoreiro.ecn.br.

^{**} Aluno do Programa de mestrado em Desenvolvimento Econômico da UFPR e bolsista da CAPES. E-mail: bplemos@uol.com.br.

^{***} Aluno do Programa de mestrado em Desenvolvimento Econômico da UFPR e bolsista do CNPq. E-mail: rod_padilha@yahoo.com.br.

nominal e real, o que impede a obtenção de uma taxa de investimento compatível com o crescimento da economia brasileira a taxas de 4 a 5 % ao ano¹.

Essas críticas estão em franco contraste com a experiência histórica dos países que adotaram o regime de metas de inflação a partir do início da década de 1990. Com efeito, países como Nova Zelândia, Canadá e Reino Unido – para citar apenas os exemplos mais conhecidos – não têm encontrado dificuldades maiores para apresentar taxas de crescimento do produto real bastante satisfatórias – e no caso do Reino Unido até surpreendentemente elevadas – para países desenvolvidos.

Além disso, um estudo sobre o processo de evolução das idéias que culminou com o surgimento do regime de metas de inflação mostra que o mesmo foi uma espécie de solução de compromisso entre “keynesianos” e “clássicos” na qual os primeiros reconheceram a importância da existência de “regras” para a condução da política monetária; ao passo que os últimos reconheceram que a “flexibilidade” é um atributo importante na condução da política monetária, face à ocorrência de choques de demanda não causados pelo governo ou pela autoridade monetária². Daqui se segue que o regime de metas de inflação não pode, ao contrário do que afirmam alguns críticos do mesmo, ser considerado como parte de uma estratégia econômica de cunho nitidamente ortodoxo. Com efeito, referindo-se aos problemas da adoção de “regras rígidas” de política monetária, Blanchard afirma que:

“Quando as questões de inconsistência temporal são relevantes, as restrições rígidas aos formuladores da política econômica – como a regra fixa de crescimento da moeda, no caso da política monetária – podem, de fato, ser uma solução aproximada. Mas a solução pode ter custos mais elevados se impedir por completo o uso da política macroeconômica. Soluções mais adequadas em geral envolvem o planejamento de instituições melhores (como um Banco Central Independente), capazes de reduzir o problema da inconsistência temporal sem eliminar a política monetária como instrumento de política macroeconômica” (Cf. Blanchard, 2004, p.517).

Por outro lado, não há como negar que as taxas reais de juros no Brasil estão entre as mais elevadas do mundo e que essa patologia é, em grande medida, a responsável pelo crescimento anêmico do tipo *stop-and-go* que verificamos nos últimos 10 anos. Nesse contexto, uma hipótese plausível que concilia os fenômenos contraditórios citados acima é que o *problema brasileiro dos anos recentes não se refere ao regime de metas de inflação em si mesmo; mas a forma pela qual o mesmo foi implementado no Brasil.*

Mais precisamente, acreditamos que o problema é a *estrutura de governança da política monetária* no Brasil, a qual é inadequada para o funcionamento eficiente do regime de metas inflacionárias. Isso porque na atual estrutura de governança: (i) não há uma clara separação entre a autoridade responsável pela fixação das metas da política monetária e a autoridade responsável pela obtenção das mesmas; (ii) as metas de inflação não refletem

¹ Oreiro & Paula (2005) mostram, com base numa versão modificada do modelo Harrod-Domar de crescimento, que a taxa de investimento requerida para o crescimento sustentado da economia brasileira à uma taxa média de 5% ao ano deveria ser próxima de 27% do PIB.

² Ou seja, choques “exógenos” sobre a curva IS que afetem a decisão de investimento ou de consumo privados.

adequadamente as “preferências sociais” no que se refere ao “grau de aversão à inflação” e o grau de aversão social ao *trade-off* entre inflação e desemprego; e (iii) a fixação da taxa de juros pelo Copom é feita com base em *expectativas inflacionárias* de agentes que não tem poder efetivo de fixação de preços. Nesse contexto, apresentamos uma proposta de mudança da estrutura de governança da política monetária brasileira a qual, sem comprometer a *autonomia operacional do Banco Central*, pode contribuir para eliminar o “problema dos juros” no Brasil.

Dados esses objetivos, o presente artigo está estruturado em 6 seções, incluindo a presente introdução. A segunda seção abordará os aspectos teóricos e a experiência internacional do regime de metas de inflação. Na seção 3, será apresentada uma discussão a respeito da independência do Banco Central. Na seção 4, será apresentada brevemente a experiência brasileira sob o regime de metas de inflação e uma avaliação crítica da atual estrutura de governança da política monetária no Brasil, indicando como essa estrutura pode ser responsável pelo “problema dos juros”. Na seção 5 apresentamos uma proposta de mudança na estrutura de governança da política monetária e na seção 6 apresentamos as conclusões obtidas ao longo do artigo.

2 – Aspectos Gerais do Regime de Metas de Inflação: Teoria e Evidência

As principais características a serem observadas no regime de metas de inflação são aquelas que o diferenciam dos demais arcabouços de política monetária, a saber: a definição das metas anunciadas, a velocidade de convergência para as mesmas e a estrutura para lidar com choques exógenos e desvios das metas. Nesta seção discutimos estes aspectos pontuando-os com as experiências internacional e brasileira.

A fixação da meta de inflação a ser perseguida pelo Banco Central é uma decisão que deve ser tomada tendo em vista as características e o momento em que se encontra a economia, para que se possa então avaliar o sacrifício necessário em termos de queda dos níveis de produto e emprego – ao menos no curto prazo – para o cumprimento da meta. O nível da meta em si não interfere, *a priori*, na função de âncora nominal que o sistema propicia à economia; isto é, desde que os agentes econômicos entendam como crível a meta estabelecida, ela servirá de base para a formação das expectativas inflacionárias independentemente do seu patamar.

Os países desenvolvidos têm uma meta para a taxa de inflação que varia entre 1 e 4% ao ano. No âmbito teórico, no entanto, não há unanimidade sobre o nível ótimo de inflação³ que deva ser perseguido, embora haja evidência de que um nível moderado seja o mais indicado, pois há argumentos teóricos importantes que indicam a ineficiência de uma taxa de inflação igual a zero⁴. Alguns trabalhos apontam uma relação não-linear entre inflação e crescimento econômico, mas os achados são inconclusivos. Em um estudo clássico sobre a importância dos fatores macroeconômicos para o crescimento observou-se uma relação negativa e *decrecente* (cf. Fischer, 1993, p.18), isto é, a inflação seria mais

³ Sobre alguns custos e benefícios da inflação ver (Modigliani & Fischer, 1980).

⁴ A otimalidade de uma taxa de inflação positiva advém do fato de que a mesma, desde que mantida em níveis baixos, gera alguns benefícios para a sociedade na forma de receita de senhoriação e de uma maior capacidade de enfrentamento de choques de demanda em função da possibilidade de se gerar taxas reais de juros negativas nos momentos de recessão (cf. Blanchard, 2004, pp.533-534)

prejudicial - na margem - para taxas moderadas (inferiores a 15% ao ano). Um trabalho de um funcionário do FMI⁵, por sua vez, chegou à conclusão que uma inflação baixa/moderada pode ser indiferente ou ligeiramente benéfica para o crescimento econômico. Neste trabalho, não foi encontrada diferença significativa para valores inferiores a 8% ao ano, a partir deste nível, no entanto, o efeito tornar-se-ia cada vez mais negativo.

O caso brasileiro demonstra, até o presente momento, que a busca de uma meta assim reduzida requer a manutenção da taxa de juros real em um patamar muito elevado. O recuo da inflação brasileira a um nível inferior a 6% ao ano parece esbarrar em uma inércia renitente devido aos mecanismos de indexação das tarifas públicas, a vulnerabilidade do país aos choques de oferta no mercado de *commodities* e a magnitude do efeito das variações do câmbio sobre a inflação. Na medida em que há incerteza sobre o nível ótimo de inflação, a decisão sobre a meta deve ser fruto de um debate democrático, tornando-se necessário que se explicitem os custos da desinflação e os potenciais benefícios inferidos em cada proposta.

De fato, um processo transparente é propício à construção da confiança no Banco Central; o caso canadense (cf. Bernanke *et alli*, 1999, p. 301) ilustra bem como o debate pode ser indutor da credibilidade do sistema de metas perante a população. Em 1996 houve um intenso debate sobre o sistema de metas provocado pela crítica do presidente da associação de economistas canadenses ao Banco do Canadá pela conduta da política monetária. Na ocasião, ambas as partes tiveram que explicitar o seu ponto de vista mediante os impactos de curto e longo prazo da perseguição da meta inflacionária. O resultado do episódio foi uma melhora da confiança e do entendimento da população sobre a condução da política pelo banco central, isolando o assunto das disputas eleitorais que aconteceriam no ano seguinte.

Uma questão de suma importância é o tempo e a velocidade necessários para que se atinja a meta. A experiência brasileira foi de adoção do sistema de metas em um período conturbado economicamente, no qual o objetivo inicial era impedir que a desvalorização abrupta do Real contaminasse as expectativas de inflação, ao se substituir a âncora nominal anterior presente na desvalorização programada do câmbio pelo anúncio das taxas de inflação a serem perseguidas. As metas anunciadas implicavam em um processo drástico de aumento da taxa de juros indicando o intuito de frear a inflação a qualquer custo. Porém, passado o período inicial, o Banco Central se comprometeu a realizar uma desinflação bastante severa, enquanto que as experiências disponíveis⁶ indicam que o processo deva ser conduzido de forma mais moderada e perseguido em prazos mais dilatados.

Os indicadores sobre a velocidade com que se deve perseguir a diminuição da taxa de inflação são o comportamento da expectativa futura da mesma (esta é a variável chave no sistema de metas), bem como a magnitude das discordâncias entre as previsões do Banco Central e as privadas. Em conjunto, estes parâmetros indicam o tamanho do movimento

⁵ Sorel (1996). Dois importantes fatos inovadores no estudo foram o isolamento nos testes econométricos dos efeitos da deterioração dos termos de troca, pois estes induzem a uma correlação negativa entre inflação e crescimento que tem pouco haver com a política governamental, e a medida da taxa de inflação pelo índice de preços do consumidor ao invés do deflator do PIB, porque a mensuração errada do volume de produto (para mais ou pra menos) também induz à correlação negativa entre as duas variáveis.

⁶ Ver os casos, por exemplo, do Canadá e Inglaterra abaixo e em Bernanke *et alli* (1999).

necessário na taxa de juros de curto prazo e, portanto, as escolhas de desinflação. Embora o choque inicial no caso brasileiro tenha sido de realinhamento dos preços relativos através da desvalorização do câmbio⁷, e não um aumento da inflação em função de um desequilíbrio fiscal, a contaminação das expectativas (dado que havia incerteza sobre a capacidade do governo em controlar a crise cambial) requer que o processo de desinflação seja mais moderado. Esta necessidade decorre do fato de que, após a implementação do sistema de metas brasileiro, por diversas vezes a expectativa dos agentes econômicos esteve em desacordo com aquelas estimadas pelo Banco Central, muito embora elas tenham convergido depois de algum tempo face à manutenção da política monetária apertada⁸. O caso inglês⁹ exemplifica bem esta tática gradualista; segundo as palavras do diretor do Banco da Inglaterra à época:

*“(..)But the aim was not to bring inflation down to below 2 percent by the next month, or even the next year. It was to approach price stability gradually. In October 1992 a wide band of 1 to 4 percent for the target range of inflation was announced, with the additional objective of reaching a level below 2.5 percent by the end of the Parliament, a date then some four to five years ahead. The implicit assumption was that it would take **approximately five years** to make the transition to price stability.*¹⁰(cf. King,1996, p.54)

Isto porque a inflação acumulada em doze meses estava em 4.2% no mês de implementação do sistema (setembro de 1992) e ela seria reduzida durante este período de transição para algo abaixo de 2.5%.

O Canadá também adota uma postura de cautela na política monetária; com efeito, uma vez que a meta não tenha sido atingida, o Banco do Canadá age gradualmente deixando explícito para a população que a acomodação mais lenta é uma estratégia previamente acordada, baseada em estudos sobre as características da economia e não uma mudança nas prioridades da política conforme o cenário:

*The choice made in the Bank of Canada, based on empirical work regarding the implications of different speeds of return to the target, has been to aim at bringing inflation back to the center of the band over a **six- to eight-quarter horizon**. To try to minimize possible effects on credibility of pursuing such a policy, the Bank of Canada (1991) made this general approach explicit in the discussion of contingencies in its background statement introducing the targets. **It was thus relying upon transparency and a clear understanding by the market of how it proposed to respond to certain shocks to minimize any credibility effects of the gradualist approach**¹¹. (cf. Freeman, 1996, p.268)*

No caso brasileiro, a formação das expectativas inflacionárias – e, dessa forma, a determinação da velocidade de convergência com respeito as metas inflacionárias – fica prejudicada pela volatilidade da taxa de juros, a qual torna inócuos os cenários construídos pelo Banco Central (cf. Carneiro, 2000, p.16). Isso porque essa volatilidade, medida pela importância dos valores defasados das taxa de juros sobre o valor corrente da mesma (crescentes ao longo do Plano Real), faz com que os cenários bons sejam ainda melhores e

⁷ Ver Bogdanski *et alli* (2000).

⁸ Para um resumo da relação entre as expectativas do banco central e do setor privado nos dois primeiros anos do sistema de metas ver Fachada (2001).

⁹ É oportuno comparar as características do sistema de metas inglês com o brasileiro na medida em que o Brasil buscou inspiração no modelo anglo-saxão, conforme explicitado em Bogdanski *et alli* (2000).

¹⁰ Grifos nossos.

¹¹ Grifos nossos.

os ruins ainda piores. Desta forma cria-se uma dúvida nos agentes econômicos sobre a capacidade do Brasil em enfrentar as crises externas, pois as medidas de restrição monetária para reverter um quadro ruim podem significar a insustentabilidade da dívida pública.

Um outro problema que está relacionado com a questão da velocidade de convergência com respeito as metas inflacionárias é que o chamado *pass-through* (transmissão das variações no câmbio nominal sobre a inflação) é mais significativo sobre os preços administrados ou contratuais¹², tornando a inércia inflacionária importante quando há desvalorização cambial. Em um sistema de metas, uma das medidas para a solução deste tipo de problema consiste na utilização das bandas, ao se deixar a inflação desviar-se momentaneamente do centro da meta, por intermédio da absorção do impacto primário da elevação dos preços, combatendo-se apenas a inércia ou os efeitos secundários causados pelo aumento inicial. De forma mais efetiva, as experiências internacionais indicam que a adoção de metas para um índice de preço que não inclua os setores e/ou produtos diretamente ligados ao setor externo ou sujeitos a freqüentes choques de oferta (como energia e alimentos), pode cumprir o papel de explicitar os objetivos da política monetária e tornar claras as limitações do sistema em conter os choques de oferta.

Um argumento contrário à adoção proposta acima para o caso brasileiro (cf. Bogdanski *et alli*, 2000, p.12) recorda que a manipulação dos índices de preço no Brasil no passado poderia levar à perda de credibilidade caso fossem expurgados da meta os choques. No entanto, o uso do índice cheio prejudica a análise por parte dos agentes de quão restritiva é a conduta da política monetária, pois apesar do Banco Central levar em conta implicitamente os efeitos da inércia e do *pass-through*¹³, a resposta às variações estão relegadas à discricção do BC, podendo – por exemplo - estar imbuídas de um aperto na política monetária sob o pretexto de combate aos efeitos secundários dos choques.

A divulgação dos relatórios de inflação é propícia para fazer tal mudança de condução na política sem arriscar a credibilidade. A nova prática pode ser introduzida em dois estágios; primeiro a familiarização pela divulgação do índice com os expurgos e só em um período posterior adotando-se metas para o novo índice.

O sistema de metas possui a inerente desvantagem de fazer com que os bancos centrais se comprometam com uma taxa de inflação explícita e, portanto, tenham que responder pelos desvios ocorridos sejam estes frutos da política monetária ou não. Embora a perseguição da estabilidade de preços não seja necessariamente ligada à adoção de metas visíveis (caso dos EUA), o sucesso da política depende da credibilidade da mesma e se traduz na convergência das expectativas inflacionárias dos agentes com aquela mantida pelo banco central. O sistema de metas conduzido de forma gradual e segura pode ser o canalizador destas expectativas.

Em suma, a experiência internacional e brasileira com o regime de metas de inflação nos permite concluir que: (i) a fixação de metas inflacionárias muito baixas não só não contribui para estimular o crescimento econômico como pode ainda ter um impacto negativo (além de significativo) sobre o mesmo; (ii) a convergência com respeito a meta inflacionária deve ser um processo gradual, ainda mais em países como o Brasil nos quais (a) a volatilidade da taxa de juros torna difícil a construção de expectativas inflacionárias

¹² Ver Minella *et alli* (2003).

¹³ A metodologia do Banco Central é apresentada em Freitas *et alli* (2002).

confiáveis, e (b) a inércia inflacionária é bastante elevada devido a forte presença do assim chamado efeito *pass-through* nos preços administrados; e (iii) a adoção de metas inflacionárias baseadas em “índices expurgados” pode ser uma boa política para se enfrentar os problemas causados pela inércia inflacionária e pelo efeito *pass-through*.

3 – A Independência do Banco Central

Nesta seção, definiremos os conceitos de independência do Banco Central e de autonomia, descreveremos os principais modelos de independência do Banco Central, além de apresentarmos uma breve discussão a respeito da relação quase automática entre a independência do Banco Central e o regime de metas de inflação.

A Teoria da Independência do Banco Central, em linhas gerais, está fundada em dois arcabouços institucionais possíveis para o Banco Central: (i) a independência do Banco Central, e sua faceta keynesiana, (ii) a autonomia, na qual procura-se limitar a independência do Banco Central com vistas a preservar a democracia (cf. Mendonça, 2002).

A independência do Banco Central é definida como a *institucionalização do compromisso da política monetária* - e não necessariamente da política econômica como um todo¹⁴ - com algum objetivo específico, como, por exemplo, a estabilidade de preços. É preciso enfatizar que a independência do Banco Central não implica necessariamente que a perseguição da estabilidade de preços (ou da taxa de inflação) deva ser encarada como o único objetivo da autoridade monetária. O *Federal Reserve* (Banco Central do EUA), por exemplo, persegue tanto a estabilidade de preços como o pleno emprego, conforme afirma seu estatuto, por mais subjetivo que o termo pleno emprego possa ser encarado¹⁵.

Já a autonomia pode ser explicada da seguinte maneira:

“Quando é designada ao BC a busca da estabilidade de preços e há liberdade do uso de instrumentos na busca desse objetivo é entendido que foi concedido maior autonomia para o BC. Dado que autonomia é sinônimo de autocracia, nos quais alguns elementos democráticos são violados, a autonomia deve ser balanceada pela transparência das ações do BC. O ponto crucial a ser destacado é que o BC não deve ser responsável pela estabilidade de preços, que é responsabilidade do governo, mas pela produção de tal estabilidade” (cf. Mendonça, 2002, p.112).

Basicamente, três são os modelos propostos para a independência do Banco Central, fundamentados a partir do diagnóstico dos reveses da inconsistência dinâmica levantados por Kydland e Prescott (1977): (i) o proposto por Rogoff (1985), no qual o Banco Central opera com independência de objetivos e de instrumentos; (ii) o proposto por Walsh (1995), em que o Banco Central opera com independência de instrumentos; e (iii) o modelo proposto por Svensson (1997), representando uma síntese dos modelos (i) e (ii).

Rogoff (1985) estabelece que, ao permitir excessiva autonomia ao Banco Central por meio da concessão da definição e da maneira pela qual serão alcançados os objetivos da

¹⁴ Para esclarecer esta ressalva basta observarmos o descompasso entre a política fiscal de cunho expansionista e a política monetária fortemente recessiva em 2004. Apesar de ser válida a crítica de que o Banco Central do Brasil não é autônomo de fato, está clara sua autonomia informal, garantida pelo presidente da República.

¹⁵ Críticas mais contundentes às hipóteses que fundamentam o postulado independência do Banco Central, tais como a plena utilização dos fatores e as expectativas racionais, podem ser obtidas em Paula (2003).

política monetária, o importante é garantir um gestor que tenha o perfil conservador e que dê mais peso à inflação do que a sociedade¹⁶. Aqui a delegação do dirigente do Banco Central deve se sobrepor à votação (mais condizente com a estrutura democrática), porque poderia contribuir para um maior viés inflacionário, uma vez que, os indivíduos elegem representantes com preferências semelhantes às suas¹⁷. Isto posto, com a delegação, está aberto o espaço para a inconsistência dinâmica, pois um candidato a diretor pode se mostrar avesso à inflação somente para ocupar o cargo.

Este modelo se enquadra bem ao utilizado pelo Federal Reserve, porque os dirigentes da instituição têm a liberdade para fixar as metas quantitativas da inflação, além de possuírem a liberdade para utilização dos instrumentos que lhes convierem (cf. Paula, 2003, p. 3)¹⁸.

Walsh (1995) elaborou uma proposta considerada mais palatável porque limita as ações dos gestores ao estabelecer uma meta de inflação via contratos¹⁹, anulando fatores subjetivos como a preferência do gestor quanto à inflação. Vale dizer, esta proposta está embasada na teoria do agente-principal, em que o governo (principal) delega uma responsabilidade ao gestor da autoridade monetária (agente) por meio de um contrato²⁰. O objetivo da política é fixado exógenamente aos gestores do Banco Central, bem como as punições e os incentivos ao cumprimento ou não deste. No entanto, não há nenhuma norma que prescreva a condução da política monetária, ou seja, são definidos apenas os fins e não os meios. Esta proposição nos remete ao estado de autonomia ou independência de instrumentos.

Mesmo não eliminando de uma vez por todas o problema da inconsistência dinâmica Mendonça (2002) destaca a respeito do modelo de Walsh (1995) que:

“É importante salientar que a identificação desta impropriedade não deve ser interpretada como uma recusa da utilidade de que arranjos institucionais, tais como o adotado pela Nova Zelândia, em que o BC é submetido a um contrato cuja performance é avaliada em termos da consecução da meta inflacionária estabelecida, seja um instrumento não adequado. O

¹⁶ McCallum (1997) argumenta que, na média, os Banco Centrais terão preferências semelhantes entre inflação e desemprego às de suas respectivas sociedades. Adicionalmente, o autor afirma que não existe um *trade off* entre flexibilidade e comprometimento (regra), e, em decorrência disto, na ausência de uma *tangible precommitment technology*, seja inapropriado presumir que um comportamento discricionário a la Rogoff (1985) redundará num viés inflacionário (primeira falácia).

¹⁷ Está implícito que a sociedade é avessa ao desemprego, porque a inflação significa perda do poder de compra menor do que aquela associada ao desemprego.

¹⁸ O *Federal Reserve* ainda não adotou explicitamente o regime de metas de inflação, muito embora os indícios sejam de que existe uma meta implícita, abaixo de 3% ao ano, perseguida pela instituição.

¹⁹ McCallum (1997) aponta, no que denominou de segunda falácia, no modelo de Walsh (1995), que este arranjo institucional ainda não resolve o problema da inconsistência dinâmica, pois *“The unsatisfactory feature of this result is that such a contracting device does not actually eliminate the motivation for dynamic inconsistency, it merely locates it in a different place. Specifically, under the proposed arrangement, the government would have to enforce the contract – for instance, by reducing the [central bank] budget when inflation is high – but the government has exactly the same incentive not to do so as [central bank] has to be inflationary in the usual analysis (...) Walsh, Persson, and Tabellini perhaps would not disagree with this argument, but that does not eliminate the fact that it is contrary to the central thrust of their cited papers.”* (cf. McCallum, 1997, p.108)

²⁰ No caso de as funções de bem-estar da sociedade e do Banco Central serem idênticas, não há possibilidade de uma relação ótima do tipo agente-principal por meio de contratos ou metas (cf. Mendonça 2002).

elemento que merece destaque é que a existência desses contratos não se sustenta em períodos em que o desemprego encontra-se acima da média” (cf. Mendonça, 2002, p. 111).

O Banco da Inglaterra possui um arcabouço institucional bastante semelhante a este modelo²¹, pois cabe ao poder executivo definir a meta da política monetária, no caso, sob o regime de metas de inflação ao qual o Banco Central está subordinado, a meta para a inflação, podendo usufruir livremente de quaisquer instrumentos de política a seu critério.

Svensson (1997) concebeu um modelo em que utiliza a delegação de autonomia a um Banco Central com característica conservadora associado ao nível de inflação desejado, incorporando, no mesmo modelo, os principais elementos teóricos dos modelos de Rogoff (1985) e Walsh (1995), em que um regime de meta inflacionária é visto como um arranjo agente-principal, supondo controle perfeito sobre a inflação por parte do Banco Central (cf. Mendonça, 2002). Como resultado, obtém-se um equilíbrio do tipo regra ótima sob compromisso.

A relação quase automática entre metas de inflação e autonomia do banco central, advém da hipótese de que a autonomia do Banco Central aumenta o grau de confiança dos agentes privados nos dirigentes do Banco Central, isto é, constrói a reputação destes dirigentes. A autonomia se faz necessária ao passo que, para poder cumprir os objetivos fixados com algum grau de liberdade na condução da política monetária, o Banco Central esteja livre de quaisquer tipos de pressões políticas, tais como aquelas observadas em períodos pré-eleitorais, em prol de um menor desemprego ao custo de uma maior inflação. A manutenção da reputação na delegação da política monetária leva à credibilidade dos dirigentes do Banco Central. A *rationale* é a de que ‘investimentos’ em credibilidade por parte dos dirigentes do Banco Central aumentam a sua flexibilidade no curto prazo num cenário de discricção *cum* restrição.

A credibilidade, por sua vez, faz com que o custo do controle da inflação em termos de variabilidade do nível de produto seja menor (cf. Clarida et alli, 1999, p. 1675). É preciso ressaltar, mais uma vez, que está implícita aqui a hipótese do viés inflacionário definido por Kydland e Prescott (1977) e Barro e Gordon (1983), em que é atribuída aos administradores do Banco Central a tendência a fixar o produto a acima de seu nível potencial, reflexo de um comportamento dinamicamente inconsistente da autoridade monetária.

Sob esta ótica, a proposição de Rogoff (1985) eliminaria o viés inflacionário através da nomeação de um presidente de Banco Central conservador, isto é, que tenha uma maior aversão à inflação relativa ao desemprego do que a sociedade²².

Entretanto, um Banco Central racional, deve considerar os custos intertemporais causados por ganhos de curto prazo com vistas a um aumento do nível de produção acima do potencial (cf. Blinder, 1998). Além disso, não há evidências de que os presidentes de

²¹ Apesar de não haver uma minuciosa estrutura de incentivos e punições conforme preconiza o modelo de Walsh (1995). A ausência de um conjunto ótimo de penalidades prévio à realização destes contratos não dará credibilidade ao contrato ótimo do Banco Central (cf. Walsh, 1995).

²² Não obstante, a proposição feita por Rogoff (1985) implica numa maior variabilidade do produto e do emprego do que no caso de inconsistência dinâmica, não limita as decisões do presidente do Banco Central, e, no caso de um presidente excessivamente conservador, não produza a combinação de inflação e variabilidade do produto que a sociedade de fato deseja (cf. Blinder, 1998, p. 47).

Bancos Centrais fixem, arbitrariamente, um nível de produto alvo acima do potencial. Neste caso, a hipótese de viés inflacionário perderia sentido, o que eliminaria o problema da inconsistência dinâmica. Porém:

“To the extent that price setting today depends on beliefs about future economic conditions, a monetary authority that is able to signal a clear commitment to controlling inflation may face an improved short-run output/inflation trade off. (...) in contrast to the traditional analysis, this gain from commitment is not tied to the desire of the central bank to push output above potential, but to the forward-looking nature of inflation (and, thus, the importance of expectations about the future policy) in our baseline model.” (Clarida et alli, 1999, p. 1678-1680).

O conceito de credibilidade, todavia, não depende estritamente da independência, em qualquer grau, da autoridade monetária²³. A credibilidade pode ser encarada como uma espécie de acumulação de reputação no combate a alguma variável-alvo, como a inflação ou o estoque de agregados monetários²⁴, apresentando alguma defasagem temporal. Noutras palavras, a questão não é ter ou não reputação, como é evidenciado na maioria dos modelos, mas sim construir uma maior ou menor reputação, significando que o conceito de credibilidade é um tanto quanto subjetivo. Nas palavras de Goodhart:

“What is means is that an independent Central Bank will only retain credibility so long as it can maintain a broadly based political coalition of support for giving priority to using monetary policy for the medium term control of inflation, despite the shorter-term pains that such a policy may, at times, involve.”(cf. Goodhart, 1994, p.67)

A própria definição de credibilidade ainda não alcançou um consenso entre os gestores e os economista monetários, assim como o seu grau de importância²⁵ (cf. Blinder, 2000, p.1422). Blinder (2000), ao questionar membros dos mais diversos Bancos Centrais espalhados pelo planeta e economistas monetários predominantemente norte-americanos, conclui que as principais causas da credibilidade são: a transparência nas atitudes do Banco central, isto é, o Banco Central faz aquilo que ele diz que irá fazer; a independência do Banco Central²⁶; e a história de luta contra a inflação (cf. Blinder, 2000). Isto nos leva a crer que não existem caminhos fáceis para a conquista de credibilidade, pois:

“In brief, there appear to be no shortcuts to a greater credibility. Respondents think central banks get their credibility the old-fashioned way: They earn it building a track record for honesty and inflation aversion (in that order of importance), not by limiting their discretion via commitment technologies nor by entering into incentive-compatible contracts” (cf. Blinder, 2000, 1431).

²³ Como exemplo, basta ver os casos do Banco da Alemanha, da Suíça e do Japão em (cf. Bernanke et alli, 1999).

²⁴ Repare que a credibilidade de um Banco Central não necessariamente rui quando este muda tanto a forma de condução da política monetária quanto seus objetivos.

²⁵ Blinder (2000, p. 1424) afirma: *“While it is often said that the economists think too much alike, this criticism apparently does not apply o monetary economists!”*

²⁶ *“(...) independent central banks that lack a track record may be less credible than even non-independent central banks that have a good track record”*(cf. Blinder, 2000, 1428).

A despeito da controvérsia a respeito da credibilidade, a autonomia do Banco Central pode trazer ainda (i) uma responsabilidade democrática²⁷ e uma melhora na coordenação de políticas.

A responsabilidade democrática do Banco Central autônomo seria demonstrada através da transparência dos objetivos a serem perseguidos e da forma como a política monetária é conduzida. As informações sobre as ações tomadas e esclarecidas pelo Banco Central são de fundamental importância para que o público possa entender seu comportamento. Isto pode contribuir para que a política monetária definida seja mais eficiente, uma vez que o público detém informações suficientes para compreendê-la, reduzindo a variabilidade do produto e da inflação²⁸.

O problema de coordenação trata-se de uma sobreposição entre uma política sobre a outra. Por exemplo, nos anos 1950 e 1960, sob influência do ideário Keynesiano, a política fiscal tinha primazia sobre a monetária: primeiro, era decidido o montante do déficit fiscal; depois, a política monetária era ajustada de forma a fixar os níveis de taxas de juros que condissessem ao déficit proposto (cf. Goodhart, 1995, p. 69).

Para Goodhart (1995), ao tratar do caso da Inglaterra, o problema da coordenação seria eliminado quando da instituição de um Banco Central independente²⁹, pois:

“Indeed, one of the advantages of an independent Central Bank is that, once Treasury officials and Ministers lose the power to control short-term monetary policies, fiscal policy itself may become more disciplined. The coordination issue may, in truth, be an argument for, rather than against, Central Bank independence”. (cf. Goodhart, 1995, p. 69-70).

O debate a respeito da independência do Banco Central e sua relação com o sistema de metas de inflação possui apenas um consenso: *a independência de instrumentos, ou autonomia, é superior à independência plena, de objetivos e de instrumentos*. A razão, para tanto, estaria ligada à superposição de instituições sobre direitos constitucionais, pois:

“(...) um banco central independente não subtrai a política monetária ao controle monetário, porque a instituição reportaria os resultados de suas políticas a algum corpo político como o Congresso, ou outro. Reportar resultados é algo completamente diverso de decidir caminhos: informar decisões e tomar decisões são opções de natureza totalmente diversa” (cf. Carvalho, 1995, p.136).

Contudo, parece que a relação entre o sucesso do regime de metas de inflação e autonomia, apesar de não estar consolidada³⁰, indica que um Banco Central autônomo goze

²⁷ Em inglês, *democratic accountability*.

²⁸ Isto porque, por exemplo, ao aumentar a taxa de juros com vistas a um cenário de futura aceleração inflacionária, o Banco Central pode não contar com a compreensão dos agentes que, por um motivo qualquer, sofram de algum tipo de miopia. Conseqüentemente, o Banco Central precisará, para conter tal aceleração, aumentar adicionalmente os juros.

²⁹ Sicsú (1996) argumenta que Goodhart (1994) desfigura o conceito de coordenação, na medida em que a interpreta como subordinação de políticas. Isto acarreta um balanceamento de políticas calcado numa política fiscal de orçamento equilibrado e política monetária com objetivos nominais, o que, em termos de eficiência de políticas, pode ser questionado.

³⁰ De fato, Paula (2002) afirma que “(...) as evidências na relação entre grau de independência do Banco Central e baixa inflação não são conclusivas: há países sem banco central independente, como o Japão, que historicamente tem mantido inflação baixa; por outro lado, (...) há outros países, como os EUA, que embora possuindo um Banco Central independente, este possui objetivos múltiplos. Que não somente o combate a inflação.” (cf. Paula, 2002, p. 3).

de maior credibilidade ao se isolar de intempéries políticas, o que lhe dá maiores graus de liberdade na condução de sua política monetária, trazendo uma maior eficiência em termos de volatilidade de produto, inflação e desemprego³¹. Em países como o Brasil, em que a reputação do Banco Central é baixa, torna-se importante que a autonomia do Banco Central entre em vigor, para suportar o regime de metas de inflação, a fim de proporcionar aos agentes econômicos alguma credibilidade na condução da política monetária.

4 – Experiência Recente e uma Avaliação Crítica da Estrutura de Governança da Política Monetária no Brasil.

A mudança do regime cambial brasileiro, em janeiro de 1999, e a adoção do regime de metas de inflação, em meados desse mesmo ano, mudaram o *modus operandi* da política monetária brasileira. Se durante o sistema de *bandas cambiais*, o controle da inflação era feito por intermédio da *política cambial*, cabendo à política monetária a tarefa de manter a taxa de câmbio sobre o controle das autoridades monetárias; a adoção do regime de *flutuação cambial* eliminou a possibilidade de se controlar a taxa de inflação por intermédio da administração da taxa de câmbio. A necessidade de uma *âncora nominal* para as expectativas de inflação dos agentes econômicos levou a adoção do sistema de *metas de inflação*, no qual a principal tarefa da política monetária é controlar a taxa de inflação.

O controle da inflação nesse novo regime de política monetária se dá fundamentalmente por intermédio da fixação do valor da taxa básica de juros – a SELIC – num patamar que seja compatível com a *meta inflacionária* definida pelo *Conselho Monetário Nacional*. Nesse regime de política monetária, o crescimento dos agregados monetários – M1, M2 ou M3 – não é uma variável sobre a qual o Banco Central tente exercer algum tipo de controle. Isso porque a evolução da teoria e da prática da política monetária nos países desenvolvidos mostrou que a *instabilidade crescente da velocidade de circulação da moeda*, observada nesses países após a década de 1970, tornava a extremamente fraca a relação entre a taxa de inflação e a taxa de crescimento do agregado monetário de referência (cf. Blanchard, 2004, p.536).

Esse fenômeno levou os economistas a desenvolver uma “nova” concepção sobre a maneira pela qual a inflação pode ser mantida sob controle. Ao invés de controlar o crescimento da quantidade de moeda, o Banco Central deve focar sua atenção na relação entre a taxa de juros real efetiva e a taxa de juros real de equilíbrio³² (cf. Blinder, 1998, p.29). Se a taxa de juros real efetiva, aproximadamente igual à diferença entre a taxa nominal de juros fixada pelo Banco Central e a taxa esperada de inflação, for maior do que a taxa de juros de equilíbrio; então o nível de atividade econômica irá se reduzir, fazendo com que a taxa de inflação também se reduza em função da existência do *trade-off* de curto-prazo entre inflação e desemprego, expresso pela *curva de Phillips*. Por outro lado, se

³¹Para um contraponto, ver Sturm e Haan (2001). Os autores concluem, em um estudo econométrico, que a relação (negativa) entre independência do Banco Central e a inflação não é significativa. Só o é quando são incluídos os períodos de países com experiência de alta inflação (não são filtrados os períodos de alta inflação).

³²A taxa real de juros de equilíbrio é definida como o nível da taxa real de juros que, se obtido, faz com que a economia opere com plena-utilização dos recursos produtivos disponíveis (cf. Blinder, 1998, p.32).

a taxa real efetiva for menor do que a taxa de juros de equilíbrio; então o nível de atividade econômica irá aumentar, o que irá induzir um aumento da taxa de inflação.

Nesse contexto, para manter a inflação constante ao longo do tempo, o Banco Central deve manter o nível corrente da taxa real de juros em linha com o valor de equilíbrio da referida taxa; e o instrumento usado para esse fim é o controle da taxa nominal (básica) de juros². Isso significa que o Banco Central deve aumentar a taxa nominal de juros toda a vez que houver um aumento das expectativas de inflação, e deve reduzir a taxa nominal de juros toda a vez que houver uma redução da inflação esperada.

Com base na discussão feita nas seções anteriores, o adequado funcionamento do sistema de metas de inflação exige que as autoridades monetárias respondam a três questões fundamentais, a saber:

- a) Qual a taxa de inflação que o Banco Central deve perseguir como meta da política monetária? Será que o Banco Central deve perseguir uma meta de inflação zero no longo-prazo? Se não, qual é a *taxa ótima de inflação*? A responsabilidade pela fixação da meta de inflação deve caber ao Banco Central ou a alguma outra instituição como, no caso brasileiro, o *Conselho Monetário Nacional*?
- b) Qual o grau de autonomia que o Banco Central deve ter na tarefa de fixação da taxa de juros? As decisões tomadas pelo Banco Central nesse quesito devem ser irreversíveis, ou reversíveis apenas em condições excepcionais? Se assim for, como deve ser o arcabouço institucional para que o Banco Central tenha esse nível de autonomia?
- c) Como as expectativas de inflação são obtidas? Essas expectativas refletem, de fato, a percepção dos agentes com efetivo *poder de formação de preços* a respeito da evolução futura da taxa de inflação, ou elas refletem apenas as opiniões vigentes entre os operadores do mercado financeiro?

A resposta a essas questões define a assim chamada *estrutura de governança da política monetária*, ou seja, o arcabouço institucional no qual a política monetária é realizada. Esse arcabouço engloba não só o conjunto de instituições subjacente à operação da política monetária, como também os tipos de agentes envolvidos na elaboração e execução dessa política³³.

Isso posto, acreditamos que a atual estrutura de *governança da política monetária brasileira não é a estrutura mais adequada para o funcionamento do sistema de metas de inflação*. Isso porque na atual estrutura:

- (i) Não há uma clara separação entre a instituição responsável pela fixação das metas inflacionárias e a instituição responsável pela sua obtenção. Isso ocorre porque o Presidente do Banco Central do Brasil tem voz e voto no *Conselho Monetário Nacional*, que é a instituição responsável pela fixação das metas inflacionárias. Como, nas regras atuais, o *Conselho Monetário Nacional* é composto por apenas três membros – sendo os outros dois, o Ministro da Fazenda e o Ministro do

³³ Estamos tomando emprestada a definição de “governança” usada na teoria dos custos de transação, onde se define uma estrutura de governança como sendo “o arcabouço institucional no qual a transação é realizada, isto é, o conjunto de instituições e tipos de agentes diretamente envolvidos na realização da transação e na garantia da sua execução” (cf. Fiani, 2002, p.277).

Planejamento – segue-se que a capacidade do Banco Central de influenciar a fixação das metas inflacionárias é bastante elevada. Ao decidir os rumos da política monetária, um presidente de Banco Central estaria exercendo uma função que não a de gestor da política monetária, representando, portanto, um desbalanceamento da democracia³⁴, na medida em que as decisões sobre os alvos das políticas não emanem do poder executivo (e/ou legislativo) eleito pelo voto popular;

- (ii) O processo de fixação das metas inflacionárias no âmbito do *Conselho Monetário Nacional* não obedece ao requisito de *representatividade das preferências sociais por inflação e desemprego* que se espera da instituição responsável pela fixação das metas da política monetária. A teoria da política econômica, tal como elaborada pioneiramente por Tinbergen (1952), prevê que os objetivos da política econômica sejam fixados como resultado de uma ampla discussão entre os segmentos representativos da sociedade. No caso específico da política monetária, os objetivos desta devem refletir um equilíbrio obtido por consenso entre o “grau de aversão social” à inflação e o “grau de aversão social” às perdas de produção e emprego decorrentes de toda a política de desinflação. Contudo, na estrutura atual, as metas inflacionárias não refletem um consenso social a respeito da “taxa ótima de inflação” a ser obtida no longo-prazo³⁵ e, muito menos, a respeito da velocidade com a qual essa meta de longo-prazo deve ser obtida³⁶.
- (iii) Existe pouco espaço para a autoridade monetária acomodar choques de oferta. Tal como ressaltado por Bernanke *et alli* (1999, p.291) a condução da política monetária com base no sistema de metas de inflação não implica que as autoridades monetárias devem ignorar o objetivo tradicional da *estabilização do nível de produção e de emprego*. De fato, o regime de metas de inflação proporciona um “estabilizador automático” no caso de choques de demanda. Isso porque um aumento (redução) não previsto (a) da demanda agregada irá se traduzir em pressões inflacionárias (deflacionárias) – devido ao *trade-off* de curto prazo entre inflação e desemprego – as quais levarão o Banco Central a aumentar (reduzir) a taxa básica de juros. Esse estabilizador automático está ausente, contudo, no caso da ocorrência de choques de oferta (cf. Blanchard, 2004, pp.540-541). Para acomodar a ocorrência de choques de oferta, alguns Bancos Centrais de países que adotaram o regime de metas de inflação optaram por “expurgar”, do cálculo do índice de inflação de referência do sistema, a variação de preços dos bens e serviços mais diretamente afetados por esses choques. Esse é o caso, por exemplo, do Banco Central da Nova Zelândia (*Ibid*, p.290). No caso brasileiro, o Banco Central do Brasil utiliza o “índice cheio” do IPCA como referência para o sistema de metas de inflação. Dessa

³⁵ O Banco Central do Brasil explicitamente persegue uma meta de inflação de longo-prazo de 4% ao ano. Entretanto, a fixação dessa meta de inflação de longo-prazo não foi objeto de nenhum tipo de discussão fora do restrito âmbito do COPOM ou do Conselho Monetário Nacional.

³⁶ A velocidade de convergência a meta de inflação de longo-prazo é de fundamental importância para determinar a *taxa de sacrifício* (ou seja, a razão entre a taxa de inflação e a taxa de desemprego) da estratégia de desinflação. Quanto maior for a velocidade de convergência maior tende a ser o aumento da taxa de desemprego resultante de uma política de desinflação. Sendo assim, a escolha da velocidade de convergência não pode ser uma questão a ser resolvida com base em argumentos puramente técnicos, ela envolve considerações de natureza política, e como tal deve ser deliberada em círculos mais representativos da sociedade.

forma, toda a ocorrência de choques de oferta gera uma pressão imediata para a elevação da taxa de juros por parte do Banco Central, quando a política recomendada nesse caso seria acomodar esses choques por intermédio de um aumento temporário da taxa de inflação³⁷.

- (iv) A decisão de fixação da taxa de juros é influenciada por expectativas de inflação que não refletem a percepção dos agentes com efetivo poder de formação de preços a respeito da evolução futura da inflação, mas sim as opiniões vigentes entre os analistas do mercado financeiro sobre esse tema. Com efeito, como se observa no *Relatório de Inflação* de setembro de 2004 do Banco Central do Brasil, as expectativas de mercado desempenham um papel importante na decisão do COPOM a respeito do valor da taxa básica de juros. No entanto essas expectativas de mercado nada mais são do que as expectativas dos departamentos de análise econômica dos bancos e agentes do sistema financeiro. Dessa maneira cria-se um mecanismo perverso no qual o sistema financeiro brasileiro pode influenciar a decisão do Banco Central a respeito da fixação da taxa de juros, pois se os bancos entrarem em acordo entre si eles podem “forçar” um aumento da taxa de juros por intermédio de uma “revisão para cima” de suas expectativas de inflação. Em função das fortes evidências de comportamento oligopolista por parte dos bancos brasileiros (cf. Belaisch, 2003), a ocorrência de um “conluio” para forçar um aumento da taxa de juros não pode ser encarada como uma simples “curiosidade teórica”³⁸.

Essas características da atual estrutura de governança da política monetária no Brasil geram os seguintes problemas:

- i) O Banco Central do Brasil tem, na atual estrutura, autonomia para fixar os *objetivos da política monetária, e não apenas autonomia no uso dos instrumentos necessários a operacionalização dessa política*³⁹. Tal como afirma Blinder (1998, p.54), a decisão a respeito dos objetivos da política monetária deve caber aos representantes democraticamente eleitos pelo povo. Se o Banco Central tem poder para determinar ou influenciar a determinação da taxa de inflação que ele deve obter por intermédio do uso dos instrumentos da política monetária; então o princípio fundamental da democracia está sendo violado, qual seja: “Todo o poder emana do povo e em seu nome deve ser exercido”. As metas de inflação tendem a ser fixadas em “patamares irrealistas”, ou seja, em níveis que não refletem adequadamente o grau de aversão social a inflação e o grau de aversão social ao *trade-off* de curto-prazo entre inflação e desemprego. Esse fenômeno se observa nas freqüentes

³⁷ Deve-se ressaltar que a *rationale* do intervalo de tolerância de variação da taxa de inflação em torno da meta inflacionária não é a acomodação de choques de oferta, mas sim o reconhecimento de que o Banco Central tem um controle indireto e imperfeito sobre a taxa de inflação no curto-prazo (cf. Blanchard, 2004, p 540). Nesse contexto, a fixação de uma meta pontual para a taxa de inflação – ao invés de um intervalo de variação como é feito na maioria dos países que adotam o sistema de metas inflacionárias – comprometeria desnecessariamente a *credibilidade* do sistema face à inevitável sub ou sobre estimação dos índices efetivos de inflação.

³⁸ A respeito da influencia do sistema financeiro brasileiro nas decisões de política monetária do Banco Central do Brasil ver Weber e Lírio (2003).

declarações dos representantes da Indústria e dos Sindicatos em favor de uma “política mais realista de combate à inflação”.

- ii) A taxa real de juros efetiva tende a permanecer num patamar “excessivamente elevado” não só com respeito ao valor observado em outros países – de fato, o Brasil é o país com a mais alta taxa de juros real do mundo – mas também com respeito a qualquer estimativa minimamente plausível do valor de equilíbrio da referida taxa. O “problema dos juros”⁴⁰ decorre da fixação de metas declinantes de inflação⁴¹ – em função do objetivo de se obter uma taxa de inflação de 4.0% ao ano no longo prazo - em conjunto com a ausência de qualquer tipo de mecanismo de “expurgo” dos efeitos sobre a inflação da ocorrência de choques de oferta. Além disso, o setor financeiro brasileiro, por intermédio do “mecanismo das expectativas inflacionárias”, pode exercer uma forte pressão no sentido de impedir uma queda da taxa real de juros abaixo de um patamar considerado “razoável” para os integrantes desse setor. Uma análise mais cuidadosa das declarações públicas dos representantes do sistema financeiro brasileiro indica que o mesmo não está disposto a aceitar uma taxa real de juros abaixo de 9% ao ano. Nesse contexto, o “mecanismo das expectativas inflacionárias” pode ser um importante instrumento pelo qual o sistema financeiro brasileiro faz com que a política monetária seja conduzida com base nos seus interesses específicos.

5 – Uma Proposta de Mudança da Estrutura de Governança da Política Monetária no Brasil⁴².

Tendo em vista o diagnóstico apresentado na seção anterior a respeito da estrutura de governança da política monetária brasileira, propomos o seguinte conjunto de mudanças nessa estrutura:

- a) *Ampliação do número de membros do Conselho Monetário Nacional* de forma a aumentar a representatividade do mesmo, principalmente no que se refere à fixação das metas inflacionárias. Este aumento de representatividade pode ser encarado como uma tentativa de aproximação dos valores de inflação a serem perseguidos pelo Banco Central que estejam consonância com as preferências da sociedade⁴³. Nesse contexto, o

⁴⁰ Por “problema dos juros” estamos nos referindo a manutenção da taxa real de juros no Brasil em patamares elevadíssimos do ponto de vista internacional. Conforme salientado por Bresser e Nakano (2002), a economia brasileira apresenta taxas reais de juros muito mais altas do que países que possuem o mesmo *rating* de risco tal como elaborado pelas agências internacionais de risco.

⁴¹ Esse problema foi identificado por Oreiro (2004). O argumento é que, devido à *inércia inflacionária*, a obtenção de taxas de declinantes de inflação ao longo de uma seqüência de períodos exige que a taxa real de juros seja mantida acima de seu valor de equilíbrio durante todo o intervalo de convergência com respeito à meta de inflação de longo-prazo.

⁴² Essas propostas foram originalmente desenvolvidas por um dos autores em conjunto com Marcelo Curado e Marcelo Passos do PPGDE/UFPR num documento encaminhado pela FIEP à apreciação do Conselho de Desenvolvimento Econômico e Social (CDES), tal como se pode comprovar pela leitura da Carta IEDI N.156, publicada em 20/05/2005.

⁴³ Em outras palavras, seria o mesmo que delegar à sociedade qual a melhor disposição entre inflação de desemprego no curto prazo. Note que, uma vez fixado o período de execução da meta, está implícita aqui a taxa de sacrifício. A tomada de decisões através de comitês pode desencadear uma nova geração de modelos, ainda pouco estudada na literatura acadêmica (cf. Blinder, 1998, p.22).

setor produtivo indicaria dois representantes da assessoria econômica das Federações das Indústrias, os sindicatos indicariam dois representantes também oriundos de suas assessorias econômicas; e o meio acadêmico de economia elegeria outros dois representantes, com titulação mínima de Doutor em Economia em instituição reconhecida pela CAPES. Essa eleição seria realizada no âmbito do Conselho Deliberativo da ANPEC (Associação Nacional dos Centros de Pós-Graduação em Economia), o qual possui membros de quase todos os estados do país. O Presidente do Banco Central do Brasil teria voz, mas não teria direito a voto nas decisões tomadas pelo *Conselho Monetário Nacional*.

- b) **Implementação do “core inflation”**, ou seja, a remoção da fórmula de cálculo do IPCA dos componentes sujeitos a choques de oferta. O sistema de metas de inflação deve ser orientado para sua função original, ou seja, *o controle da inflação de demanda*⁴⁴. Atualmente, em função da ausência de qualquer forma de expurgo, aumentos temporários de custos causam efeitos diretos na inflação e, por consequência, nas expectativas inflacionárias dos agentes; levando o Banco Central a elevar a taxa de juros, elevando os custos financeiros do setor produtivo, bem como o custo de rolagem da dívida mobiliária federal.
- c) **Mudança da forma de apuração das expectativas inflacionárias**. Essas expectativas devem refletir a percepção dos agentes que efetivamente dispõe de poder de formação de preços a respeito da evolução futura da taxa de inflação. Dessa forma, o Banco Central deve levar em conta as expectativas de inflação de um conjunto mais amplo de agentes. Concretamente, o Banco Central deve apurar as expectativas de inflação de amplos segmentos da indústria e do comércio. Para aumentar a confiabilidade das expectativas assim apuradas, o Banco Central pode ainda consultar os departamentos de pesquisa econômica de renomadas instituições de ensino superior a respeito de suas previsões sobre a inflação futura. Essas informações serviriam de base para o Banco Central montar as suas próprias expectativas inflacionárias, as quais são fundamentais para informar a decisão de fixação da taxa de juros pelos membros do COPOM.
- d) **Concessão de plena autonomia operacional para o Banco Central do Brasil**. O funcionamento adequado do regime de metas de inflação exige que as autoridades monetárias tenham total controle sobre os instrumentos de política monetária. Isso ainda não ocorre no Brasil. A autonomia operacional do Banco Central é mais o resultado do comprometimento pessoal do Presidente da República do que o resultado da existência de um arcabouço institucional que formalize essa autonomia. Entendemos que a autonomia operacional – *que não deve ser jamais confundida com autonomia de formulação das metas da política monetária* – é essencial para a preservação da estabilidade da taxa de inflação no Brasil, na medida em que sinaliza para os agentes econômicos o compromisso do governo brasileiro de não interferir no dia a dia da condução da política monetária⁴⁵. Vale dizer, em países com alta fragilidade

⁴⁴ Para uma crítica ao uso da taxa de juros como instrumento de combate à inflação ver Sicsu e Oliveira (2003).

⁴⁵ O que elimina o assim chamado “problema da inconsistência dinâmica” da política monetária discricionária, apontado por Kydland e Prescott (1977).

financeira⁴⁶, a autonomia do Banco Central pode elevar a credibilidade, por meio da maior eficácia da coordenação da política econômica, em que se elimina a possibilidade de dominância fiscal⁴⁷. A responsabilidade pela fixação das metas de inflação e da velocidade de convergência com relação à meta de inflação de longo-prazo fica, no entanto, a cargo do *Conselho Monetário Nacional*, ampliado pela participação de representantes do setor produtivo, dos sindicatos e do meio acadêmico de economia.

6 – Conclusão.

Ao longo do presente artigo discutimos a teoria e a experiência brasileira e internacional do regime de metas de inflação. A partir dessa discussão, enumeramos os vários problemas da atual estrutura de governança da política monetária no Brasil, os quais estão fortemente relacionados com o “problema dos juros”, ou seja, com a manutenção da taxa real de juros em patamares elevadíssimos. Apresentamos uma proposta de mudança na governança da política monetária cujos elementos principais são: o fortalecimento e a ampliação do Conselho Monetário Nacional, a adoção do “Core Inflation”, e a mudança na forma de apuração das expectativas inflacionárias, as quais passariam a expressas as opiniões dos agentes econômicos com efetivo poder de fixação de preços. Feitas essas mudanças na estrutura de governança da política monetária, deveria ser concedida A autonomia operacional ao Banco Central, a qual passaria a ser encarada pelos agentes econômicos como a garantia institucional da estabilidade da taxa de inflação no Brasil.

Referências Bibliográficas.

- Belaisch, A. (2003). “Does Brazilian Banks Compete?” *IMF Working Paper*, Nº03/113, June.
- Bernanke, B. *et alli* (1999). *Inflation Targeting: lessons from the international experience*. Princeton University Press: Princeton.
- Blanchard, O. (2004). *Macroeconomia*. Prentice Hall, São Paulo, 3º Edição.
- Blinder, A. (1998). *Central Banking in Theory and Practice*. MIT Press: Cambridge (Mass.).
- Blinder, A. (2000). “Central Bank Credibility: Why Do We Care? How Do We Build It?”. *American Economic Review*, December, Nº 90, p. 1421-1431.
- Bogdanski, J; Tombini, A.A; Werlang, S.R.C. (2000). “Implementing Inflation Targeting in Brazil”. *Working Paper Series*, Banco Central do Brasil, Nº 1, Julho.
- Bresser, L.C; Nakano, Y. (2002). “Uma Estratégia de Desenvolvimento com Estabilidade”. *Revista de Economia Política*, Nº3, Vol. 22.
- Carneiro, D. (2000). “Inflation Targeting in Brazil: What Difference Does a Year Make?”. *Texto para Discussão*, Departamento de Economia PUC-Rio, Nº 429, Agosto.

⁴⁶ Leia-se, o sistema financeiro é relativamente pouco desenvolvido e de escala reduzida, o que impede o crescimento do mercado de câmbio. A autonomia obriga a um ajuste fiscal, podendo melhorar o perfil da dívida pública ou, pelo menos, a sua administração.

⁴⁷ A dominância fiscal é definida como a utilização da política monetária para sancionar as decisões de política fiscal. A autonomia operacional do Banco Central implica necessariamente em um ajuste fiscal de encontro a um orçamento equilibrado. É importante observar que orçamento equilibrado não significa déficit fiscal zero (ou menor do que um outro valor estabelecido) continuamente.

- Carvalho, F. J. C. (1995). “A Independência do Banco Central e a Disciplina Monetária: Observações Céticas”. *Revista de Economia Política*, Nº 4, Vol. 15.
- Clarida, R.; Gali, J.; Gertler, M. (1999). “The Science of Monetary Policy: A New Keynesian Perspective”. *Journal of Economic Literature*, December, Vol. 37, Nº 4, p. 1661-1707.
- Fachada, P. (2001). “Inflation Targeting in Brazil: Reviewing Two Years of Monetary Policy 1999/00”. *Working Paper Series*, Banco Central do Brasil, Nº 25, Agosto.
- Fiani, R. (2002). “A Teoria dos Custos de Transação” in Kupfer, D; Hasenclever, L. *Economia Industrial: Fundamentos Teóricos e Práticas no Brasil*. Campus: Rio de Janeiro.
- Fischer, S. (1993). “The Role of Macroeconomic Factors in Growth” *NBER Working Paper Series*, National Bureau of Economic Research, Nº 4565, December.
- Freedman, C. (1996). “What Operating Procedures Should Be Adopted to Maintain Price Stability? - Practical Issues” in *Achieving Price Stability*, proceedings of a symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City in Jackson Hole, Wyoming, August 29-31.
- Freitas, P.S; Minella, A.; Riella, G. (2002). “Metodologia de Cálculo da Inércia Inflacionária e dos Efeitos do Choque dos Preços Administrados” *Notas Técnicas*, Banco Central do Brasil, Nº 22, Julho.
- Goodhart, C. A. E. (1995). *The Central Bank and the Financial System*. MIT Press: Cambridge (Mass.).
- King, M.A (1996). “How Should Central Banks Reduce Inflation? Conceptual Issues” in *Achieving Price Stability*, proceedings of a symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City in Jackson Hole, Wyoming, August 29-31.
- Kydland, F.E.; Prescott, E. (1977). “Rules rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans”. *Journal of Political Economy*, Nº 1, Vol.83, June, p. 473-91.
- McCallum, B. T. (1997). “Crucial Issues Concerning Central Bank Independence”. *Journal of Monetary Economics*, Vol. 39, p. 99-112.
- Mendonça, H. F. (2002). “A Teoria da Independência do Banco Central”. *Estudos Econômicos*, São Paulo, Janeiro – Março, Nº 1, Vol. 30, p. 101- 127.
- Minella, A; de Freitas, P.S; Goldfajn, I; Muinhos, M.K. (2003). “Inflation Targeting in Brazil: Constructing Credibility under Exchange Rate Volatility” *Working Paper Series*, Banco Central do Brasil, Nº 77, Julho.
- Modigliani, F; Fischer, S. (1980). “Towards an Understanding of the Real Effects and Costs of Inflation”. *NBER Working Paper Series*, National Bureau of Economic Research, Nº 303, April.
- Oreiro, J.L. (2004). “Selic, Inflação e Crescimento”. *Gazeta Mercantil*: 02 de Março.
- Paula, L. F. (2003). “A Questão da Autonomia do Banco Central: Uma Visão Alternativa”. Disponível em: www.ie.ufrj.br/moeda/pdfs/a_questao_da_autonomia_do_banco.pdf Acessado em: 17/02/2005.
- Rogoff, Kenneth (1985). “The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target”. *Quarterly Journal of Economics*, November, Nº 100 , Vol. 4, p. 1169-90.
- Sicsu, J. (1996). “Uma Crítica à Tese de Independência do Banco Central”. *Nova Economia*, Vol. 6, Nº 2, p. 133-142.

- Sicsú, J; Oliveira, S.C. (2003). “Taxa de Juros e Controle da Inflação no Brasil” in Sicsu, J; Oreiro, J.L; Paula, L.F. *Agenda Brasil: Políticas Econômicas para o Crescimento com Estabilidade de Preços*. Manole: Barueri.
- Sorel, M. (1996). “Nonlinear Effects of Inflation on Economic Growth” *International Monetary Fund Staff Papers*, N° 1, Vol. 43, March, p.199-215.
- Sturm, J. E.; Haan, J. (2001). “Inflation in Developing Countries: Does Central Bank Independence matter? New Evidence based on a New Data Set”. Disponível em: <http://www.ub.rug.nl/eldoc/ccso/200101/200101.pdf> Acessado em:21/03/2005.
- Svensson, J. (1997). “Optimal Inflation Targets, “Conservative” Central Banks, and Linear Inflation Contracts”. *American Economic Review*, March, N° 1, Vol. 87.
- Tinbergen, J. (1952). *On the Theory of Economic Policy*. North Holland: Amsterdã.
- Walsh, Carl (1995). “Optimal Contracts for Central Bankers”. *American Economic Review*, March, N° 85, p. 150-67.
- Weber, L. A; Lirio, S. (2003). “O BC e o Jogo de Espelhos”. *Carta Capital*, N° 264, 29 de Outubro.