

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL**  
**FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS**  
**DEPARTAMENTO DE ECONOMIA E RELAÇÕES**  
**INTERNACIONAIS**

**GIAN LUCA CEZIMBRA WEPPPO**

**REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO NO BRASIL (1999 –  
2020)**

**Porto Alegre**

**2021**

**GIAN LUCA CEZIMBRA WEPPPO**

**REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO NO BRASIL (1999 –  
2020)**

Trabalho de conclusão submetido ao Curso de Graduação em Ciências Econômicas da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS como requisito parcial para obtenção do título de Bacharela em Economia.

Orientador(a): Prof. Dr. Antônio Ernani Martins Lima

**Porto Alegre**

**2021**

### CIP - Catalogação na Publicação

WEPPPO, GIAN LUCA CEZIMBRA  
REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO NO BRASIL (1999 - 2020)  
/ GIAN LUCA CEZIMBRA WEPPPO. -- 2021.  
65 f.  
Orientador: ANTÔNIO ERNANI MARTINS LIMA.

Trabalho de conclusão de curso (Graduação) --  
Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Faculdade  
de Ciências Econômicas, Curso de Ciências Econômicas,  
Porto Alegre, BR-RS, 2021.

1. Metas de Inflação. 2. Inflação. 3. Economia  
Brasileira. 4. Política Monetária. 5. Plano Real. I.  
LIMA, ANTÔNIO ERNANI MARTINS, orient. II. Título.

**GIAN LUCA CEZIMBRA WEPPO**

**REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO NO BRASIL (1999 – 2020)**

Trabalho de conclusão submetido ao Curso de Graduação em Ciências Econômicas da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS como requisito parcial para obtenção do título de Bacharela em Economia.

Aprovado em: Porto Alegre, \_\_\_\_\_ de \_\_\_\_\_ de 2021.

Banca examinadora:

---

Prof. Dr. Antônio Ernani Martins Lima

---

Prof. Dr. Julio Cesar de Oliveira

---

Prof. Dr. Leonardo Xavier da Silva

## **AGRADECIMENTOS**

Aos meus pais, eu agradeço todos estes anos, os incentivos, os puxões de orelha e as nossas conversas. Este trabalho é para vocês, que construíram tudo o que eu sou hoje e, conseqüentemente, este trabalho. Todos os ensinamentos vou levar para minha vida e espero orgulhar vocês sempre.

A minha avó, apesar de não estar mais de corpo presente, é uma das principais responsáveis por eu estar neste momento. Se não fosse ela, me levar ao colégio, me ensinar as vivências da vida e me presentear com toda a sua alegria, nada disto seria possível. Tenho certeza, que de onde ela esteja, vai conseguir sentir a vibração deste momento.

Aos meus tios, eu agradeço por estarem presentes em minha vida, me orientado em todos os sentidos. Eu sempre me considerei como filho de vocês também.

A minha irmã e minha namorada, agradeço todos as vezes em que vocês me fizeram entender a minha capacidade, despertaram o meu espírito de luta e os momentos incríveis que tivemos. Todos os momentos que tivemos, mesmo sendo no final da graduação, foram importantes e determinantes para a finalização deste processo.

Ao meu professor orientador, agradeço todo o apoio, confiança, paciência, ensinamentos e dedicação empregados para que conseguíssemos terminar este trabalho. Do início ao fim, aprendi muito com as orientações, me fortalecendo como um futuro economista. Os professores que participaram da banca também são especiais e tornaram este momento realidade.

## RESUMO

Este trabalho apresenta o regime de metas de inflação no Brasil. Desde a década de 1960 o cenário da economia brasileira era permeado por altas taxas de inflação, onde, somente após a implementação do plano real, as taxas baixaram. Entretanto a utilização do câmbio como âncora nominal, resultou em uma crise cambial no ano de 1999. Assim, neste contexto o regime de metas de inflação foi implementado no Brasil. Além disso, será abordado o arcabouço teórico do regime de metas de inflação, formado principalmente pelas ideias do Novo Consenso macroeconômico, baseado nas teorias da neutralidade da moeda, curva de Phillips, taxa natural de desemprego, Banco Central independente, regime de câmbio flexível e regra de Taylor. Além do Brasil, diversos países utilizam o regime de metas de inflação. Neste sentido, serão apresentadas evidências internacionais a respeito do regime de metas e as vantagens e desvantagens de utilização.

**Palavras-chave:** Metas de Inflação. Inflação. Economia Brasileira. Política Monetária. Plano Real.

## **ABSTRACT**

This work presents the inflation targeting in Brazil. Since the 1960s, the scenario of the Brazilian economy was permeated by high rates of inflation, whereupon, only after the implementation of the real plan, did the rates decrease. However, the use of the exchange rate as a nominal anchor resulted in an exchange crisis in 1999. Thus, in this context, the inflation targeting regime was implemented in Brazil. In addition, the theoretical framework of the information targets regime will be addressed, mainly formed by the ideas of the New Macroeconomic Consensus, based on the theories of currency neutrality, Phillips curve, natural unemployment rate, independent Central Bank, flexible exchange rate regime and Taylor's rule. In addition to Brazil, several countries use the inflation targeting regime. In this sense, international evidence will be presented regarding the targeting regime and the advantages and disadvantages of its use.

**Keywords:** Inflation Targeting. Inflation. Brazilian Economy. Monetary Policy. Real Plan.

## LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1: Taxa de Inflação anual Nova Zelândia (1980-2020).....	30
Gráfico 2: Taxa de Inflação anual CANADÁ (1980-2020).....	32
Gráfico 3: Taxa de Inflação anual Reino Unido (1980-2020).....	35
Gráfico 4: Taxa de Inflação anual do Chile (1980-2020).....	36
Gráfico 5: Taxa de Inflação anual do México (1981-2000).....	38
Gráfico 6: Taxa de Inflação anual da África do Sul (1980-2020).....	40
Gráfico 7: Taxa de Inflação anual do Brasil (1995-2020).....	52



## LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Taxa de Inflação e metas de inflação Nova Zelândia (1991-2020).....	31
Tabela 2: Taxa de Inflação e metas de inflação Canadá (1991-2020).....	33
Tabela 3: Taxa de Inflação e metas de inflação Reino Unido (1992-2020).....	34
Tabela 4: Taxa de Inflação e metas do Chile (1999-2020).....	37
Tabela 5: Taxa de Inflação e metas do México (2001-2020).....	39
Tabela 6: Taxa de Inflação e metas da África do Sul (2000-2020).....	41
Tabela 7: Taxa de Inflação do Brasil (1960 a 1998).....	47
Tabela 8: Taxa de Inflação e metas do Brasil (1999-2024).....	53

## SUMÁRIO

<b>1. INTRODUÇÃO</b> .....	12
<b>2. O REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO</b> .....	15
2.1. O ARCABOUÇO TEÓRICO DO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO.....	16
2.1.1. <b>Neutralidade da Moeda</b> .....	17
2.1.2. <b>Curva de Phillips e a Taxa Natural de Desemprego</b> .....	19
2.1.3. <b>Banco Central Independente</b> .....	20
2.1.4. <b>Expectativas Racionais</b> .....	21
2.1.5. <b>Regra de Taylor</b> .....	22
2.2. MÉTODOS DE OPERACIONALIZAÇÃO DO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO.....	23
2.2.1. <b>Índice Cheio ou Núcleo de Inflação</b> .....	24
2.2.2. <b>Horizonte de Tempo</b> .....	25
2.2.3. <b>Adoção de Um Ponto ou Uma Banda</b> .....	26
2.2.4. <b>Cláusulas de Escape</b> .....	26
<b>3. EXPERIÊNCIA INTERNACIONAL DO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO</b> .....	29
3.1. EVIDÊNCIAS INTERNACIONAIS.....	29
3.1.1. <b>Regime de Metas de Inflação na Nova Zelândia</b> .....	29
3.1.2. <b>Regime de Metas de Inflação no Canadá</b> .....	32
3.1.3. <b>Regime de Metas de Inflação no Reino Unido</b> .....	33
3.1.4. <b>Regime de Metas de Inflação do Chile</b> .....	36
3.1.5. <b>Regime de Metas de Inflação no México</b> .....	37
3.1.6. <b>Regime de Metas de Inflação no África do Sul</b> .....	39
3.2. VANTAGENS E DESVANTAGENS DO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO.....	41
3.2.1. <b>Pontos Positivos do Regime de Metas de Inflação</b> .....	42
3.2.2. <b>Pontos Negativos do Regime de Metas de Inflação</b> .....	43
<b>4. O REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO NO BRASIL</b> .....	46
4.1. ANTECEDENTES A IMPLEMENTAÇÃO DO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO.....	46
4.1.1. <b>O Plano Real ea Implementação do Regime de Metas da Inflação</b> .....	48

4.2. TRAJETÓRIA DO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO NO BRASIL.....	51
4.3. VANTAGENS E DESVANTAGENS DO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO NO BRASIL.....	56
<b>5. CONCLUSÃO.....</b>	<b>59</b>
<b>REFERÊNCIAS.....</b>	<b>62</b>

## INTRODUÇÃO

No Brasil, o período compreendido entre o início da década de 1960 até a metade da década de 1990 foi marcado pelas altas taxas de inflação. Segundo Munhoz (1997), a economia brasileira deu um salto nas taxas de inflação neste período, em que se passa de uma taxa de inflação de 30,47% no ano de 1960 para uma taxa maior do que 90% no acumulado do ano de 1964. Além disso, registrou-se uma taxa de inflação média de 200% a.a. no início da década de 1980 e, no final desta década, ultrapassou-se os três dígitos, quando houve uma taxa de inflação de 1782,9% a.a.

A taxa média de crescimento econômico na década de 1960 foi de 6,1%. Destaca-se o período conhecido, que abrange os anos de 1968 a 1973, é conhecido como o “milagre econômico”, em que o Brasil teve taxa média de crescimento real do PIB de 11,2%. Entretanto, após o ciclo do “milagre econômico”, os resultados do PIB foram decrescentes, e, segundo dados do banco central e do IPEA, a taxa média de inflação na década de 1970 ficou em 8,79%, seguida por 3,025% na década de 1980 e por 1,38% no período de 1990 a 1994. Nas décadas de 1980 e 1990, houve anos de decrescimento econômico, como em 1981, 1983, 1988, 1990 e 1982, nos quais se registrou valores de - 4,25%, - 2,93%, - 0,06%, - 4,35% e -0,54%, respectivamente.

Com este cenário, de inflação alta e inclusive momentos de hiperinflação, diversas políticas de estabilização da moeda foram adotadas, porém não obtiveram sucesso. Somente em julho de 1994, com a implementação do Plano Real, a taxa de inflação foi reduzida de maneira significativa. A estratégia do Plano Real foi de utilizar o câmbio como “âncora nominal” em um regime de câmbio fixo que atrelava o real ao dólar norte-americano. Para garantir a paridade e a confiança do público, a economia brasileira precisaria de um grande volume de reservas internacionais. A forma utilizada para obtê-las foi a intervenção direta no mercado de câmbio e o aumento da taxa básica de juros acima das taxas internacionais, atraindo capital estrangeiro.

Com o cenário de altas taxas de juros, a reabertura do mercado financeiro no país e a flexibilidade para a apreciação do câmbio, a taxa de câmbio valorizou após a implementação da nova moeda. Não existia uma meta mínima para a taxa

de câmbio, somente o critério de que a moeda não poderia desvalorizar em relação ao dólar. A taxa de câmbio valorizada possibilitou que a abertura comercial acontecesse, aumentando de forma expressiva as importações e ditando os preços do mercado doméstico, o que resultou na queda da taxa de inflação.

Entretanto, a taxa de câmbio valorizada acarretou o aumento dos déficits de transações correntes, pois o nível de importações era muito mais alto do que o de exportações. A busca por capital externo era necessária e, por isso, as taxas de juros reais da economia ficaram altas para atrair o investimento estrangeiro. Contudo, esta estratégia de elevar a taxa de juros resultou em um aumento do déficit público e na queda de credibilidade por parte dos investidores, que apostavam na desvalorização do real, contribuindo para ataques especulativos. Por fim, a tentativa de manter o regime de câmbio fixo originou uma crise cambial no ano de 1999, em que o nível de reservas internacionais caiu drasticamente, tornando inevitável a flutuação do câmbio.

A utilização de uma nova âncora nominal era evidente, dado que o regime monetário de metas cambiais não havia se mostrado suficiente para atender as demandas da economia brasileira. Então, em 21 de junho de 1999, pelo Decreto n° 3088 e pela Resolução n° 2615, foi adotado pelo governo o regime de metas de inflação. Desde o início dos anos 1990, diversos países adotaram este regime de política monetária, visando um controle direto da inflação, em que a própria taxa de inflação é a âncora nominal.

O objetivo geral deste trabalho é abordar o regime de metas de inflação, seu arcabouço teórico, suas experiências internacionais e sua implantação no Brasil. O trabalho divide-se em cinco capítulos, contando com a introdução e a conclusão.

O Capítulo 2 tem por objetivo específico definir o regime de metas de inflação, abordando as suas principais características, evidenciando as suas bases teóricas e a sua operacionalização. A primeira seção do capítulo apresenta o arcabouço teórico do regime de metas de inflação. Já a segunda seção tratará de seus modos de operação.

O Capítulo 3 tem por objetivo específico tratar das evidências empíricas do regime de metas de inflação e apresentar como este regime desenvolveu-se em

alguns países. Além disso, serão discutidas as vantagens e desvantagens da utilização do regime de metas de inflação. O capítulo está dividido em duas seções: a primeira irá apresentar como o regime de metas evoluiu em países como a Nova Zelândia, o Canadá, o Reino Unido, o Chile, o México e a África do Sul, e a segunda seção irá tratar das principais vantagens e desvantagens do regime de metas.

O Capítulo 4 tem por objetivo específico demonstrar a operacionalização do regime de metas no Brasil, destacando as vantagens e desvantagens de sua aplicação, do ano de 1999 ao ano de 2020. A primeira seção do capítulo visa a demonstrar os antecedentes do regime de metas de inflação no Brasil. Na segunda seção será verificado se a taxa de inflação baixou no período estudado e se as metas foram cumpridas. Por fim, a terceira seção enfoca as vantagens e as desvantagens da utilização do regime de metas no Brasil.

## 2. O REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO

Neste capítulo será demonstrado o arcabouço teórico do regime de metas de inflação, evidenciando suas principais características, sua definição e a evolução do pensamento econômico a ele associado. Além disso, serão abordados os métodos de operacionalização, que podem ser diferentes em cada país. As principais ideias que formam o arcabouço teórico são: neutralidade da moeda, curva de Phillips, taxa natural de desemprego, Banco Central independente, regime de câmbio flexível e regra de Taylor. Cada ideia citada será explorada em seções neste capítulo (SICSÚ, 2002).

O regime de metas de inflação pode ser definido como uma estrutura de política monetária que visa à estabilidade da taxa de inflação em um determinado período de tempo, buscando uma meta preestabelecida estipulada pela autoridade monetária.

Segundo Neves e Oreiro (2008, p. 116):

O sistema de metas de inflação consiste no anúncio público da meta oficial de médio prazo a ser perseguida pelo banco central, que manipula os seus instrumentos de política monetária, principalmente a taxa nominal de juros de curto prazo, conforme sugerido por Taylor (1993), para atingi-la. A sua formulação deve levar em conta as particularidades de cada país, e um índice de preços a priori deve ser escolhido para ser utilizado como referência.

Segundo Biondi & Toneto Junior (2008, p. 874):

Nesse sentido, destacou-se como alternativa de política monetária o regime de metas de inflação, que pode ser definido como uma estratégia de política monetária que parte do reconhecimento explícito de que o objetivo de longo prazo é a estabilidade de preços. Este objetivo é confirmado pelo anúncio oficial de metas quantitativas para a taxa de inflação para um ou mais períodos de tempo. Uma vez estabelecida a meta, o Banco Central tem flexibilidade para escolher a melhor combinação de instrumentos de política monetária para assim atingi-la, com base na maior disponibilidade possível de informações.

O instrumento de regulação utilizado pelo Banco Central é a taxa de juros básica da economia. Sendo assim, pressupõe-se que exista uma relação direta entre a taxa de juros e a taxa de inflação, já que a atuação na taxa de juros deve manter os níveis de inflação dentro da meta. No caso de a economia de um país apresentar níveis inflacionários acima da meta, o Banco Central deve intervir e

aumentar a taxa de juros para restringir a demanda e então direcionar novamente a inflação para a meta. O contrário também ocorre, ou seja, se a taxa de inflação se apresentar inferior à meta, a queda na taxa de juros da economia é desejável, a fim de estimular a demanda agregada e fazer os níveis inflacionários voltarem à meta estabelecida.

Essa política monetária é adotada em mais de 20 países, tanto em desenvolvimento quanto desenvolvidos, tendo sido a Nova Zelândia o primeiro a adotar o regime de metas no ano de 1990, seguido por outros países como Canadá em 1991, Israel e Reino Unido, em 1992, Suécia e Austrália, em 1993, entre outros. O Brasil adotou tal regime no ano de 1999, por meio da Lei 3.088, de 21/06/1999.

O regime de metas de inflação possui uma estrutura definida não só em relação ao arcabouço teórico, mas também no que se refere à sua operacionalização, que pode apresentar variações, dependendo da estratégia de cada país. A forma de operacionalização do regime dá-se pela definição da meta de inflação por meio da autoridade monetária do país. A meta pode ter ou não um intervalo de alguns pontos percentuais para mais ou para menos, havendo a possibilidade de o intervalo variar, com base no período de tempo e da estratégia do país. No Brasil, a responsabilidade de definir a meta de inflação é do Conselho Monetário Nacional (CMN), sendo que a meta estabelecida deverá ser cumprida em um período de tempo determinado, também acordado pelo CMN.

Neste capítulo, serão apresentadas as teorias que permeiam e formam a base teórica desse regime de política monetária. A seção subsequente apresenta a teoria por trás da operacionalização do regime de metas, constituindo o arcabouço teórico do regime de metas de inflação.

## **2.1. O arcabouço teórico do regime de metas de inflação**

O regime de metas de inflação é um regime de política monetária que tem a estabilidade e a previsibilidade da inflação como os seus principais objetivos. Este regime de política monetária é oriundo de ideias do Novo Consenso Macroeconômico. O Novo Consenso Macroeconômico é uma síntese de teorias de



diversas escolas de pensamentos econômicos diferentes, de certa forma, aceitas pela maioria dos macroeconomistas (MIKHAILOVA E PIPER, 2012).

Dentre as escolas que formam o Novo Consenso Macroeconômico, estão as escolas do ciclo real de negócios, que integra os novos clássicos, e os neokeynesianos. Segundo Saraiva e Paula (2015, p. 22):

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

Para essas correntes do pensamento econômico, a estabilidade da economia e os baixos níveis de inflação são vistos como essenciais para a conquista de maior credibilidade, inspirando um ciclo positivo de crescimento econômico. Tal etapa é necessária para proporcionar crescimento e desenvolvimento econômico.

As teorias que formam o regime de metas baseiam-se, fundamentalmente, nas teorias da neutralidade da moeda, nos princípios da curva de Phillips e na taxa natural de desemprego. Além disso, para sua operacionalização, a taxa de câmbio deve ser flexível, e o Banco Central deve atuar de forma independente (SICSÚ 2002).

As próximas seções apresentam as principais teorias do regime de metas de inflação. A primeira refere-se às principais características da teoria da neutralidade da moeda. A segunda aborda os aspectos da curva de Phillips e a taxa natural de desemprego. Já a terceira seção trata da teoria das expectativas racionais. A quarta constitui a teoria do Banco Central independente e do viés inflacionário. Por fim, a quinta seção apresentará a teoria da regra de Taylor.

### **2.1.1. Neutralidade da moeda**

As teorias da neutralidade da moeda e da Teoria Quantitativa da Moeda (TQM) são abordagens importantes para o regime de metas de inflação. Elas foram

influenciadas pela Escola Monetarista, cujo principal expoente é Milton Friedman. Entretanto, antes dos monetaristas, essas teorias estavam presentes nas abordagens da Escola Clássica e nas discussões econômicas dos séculos XIX e XX, destacando-se Adam Smith, Jean-Baptiste Say, Thomas Malthus, John Stuart Mill, entre outros (CORAZZA E KREMMER, 2003).

Nesse sentido, a questão da neutralidade da moeda passa diretamente pelo modelo clássico e por suas premissas: plena mobilidade de capitais, preços flexíveis, economia sempre em equilíbrio, pleno emprego e política fiscal ineficiente. (FROYEN, 2009)

Segundo os teóricos clássicos, uma política monetária ativa resultaria somente em estímulos a variáveis nominais, como salários e taxas de câmbio, o que desencadearia processos inflacionários na economia, portanto, não surtiria efeito em variáveis reais, como taxa de desemprego e crescimento econômico. Esses teóricos chegaram a essa conclusão realizando testes empíricos sobre a TQM, que pode ser traduzida pela equação  $MV=PY$ . Quantidade de oferta de moeda, velocidade de circulação da moeda, nível geral de preços da economia e produto real são os significados das variáveis  $M$ ,  $V$ ,  $P$  e  $Y$ , respectivamente.

Segundo Froyen (2009), ao longo do tempo, existiram diversas variações dessa equação, que começam com a de Irving Fisher, o qual apresenta a equação como uma identidade, pressupondo a exogeneidade das variáveis  $V$ ,  $M$  e  $Y$ . Entretanto, o objetivo da equação era mensurar o nível de preços da economia, segundo o próprio Fisher.

Outra abordagem da TQM bastante debatida no ambiente acadêmico é a abordagem de Cambridge. Porém os resultados apresentados pelos teóricos acerca do tema são semelhantes, já que apontam sempre para uma mesma tendência: a de que o aumento da oferta de moeda, sem considerar a demanda por moeda, somente geraria inflação.

O aumento da oferta de moeda seria válido somente com o aumento da demanda por moeda, consequência do aumento do nível de atividade econômica. Entretanto, se não for caracterizado um aumento real de crescimento econômico, um aumento na quantidade de oferta de moeda proporcionaria um aumento geral

no nível de preços da economia. Pressupondo que a variável de circulação da moeda é previsível e estável e considerando que  $M$  não gera efeitos diretos no produto real, uma variação da quantidade de oferta de moeda provocaria somente inflação.

### 2.1.2. Curva de Phillips e a Taxa Natural de Desemprego

A relação matemática que representa um *trade-off* entre os níveis inflacionários e a taxa de desemprego é conhecida como a curva de Phillips. Originalmente, William Phillips redigiu um estudo no Reino Unido, no ano de 1958, que verificou uma relação entre a taxa de variação dos salários nominais e a taxa de desemprego para o período de 1861 a 1957. A análise de Phillips identificou uma relação inversa, não linear e estável entre as variáveis ao longo do tempo.

Essa constatação foi bastante importante, marcando o início de diversos estudos, teorias e testes realizados por outros autores, como foi o caso de Samuelson e Solow na década de 1960. Eles aplicaram o estudo de William Phillips nos Estados Unidos, porém substituíram a variável dos salários nominais pela taxa de inflação, constatando um resultado semelhante ao encontrado por Phillips, consolidando o *trade-off* entre inflação e desemprego.

Nos anos 1970, as economias apresentaram níveis altos de inflação e de desemprego não condizentes com o *trade-off* da curva de Phillips, verificado por Samuelson e Solow. Tentando elucidar essa lacuna na teoria da curva de Phillips, Milton Friedman explica que os teóricos anteriores não conseguiram diferenciar os conceitos de salários reais e nominais, introduzindo a hipótese de taxa natural de desemprego. (NEVES & OREIRO, 2008)

Milton Friedman destaca que movimentos decorrentes de choques inesperados na expansão monetária podem resultar em um aumento da demanda agregada no curto prazo. No entanto, acrescenta que os agentes sofrem de ilusão monetária, pois um aumento no salário nominal pode não significar um aumento nos salários reais, visto que, inicialmente, os agentes econômicos não conseguem diferenciar esse fato.

O que de fato ocorre é que o aumento de salários nominais é, em um primeiro momento, acompanhado por aumento geral no nível de preços, logo, em um segundo momento, os agentes econômicos, ao perceberem tal situação, isto é, ao adaptarem suas expectativas, reduzem a sua demanda por mão de obra, o que resulta no retorno da taxa de desemprego à taxa natural, com os níveis inflacionários mais elevados.

Esse *trade-off* entre inflação e desemprego é um tema bastante importante para o Banco Central, que deve escolher a melhor posição de acordo com sua estratégia, priorizando, em alguns momentos, a taxa de inflação ou a taxa de desemprego. Em um regime de metas de inflação, a perseguição pelo seu controle é prioritária. Para os teóricos defensores desse regime, a independência do Banco Central é importante para que se tomem as melhores decisões e se priorize a estabilidade do sistema financeiro.

### **2.1.3. Banco Central Independente**

Para os economistas defensores do regime de metas de inflação, o Banco Central deve operar na economia de forma independente. A teoria do Banco Central Independente (IBC) pressupõe que exista um viés inflacionário decorrente da força política que impele a utilização da política monetária a curto prazo. Com maior autonomia, o Banco Central pode concentrar suas ações na manutenção da estabilidade de preços e na perseguição das metas de inflação (MENDONÇA, 2000).

Segundo Mendonça (2000, p 103):

A discussão que envolve a IBCs apresenta dois pilares: um teórico e outro empírico. O argumento teórico baseia-se na hipótese de que os responsáveis pela política monetária são sujeitos ao viés inflacionário intrínseco à sua condução. No que se refere ao caráter empírico, o ponto principal da discussão resulta da observação da existência de correlação negativa entre o grau de IBC e a inflação.

A base da argumentação teórica para manter a independência do Banco Central é a teoria do viés inflacionário, visto que, segundo ela, existe uma correlação entre o nível de independência do Banco Central e a taxa de inflação. A

teoria pressupõe que os governantes, ministros e seus mandatos dispõem de um tempo predeterminado e que esse mandato é o período no qual poderiam realizar seus projetos e também prover melhorias para a sociedade.

O incentivo para que autoridades políticas utilizem-se do Banco Central, a fim de proverem mais emprego e/ou obterem maior crescimento econômico, ou até mesmo viabilizarem formas de financiamento por parte do governo, constitui-se uma alternativa atrativa. Porém, segundo a teoria do viés inflacionário, pressupondo a neutralidade da moeda e a existência de um trade-off entre inflação e desemprego, a utilização da política monetária expansionista não acarretará efeitos duradouros na economia. Além disso, no caso de serem provocados por uma expansão monetária realizada de forma inadequada por governantes, poderiam somente criar efeitos de curto prazo. Entretanto, os efeitos na taxa de inflação são permanentes.

Um banco central independente é visto como fundamental para proporcionar maior estabilidade do nível de preços e menor vulnerabilidade a políticas inflacionárias, pois permitiria a precaução contra o viés inflacionário e a existência de maiores recursos para perseguir a estabilidade de preços. (MENDONÇA, 2001)

#### **2.1.4. Expectativas Racionais**

A teoria de expectativas racionais é importante para a análise do regime de metas de inflação, já que pressupõe o modo como os agentes se comportam na economia e como formam suas expectativas. Os agentes utilizam as informações disponíveis no momento e em períodos passados para mensurar como as variáveis econômicas se portarão no futuro, buscando previsões para a melhor tomada de decisão.

Segundo Froyen (2009, p. 294), esse grupo de economistas, conhecido por novos clássicos, acredita que os indivíduos são seres racionais, pois não cometem erros sistemáticos, uma vez que utilizam as informações de forma inteligente e objetiva:

Os economistas novo-clássicos acreditam que os agentes econômicos formarão expectativas racionais – racionais no sentido de que não cometerão erros sistemáticos. De acordo com a hipótese das expectativas racionais, as expectativas são formadas com base em todas as informações relevantes disponíveis sobre a variável em que está sendo prevista. Além disso, a hipótese das expectativas racionais afirma que os indivíduos utilizam as informações disponíveis de forma inteligente; ou seja, compreendem como as variáveis que observam afetarão a variável que estão tentando prever.

A utilização da teoria das expectativas racionais tornou-se base teórica para variáveis e modelos macroeconômicos. Utilizando-a para prever a inflação, os agentes constroem expectativas para a inflação futura, com base no conjunto de informações disponíveis até o momento da previsibilidade.

As expectativas racionais reforçam bastante a ideia de que a política monetária expansionista não é eficaz para influenciar de modo positivo as principais variáveis macroeconômicas. Uma possível expansão monetária poderia ser antecipada pelos agentes. Nesse caso, não ocorreria o aumento do nível de atividade econômica. Entretanto, o nível de preços estaria acima do nível em que estava antes da realização da política monetária expansionista, tendo seu ajuste já no curto prazo, gerando somente inflação.

### 2.1.5. Regra de Taylor

No ano de 1993, John Brian Taylor escreve o artigo *Discretion versus policy rules in practice*, por meio do qual busca determinar uma taxa de juros de equilíbrio para a economia norte-americana. O modelo de Taylor propõe uma regra de política macroeconômica, indicando como o Banco Central Norte Americano, Federal Reserve (FED) deveria tomar sua decisão a respeito da taxa de juros para buscar maior estabilidade macroeconômica, com níveis de inflação mais baixos e de emprego mais altos. Para isso, desenvolveu uma equação para determinação da taxa de juros de equilíbrio:

$$i_t = \pi_t + r + \alpha(\pi_t - \pi) + \beta \left[ \frac{Y_{efetivo} - Y_{potencial}}{Y_{potencial}} \right]$$

onde  $i_t$ ,  $\pi_t$ ,  $\pi$ ,  $r$ ,  $Y_{efetivo}$ ,  $Y_{potencial}$  correspondem, respectivamente, à taxa de juros básica da economia, taxa de inflação, meta da taxa de inflação, taxa de juros de

equilíbrio, capacidade de produção da economia e valor do produto. Taylor não realiza a estimativa dos parâmetros para testar empiricamente sua teoria, entretanto assume os valores de desempenho da economia norte-americana para o desvio da inflação ( $\alpha$ ) no valor de 1,5%, desvio do produto ( $\beta$ ) em 0,5%, meta de inflação ( $\pi_t$ ) em 2% e a taxa de juros de equilíbrio ( $r$  em 2%, apresentando resultados desejáveis para o período analisado, que vai de 1987 a 1992.

A regra de Taylor sugere o modo como o Banco Central deve conduzir a política monetária via taxa básica de juros da economia. Segundo a equação de Taylor, movimentos nos níveis de inflação afetam a taxa básica de juros da economia, formando uma relação positiva entre as variáveis analisadas. Ou seja, um aumento da taxa de inflação provocaria automaticamente um aumento da taxa de juros. Como a taxa de juros é uma variável imposta pelo governo, um aumento no nível de inflação implica que a autoridade monetária deverá ajustar a taxa básica de juros para cima. O contrário também é verdadeiro.

Para o regime de metas de inflação, a utilização da regra de Taylor é fundamental para definir sua forma de operacionalização, auxiliando as autoridades monetárias a reagirem a cenários de distúrbios da taxa de inflação e a tomarem a melhor decisão para direcionar a taxa de inflação para a meta estabelecida.

Nesta seção foi apresentado, resumidamente, o regime de metas de inflação. Além disso, foram apontadas as ideias que compõem o arcabouço teórico do regime de metas de inflação, as teorias da neutralidade da moeda, a curva de Phillips, a taxa natural de desemprego, o Banco Central independente, as expectativas racionais e a regra de Taylor. A próxima seção será dedicada às formas com que o regime de metas pode ser operacionalizado. Dependendo da estratégia de cada país, a forma com que se realiza o regime de metas pode se diferenciar, podendo ser utilizado um regime de metas mais flexível ou mais rígido.

## **2.2. Métodos de operacionalização do regime de metas de Inflação**

Apesar do regime de metas de inflação possuir um arcabouço teórico bem definido, o modo com que a sua operacionalização acontece, pode mudar de país

para país. Segundo Bernanke e Mishkin (1997), o regime de metas de inflação deve ser interpretado como uma estrutura, um conjunto de políticas e não como uma regra inflexível de política monetária. Cada país deveria adequar o modo com que opera o regime de metas de acordo com as suas necessidades.

As decisões a respeito do índice de inflação a ser utilizado como base, a escolha da meta de inflação e o horizonte de tempo a ser utilizado são fatores importantes que determinam o *modus operandi* do regime de metas em cada país. Além disso, deve ser considerado o procedimento a ser seguido, em caso de não cumprimento da meta de inflação, optando-se por cláusulas de escape ou por medidas legislativas de punição. Serão apresentados alguns pontos-chaves da operacionalização do regime, como a escolha do índice de inflação, o horizonte de tempo para o cumprimento da meta, a escolha entre um intervalo percentual e um ponto específico e as cláusulas de escape.

### **2.2.1. Índice Cheio ou Núcleo de Inflação**

Ao se deparar com a escolha do índice de inflação a ser usado, o país que adota o regime de metas de inflação deve verificar qual seria o melhor caminho para o sucesso do regime. Existem duas opções, usar um índice cheio ou um núcleo de inflação.

A utilização de um núcleo de inflação significa que, do índice de inflação utilizado serão descontados os elementos de maior volatilidade que compõem o índice. Já na utilização de um índice cheio, o índice de inflação é completo, considerando todos os componentes que formam aquele índice, não excluindo, por exemplo, preços administrados.

A escolha de um índice de inflação cheio demonstra comprometimento e credibilidade para os agentes econômicos, caso se cumpra a meta de inflação tanto por parte do regime de metas como por parte da autoridade monetária. Por outro lado, não existe o ganho de flexibilização com a utilização de um núcleo de inflação, em que há medidas para se precaver contra choques de fatores inesperados na



inflação, como por exemplo, um aumento repentino no valor do petróleo e seus derivados.

No Brasil, o índice de inflação utilizado é o Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) cheio. Calculado pelo IBGE, o IPCA mede a variação dos preços para famílias com renda entre 1 a 4 salários mínimos nas regiões metropolitanas das cidades de São Paulo, Rio de Janeiro, Belo Horizonte, Porto Alegre, Curitiba, Salvador, Recife, Fortaleza, Belém, Goiânia e no Distrito Federal. O IPCA é composto por mais de 400 itens, divididos em: alimentação e bebidas, artigos de residência, transportes, comunicação, despesas pessoais, habitação, saúde e cuidados pessoais, vestuário e educação. O Brasil, ao utilizar um índice cheio, prioriza a credibilidade perante os agentes econômicos, entretanto, não possibilita a flexibilização de choques externos em relação ao índice.

Assim como a escolha do índice de inflação pode flexibilizar e precaver contra choques indesejáveis, a escolha de um horizonte de tempo para o cumprimento da meta de inflação é uma decisão importante para que a autoridade monetária consiga cumprir com a meta. Na próxima seção, será abordado o horizonte de tempo.

### **2.2.2. Horizonte de Tempo**

O horizonte de tempo é o período temporal que a autoridade monetária possui para colocar a taxa de inflação dentro da meta estabelecida. Os países que adotam o regime de inflação adaptam-se ao horizonte de tempo conforme suas necessidades. No Brasil, o período escolhido é anual, ou seja, a meta deve ser cumprida dentro do período de um ano.

Quanto mais curto for o período adotado, menor será a flexibilidade para combater choques externos. Com um horizonte mais curto, uma alta inesperada nos preços pode fazer com que a meta de inflação não seja cumprida, pois não existe tempo hábil para absorção do choque ou margem para a intervenção governamental tentar manter os níveis de preço dentro da meta escolhida. Ao contrário do período de tempo mais curto, os horizontes de tempo mais longos

possibilitam uma maior flexibilidade para absorção de choques externos. A autoridade monetária tem maior poder para atuação em cenários de altas de preços indesejáveis que possam comprometer o cumprimento da meta de inflação.

Apesar de o horizonte mais rígido ser mais suscetível a choques externos, a adoção de um período mais curto traz maior credibilidade, desejável em momentos de falta de confiança. Já a escolha de um período mais flexível pode garantir que a meta de inflação cumpra-se de maneira a não prejudicar o desempenho econômico de forma abrupta, absorvendo melhor os choques externos.

### **2.2.3. Adoção de um ponto ou uma banda**

A autoridade monetária precisa escolher uma meta para ser alcançada. Para isso, deve-se optar entre um ponto ou um intervalo, uma banda que possui limites de máximo e mínimo em relação à meta escolhida. Assim como as escolhas do índice de inflação e do horizonte de tempo, a escolha entre uma banda e um ponto cheio refere-se à flexibilização ou não do regime de metas. A escolha de um ponto cheio apresenta ao público maior comprometimento com o regime de metas de inflação. Entretanto, um regime de bandas apresenta maior flexibilidade para que as autoridades monetárias possam atuar em relação a choques exógenos.

A adoção de bandas mais flexíveis ou mais justas, depende da estratégia de cada país e do motivo pelo qual está sendo utilizado o regime de metas de inflação. Assim, se o país está apresentando altas taxas de inflação e crise de confiança, o método mais indicado é a adoção de uma banda mais justa, indicando ao mercado um maior comprometimento com a meta de inflação informada. Entretanto, em um país que já tenha taxas de inflação mais baixas, a adoção de uma banda mais flexível poderia manter as taxas de inflação baixas sem comprometer o desempenho econômico, precavendo-se de choques externos.

### **2.2.4. Cláusulas de escape**

Cláusulas de escape são formas de a autoridade monetária tratar choques de oferta. Ao utilizar-se cláusulas de escape, há uma maior flexibilização do regime de metas e abre-se a possibilidade para acomodação dos choques externos. Neste

formato, existe maior facilidade para tratar o aumento de preços repentino, sem comprometer de forma abrupta o desempenho da economia. Dependendo do grau de flexibilização e da situação econômica, a meta de inflação pode ser remanejada ou até mesmo pode deixar de ser cumprida. Estas decisões sempre devem ser claras ao público.

O Brasil não utiliza cláusulas de escape. Em países com taxas de inflação elevadas, as cláusulas de escape são difíceis de serem adotadas, pois a confiança é muito importante, logo a meta deve ser prioridade e deve ser cumprida. Neste caso, o não cumprimento da meta pode acarretar em turbulências no comando da autoridade monetária e o governo deve comunicar ao público formalmente os motivos deste não cumprimento.

Por outro lado, alguns países utilizam cláusulas de escape, flexibilizando o regime de metas. Neves e Oreiro (2008, p. 119):

Uma forma alternativa de lidar com choques inesperados é o emprego de cláusulas de escape, pois permitem ao banco central uma maior flexibilidade e até a possibilidade de se desviar temporariamente de sua meta preestabelecida, desde que esclareça para o público os motivos que o levaram a tal atitude. As cláusulas de escape podem ser de forma explícita, ou não, e permitem reduzir os custos em termos de produto e emprego, sem comprometer o regime de metas de inflação e a credibilidade da autoridade monetária. A Nova Zelândia é um exemplo de país que usa formalmente as cláusulas de escape dentro do seu regime de metas de inflação.

Neste capítulo foram apresentados tanto o arcabouço teórico, quanto os métodos de operacionalização do regime de metas de inflação. As ideias que formam o arcabouço do regime de metas baseiam-se no Novo Consenso Macroeconômico. Com um arcabouço teórico bem definido, os pressupostos teóricos do regime de metas são: neutralidade da moeda, curva de Phillips, regra de Taylor, teoria do Banco Central independente e expectativas racionais. Apesar de o arcabouço teórico ser bem definido, os métodos de operacionalização em cada país podem ser diferentes. Cada país toma as decisões em torno da operacionalização em relação ao regime de metas de acordo com sua estratégia, podendo adotar um regime de metas mais rígido ou mais flexível.

O próximo capítulo tem por objetivo apresentar evidências empíricas sobre o regime de metas de inflação e seus prós e contras. Serão abordados alguns

países que utilizam o regime. No final do capítulo três, serão expostos os prós e os contras da utilização do regime de metas.

### **3. Experiência Internacional do Regime de Metas de Inflação**

Neste capítulo, serão abordadas experiências de países que adotaram o regime de metas de inflação. Além disso, serão demonstrados trabalhos empíricos e os argumentos contra e a favor do regime de metas. A primeira seção irá abordar a experiência de seis países que utilizam o regime de metas. Os países escolhidos foram a Nova Zelândia, Canadá, Reino Unido, Chile, México e África do Sul. Dentre estes seis países, há países considerados desenvolvidos e outros, em desenvolvimento.

A segunda seção apresentará trabalhos empíricos, demonstrando algumas conclusões e percepções dos autores. A última parte do capítulo aborda os argumentos contra e a favor do regime de metas.

#### **3.1. Evidências Internacionais**

A forma com que o regime de metas de inflação desenvolveu-se em cada país será apresentada por seu nível de desenvolvimento e na ordem cronológica com que cada um adotou o regime. Considerando-se os países desenvolvidos, o primeiro país a adotar o regime de metas de inflação foi a Nova Zelândia, em 1990, seguido pelo Canadá, em 1991, e pelo Reino Unido, em 1992. No que se refere aos países em desenvolvimento, o primeiro país a adotá-lo foi o Chile, em 1999, o México, em 1999, e África do Sul, em 2000.

##### **3.1.1. Regime de metas de Inflação na Nova Zelândia**

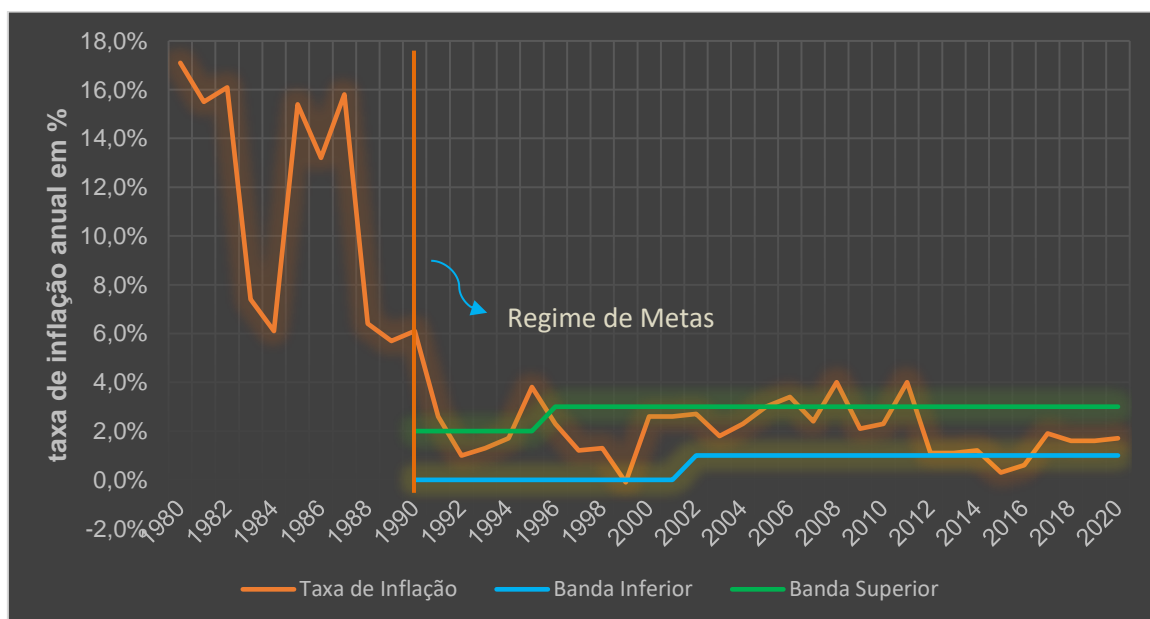
Antes da adoção do regime de metas, a Nova Zelândia já apresentava preocupação com os níveis de inflação. No início da década de 1980 a Nova Zelândia apresentou taxas de inflação maiores do que 15% ao ano. Com este cenário, foi implementado um processo institucional para o combate da inflação, o qual previu ajuste fiscal, abertura da economia, reforma trabalhista e a utilização do

câmbio flutuante. No ano de 1989, o Banco Central do país se tornou independente, responsável pela condução da política monetária, e, no ano de 1990, a Nova Zelândia torna-se o primeiro país a adotar o regime de metas de inflação.

O *modus operandi* do regime de metas de inflação na Nova Zelândia, quando foi implantado, era baseado em um acordo chamado de *Policy Targets Agreement (PTA)*, Acordo para Política de Metas. Neste acordo, é definida a meta de inflação a ser perseguida pelo Banco Central. Segundo Giambiagi, Mathias E Velho (2006), “O PTA é, portanto, o veículo por meio do qual o objetivo genérico da estabilidade de preços ganha um contorno preciso com metas numéricas, prazos, cláusulas de escape e mecanismos institucionais internos de revisão.” A meta de inflação é divulgada após ser definida e o Banco Central assume publicamente o compromisso de cumpri-la. Caso a meta não seja alcançada, o Banco Central deve emitir uma carta ao Primeiro-Ministro, explicando quais foram os motivos da taxa de inflação não se ter estabelecido dentro da meta.

A meta de inflação é baseada em um núcleo de inflação em que há uma meta explícita, mas com tolerância de um ponto percentual acima ou abaixo da meta. Abaixo, segue o gráfico da variação anual da inflação para a Nova Zelândia, do ano de 1980 até 2020:

Gráfico 1: Taxa de Inflação anual Nova Zelândia (1980-2020)



Fonte: Elaboração própria com dados do FMI e Banco Central da Nova Zelândia.

Durante a década de 1980, a nova Zelândia apresentou uma taxa média de inflação de 11,9%. Este índice foi significativo principalmente no início da década, antes do país começar a série de reformas em busca da queda da inflação. Após o ano de implementação do regime de metas, a queda da inflação foi mais efetiva, registrando uma taxa de inflação média de 2,1% na década de 1990. Nas décadas subsequentes, 2000 e 2010, as taxas de inflação foram de 2,7% e 1,6%, respectivamente. Abaixo, segue a tabela com os dados da inflação e as respectivas metas, do ano de 1990 até 2020.

Tabela 1: Taxa de Inflação e metas de inflação Nova Zelândia (1990-2020)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
TAXA DE INFLAÇÃO	6,1%	2,6%	1,0%	1,3%	1,7%	3,8%	2,3%	1,2%	1,3%	-0,1%	2,6%
META	0%-2%	0%-2%	0%-2%	0%-2%	0%-2%	0%-2%	0%-2%	0%-3%	0%-3%	0%-3%	0%-3%
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
TAXA DE INFLAÇÃO	2,6%	2,7%	1,8%	2,3%	3,0%	3,4%	2,4%	4,0%	2,1%	2,3%	4,0%
META	0%-3%	1%-3%	1%-3%	1%-3%	1%-3%	1%-3%	1%-3%	1%-3%	1%-3%	1%-3%	1%-3%
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020		
TAXA DE INFLAÇÃO	1,1%	1,1%	1,2%	0,3%	0,6%	1,9%	1,6%	1,6%	1,7%		
META	1%-3%	1%-3%	1%-3%	1%-3%	1%-3%	1%-3%	1%-3%	1%-3%	1%-3%		

Fonte: Elaboração própria com dados do FMI e do Banco Central da Nova Zelândia.

Nestes 30 anos de utilização do regime de metas de inflação, somente em 10 a meta não ficou dentro do intervalo acordado: nos anos de 1990, 1991, 1995, 1996, 1999, 2006, 2008, 2011, 2015 e 2016. Deve-se destacar que os anos de 1990 e 2008 obtiveram as taxas mais altas, 6,1% e 4%, configurando, também, as maiores distâncias da meta de inflação.

A Nova Zelândia obteve um bom desempenho em relação à taxa de inflação após a adoção do regime de metas de inflação. Acompanhados do regime de metas, o fortalecimento das instituições e as implementações de políticas desinflacionárias fizeram com que o regime se estabelecesse de forma positiva, resultando na queda e na manutenção dos níveis de inflação, podendo ser considerado um caso de sucesso.

### 3.1.2. Regime de metas de Inflação no Canadá

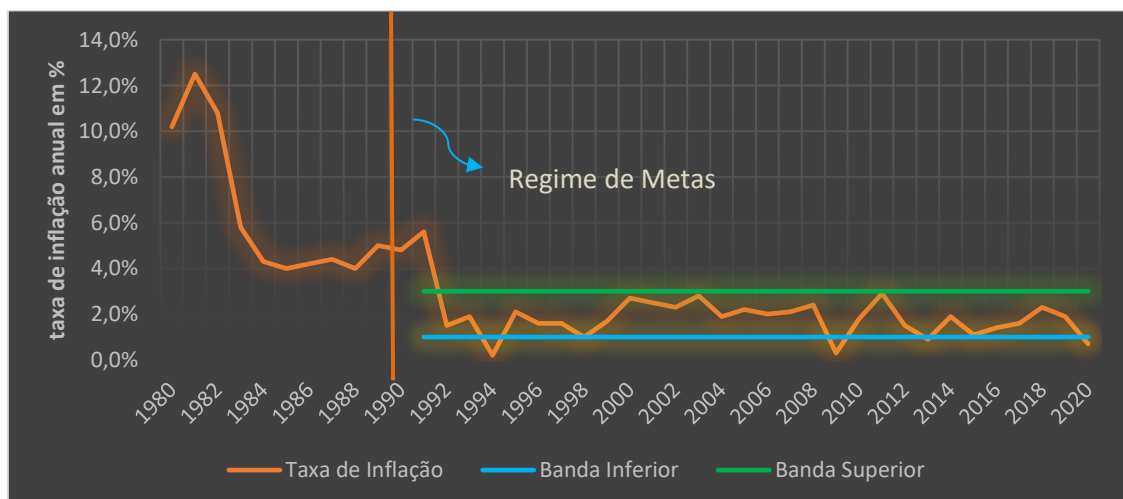
A segunda economia a adotar o regime de metas de inflação foi a economia do Canadá, no ano de 1991. Com o objetivo de baixar os índices de inflação, o Banco Central do Canadá tem um acordo formal com o poder executivo para manter a inflação dentro da meta. Segundo o Banco Central do Canadá (2020):

A inflação foi um problema sério no Canadá no final da década de 1970 e ao longo da década de 1980. A inflação anual atingiu mais de 12% em 1981. O governo e o Banco do Canadá queriam reduzir gradualmente a inflação. Depois de tentar algumas abordagens diferentes, concordamos em 1991 em ter como meta uma meta de inflação de 2%. A meta era atingir essa meta até o final de 1995.

Após a adoção do regime de metas, o Canadá registrou, na década de 1990, uma taxa de inflação média de 1,6%, índice bem abaixo do que na década de 1980, com taxa de 6,5%. Nas décadas seguintes, de 2000 e 2010, foram registradas taxas de 2,1% e 1,6%, respectivamente. Com a adoção do regime de metas, a inflação baixou logo no segundo ano em que o regime estava em curso, registrando uma queda de 4,1% na taxa de inflação, limitando-se ao intervalo da meta de inflação.

Somente no ano de 1991, é que a taxa de inflação não esteve dentro da meta. O gráfico abaixo demonstra a taxa de variação anual da inflação para a economia do Canadá, no período de 1980 a 2020:

Gráfico 2: Taxa de Inflação anual Canadá (1980-2020)



Fonte: Elaboração própria com dados do FMI e Banco Central do Canadá.



No ano de 1995, o governo canadense renovou o acordo do regime de metas e segue renovando-o desde então. A decisão de manter a meta em 2% foi mantida desde a implementação do regime de metas, havendo a flexibilidade da taxa de inflação poder variar em, no máximo, um ponto percentual para mais ou para menos. A tabela abaixo demonstra os dados da economia canadense a respeito das taxas de inflação e metas no período de 1991 a 2020:

Tabela 2: Taxa de Inflação e metas de inflação Canadá (1991-2020)

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
TAXA DE INFLAÇÃO	5,6%	1,5%	1,9%	0,2%	2,1%	1,6%	1,6%	1,0%	1,7%	2,7%
META	1%-3%	1%-3%	1%-3%	1%-3%	1%-3%	1%-3%	1%-3%	1%-3%	1%-3%	1%-3%
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
TAXA DE INFLAÇÃO	2,5%	2,3%	2,8%	1,9%	2,2%	2,0%	2,1%	2,4%	0,3%	1,8%
META	1%-3%	1%-3%	1%-3%	1%-3%	1%-3%	1%-3%	1%-3%	1%-3%	1%-3%	1%-3%
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
TAXA DE INFLAÇÃO	2,9%	1,5%	0,9%	1,9%	1,1%	1,4%	1,6%	2,3%	1,9%	0,7%
META	1%-3%	1%-3%	1%-3%	1%-3%	1%-3%	1%-3%	1%-3%	1%-3%	1%-3%	1%-3%

Fonte: Elaboração própria com dados do FMI e Banco Central do Canadá.

Observando a tabela 3 e o gráfico 3, constata-se que a taxa de inflação não ficou dentro da meta nos anos de 1991, 1994, 2009, 2013 e 2020. A única vez que a taxa de inflação foi maior do que a meta de inflação foi no ano da implementação do regime de metas.

Na economia canadense, o regime de metas funciona de forma efetiva, e a taxa de inflação não destoa da meta definida pela autoridade monetária. Nesse sentido, a forma como o Canadá é transparente com o público, fortalece as intuições e a credibilidade do Banco Central é aumentada.

### 3.1.3. Regime de metas de Inflação no Reino Unido

Para manter a inflação baixa e estabilizar a economia do Reino Unido, foram implementadas diversas políticas durante a década de 1980. O resultado foi um ataque especulativo em torno da libra esterlina no ano de 1992. Com a depreciação da libra, as expectativas para a inflação subiram e a desconfiança cresceu com

queda abrupta da credibilidade da moeda. Com este cenário, o Banco Central inglês, adotou o regime de metas de inflação em 1992.

O Reino Unido foi o terceiro país a adotar o regime de metas. As decisões dos valores das metas são responsabilidade do tesouro inglês, desde sua implementação até os dias de hoje. No ano de 1997, foi concedido ao Banco Central inglês a autonomia de tomar as decisões para manter a inflação dentro da meta.

Deve-se destacar que o regime de metas é acompanhado de políticas de fortalecimento das instituições. O crescente diálogo entre o Tesouro e o presidente do Banco Central contribuiu para que o regime de metas se realizasse de forma positiva. Houve reuniões mensais entre os dois presidentes, para tomar decisões em torno da política monetária. Além disso, as reuniões eram divulgadas ao público, assim como relatórios trimestrais referentes à taxa de inflação.

O primeiro acordo, firmado em 1992, definiu que a meta de inflação ficaria em um intervalo de 1% a 4%. Este acordo durou até o ano de 1998, em que a meta foi alterada para o valor de 2,5%, com o intervalo de tolerância de 1% para mais ou para menos. A última alteração, que dura até os dias atuais, foi em 2004, na qual a meta foi definida em 2%, mantendo a tolerância de um 1%. A tabela a seguir demonstra as taxas de inflação e as metas definidas no período de 1992 até 2020:

Tabela 3: Taxa de Inflação e metas de inflação Reino Unido (1992-2020)

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
TAXA DE INFLAÇÃO	4,2%	2,5%	2,0%	2,6%	2,4%	1,8%	1,6%	1,3%	0,8%	1,2%
META	1%-4%	1%-4%	1%-4%	1%-4%	1%-4%	1%-4%	1,5%-3,5%	1,5%-3,5%	1,5%-3,5%	1,5%-3,5%
	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
TAXA DE INFLAÇÃO	1,3%	1,4%	1,3%	2,1%	2,3%	2,3%	3,6%	2,2%	3,3%	4,5%
META	1,5%-3,5%	1,5%-3,5%	1%-3%	1%-3%	1%-3%	1%-3%	1%-3%	1%-3%	1%-3%	1%-3%
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	
TAXA DE INFLAÇÃO	2,8%	2,6%	1,5%	0,0%	0,7%	2,7%	2,5%	1,8%	0,9%	
META	1%-3%	1%-3%	1%-3%	1%-3%	1%-3%	1%-3%	1%-3%	1%-3%	1%-3%	

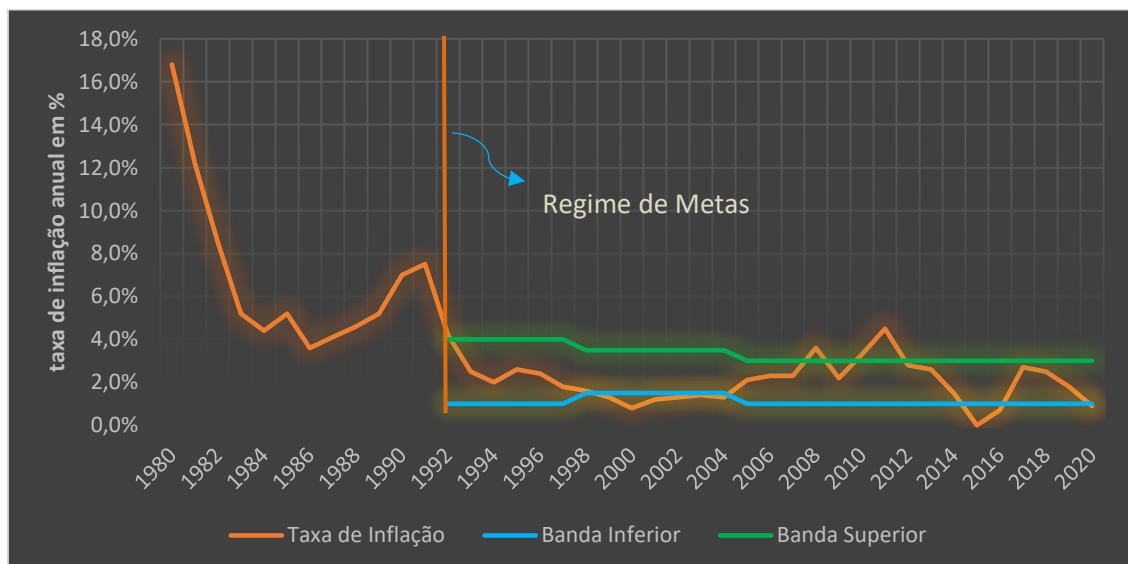
Fonte: Elaboração própria com dados do FMI e Banco Central da Inglaterra.

Segundo a tabela número 4, observa-se que as metas não foram cumpridas em diversos anos. Na maior parte das vezes, a inflação esteve abaixo da meta, com destaque para os anos de 2000, 2015 e 2016, com taxas de inflação de 0,8%, 0,0% e 0,7%, respectivamente. Em relação às taxas de inflação que ficaram acima

da meta, os anos 1992 e 2011 registraram as maiores taxas no período, 4,2% e 4,5%, respectivamente.

A inflação no Reino Unido, antes de implementar o regime de metas, apresentou uma taxa de inflação média de 7,0% na década de 1980, com tendências de alta. No início da década de 1990, foram registradas as taxas de 7,0% e 7,5% em 1990 e 1991. Considerando o período de 1992 até 1999, a taxa média de inflação foi de 2,3%, seguida de 1,9%, na década de 2000 e de 2,2% na década de 2010. O gráfico de nº 3 mostra a evolução da taxa de inflação no período de 1980 até 2020:

Gráfico 3: Taxa de Inflação anual Reino Unido (1980-2020)



Fonte: Elaboração própria com dados do FMI e Banco Central da Inglaterra.

Notoriamente, houve uma queda considerável na taxa de inflação após o regime de metas ser implantado, em que a inflação se manteve dentro da meta na maioria dos anos. Além disso, pode-se observar certa estabilidade por volta dos 2%.

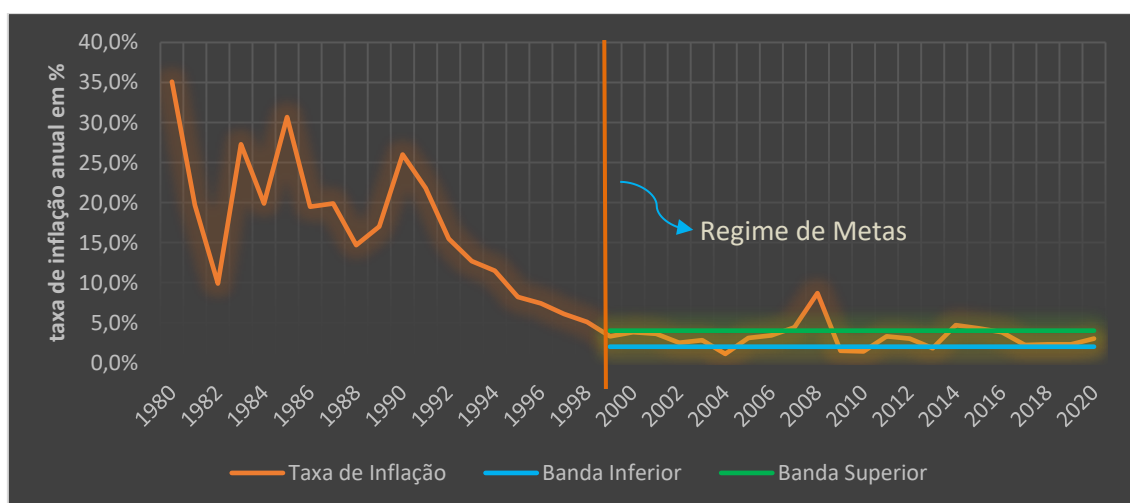
Os objetivos de conquistar melhor transparência e credibilidade e de controle da taxa de inflação estão sendo atendidos pelo regime de metas de inflação. Após a implementação do regime de metas, os registros ressaltam que a inflação baixou e estabilizou-se em torno da meta definida.

### 3.1.4. Regime de metas de Inflação no Chile

Na década de 1980, a economia chilena sofreu com altas taxas de inflação, com registro de 35,1%, no ano de 1980, e média de 21,4% na década de 1980. No ano de 1989, o Banco Central do Chile tornou-se independente, obtendo total autonomia para definição da meta de inflação e para determinar os métodos para alcançar a meta. Desde a década de 1990, o Banco Central do Chile, possui metas para inflação e metas para a taxa de câmbio. Somente em 1999, o Banco Central do Chile abandonou o regime de metas cambiais, anunciou uma meta formal e começou a publicar relatórios periódicos sobre a inflação e crescimento econômico.

A taxa de inflação, bastante elevada na década de 1980, teve tendência de queda na década de 1990. A queda aconteceu de forma gradual, convergindo de uma taxa de 26%, no ano de 1990, para uma taxa de 3,3% no ano de 1999, ditando um novo padrão para a taxa de inflação nas décadas seguintes. A meta de inflação, a partir do ano de 1999, foi definida em 3%, com tolerância de 1%, que dura até os dias atuais. Abaixo o gráfico nº 7, que demonstra a evolução da taxa de inflação e as metas de inflação no período de 1980 até 2020:

Gráfico 4: Taxa de Inflação anual do Chile (1980-2020)



Fonte: Elaboração própria com dados do FMI e Banco Central do Chile.

Desde a década de 1990, a economia chilena apresenta tendência de queda do nível de inflação. A taxa média de inflação, na década de 1990, foi de 11,8%, apresentando queda de 9,6% referente à década passada. Nas décadas seguintes, 2000 e 2010, as taxas de inflação ficaram, na média, em torno da meta de 3%, apresentando índices de 3,5% e 2,9%, respectivamente. A tabela abaixo demonstra os valores das metas e das taxas de inflação após a implementação do regime de metas.

Tabela 4: Taxa de Inflação e metas do Chile (1999-2020)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
TAXA DE INFLAÇÃO	3,3%	3,8%	3,6%	2,5%	2,8%	1,1%	3,1%	3,4%	4,4%	8,7%	1,5%
META	2%-4%	2%-4%	2%-4%	2%-4%	2%-4%	2%-4%	2%-4%	2%-4%	2%-4%	2%-4%	2%-4%
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
TAXA DE INFLAÇÃO	1,4%	3,3%	3,0%	1,8%	4,7%	4,3%	3,8%	2,2%	2,3%	2,3%	3,0%
META	2%-4%	2%-4%	2%-4%	2%-4%	2%-4%	2%-4%	2%-4%	2%-4%	2%-4%	2%-4%	2%-4%

Fonte: Elaboração própria com dados do FMI e Banco Central do Chile.

Desde a implementação do regime, o Chile não atingiu a meta de inflação nos anos de 2004, 2007, 2008, 2009, 2010, 2013, 2014 e 2015. Deve-se destacar o ano de 2008, no qual foi registrado o valor de 8,7%, a maior taxa desde a implementação do regime de metas.

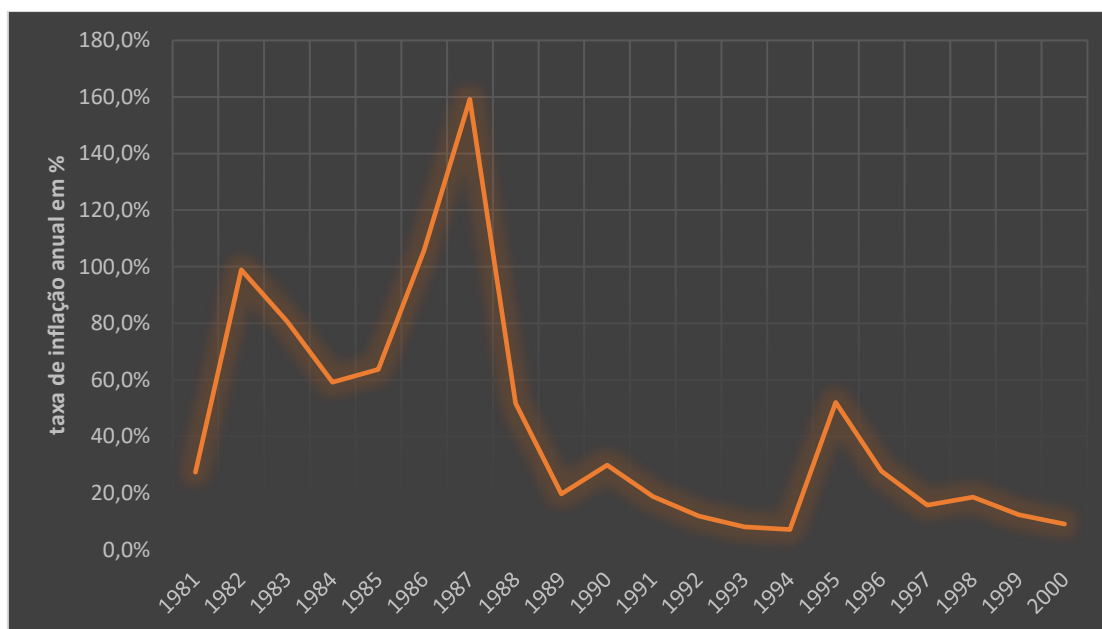
Deve-se destacar que, após a implementação do regime de metas, o Chile estabilizou as taxas de inflação e as metas foram cumpridas na maioria dos anos. Então, o regime de metas de inflação cumpriu com o papel de baixar e estabilizar a taxa de inflação, que era elevada, assim como as expectativas dos agentes e de sinalizar ao mercado o comprometimento do Banco Central chileno com a inflação.

### 3.1.5. Regime de metas de Inflação no México

Os antecedentes da implementação do regime de metas de inflação no México são marcados por altas taxas de inflação na década de 1980, declaração de moratória da dívida e sequenciais crises. Além disso, a alta vulnerabilidade externa, decorrente de crises cambiais e da fuga de capitais, criaram um ambiente de desconfiança e desvalorização da moeda mexicana.

No ano de 1995, estabeleceu-se uma crise financeira no México, decorrente de um crescente déficit em conta corrente. Este déficit foi financiado pelo ingresso de capitais externos, ficando vulnerável a choques externos. Além disso, o regime de câmbio fixo, sujeito a ataques especulativos, agravou a situação dos déficits. No período, houve aumentos significativos na taxa de inflação e na taxa de juros. O gráfico abaixo demonstra a evolução da taxa de inflação da economia mexicana no período de 1980 até 2000:

Gráfico 5: Taxa de Inflação anual do México (1980-2020)



Fonte: Elaboração própria com dados do FMI e Banco Central do México.

Com um cenário de hiperinflação na década de 1980, o México registrou uma taxa de inflação média, na década de 1980, de 74%. Destacam-se os anos de 1986 e 1987, com taxas de inflação de 105,8% e 159,2%, respectivamente. O conjunto de reformas estruturais, concomitante à renegociação da dívida, a declaração da independência do Banco Central e o aumento da taxa de juros internacional contribuíram para a queda da inflação, registrando uma taxa de 19,7% em 1989.

Entretanto, o crescente acúmulo de déficits em transações correntes culminou na crise de 1995. Assim, o Banco Central do México abandonou o regime

de câmbio fixo e adotou metas para o crédito interno e política monetária restritiva com o objetivo de controlar a inflação. Ainda assim, estas medidas não foram suficientes, já que a falta de transparência e credibilidade estavam afetando as expectativas dos agentes.

Em 2001, o México adotou o regime de metas de inflação de forma oficial. A primeira meta foi estipulada em 3%, com 1% de tolerância para mais ou para menos. A tabela abaixo demonstra os níveis e as metas de inflação no período de 2001 a 2020:

Tabela 5: Taxa de Inflação e metas do México (2001-2020)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
TAXA DE INFLAÇÃO	4,4%	5,7%	4,0%	5,2%	3,3%	4,1%	3,8%	6,5%	3,6%	4,4%
META	2%-4%	2%-4%	2%-4%	2%-4%	2%-4%	2%-4%	2%-4%	2%-4%	2%-4%	2%-4%
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
TAXA DE INFLAÇÃO	3,8%	3,6%	4,0%	4,1%	2,1%	3,4%	6,8%	4,8%	2,8%	3,2%
META	2%-4%	2%-4%	2%-4%	2%-4%	2%-4%	2%-4%	2%-4%	2%-4%	2%-4%	2%-4%

Fonte: Elaboração própria com dados do FMI e Banco Central do México.

Observando a tabela nº 6, a meta de inflação não foi cumprida nos anos de 2001, 2002, 2004, 2006, 2008, 2010, 2014, 2017 e 2018. As maiores taxas de inflação foram registradas em 2008 e 2017, com índices de 6,5% e 6,8%, respectivamente.

A adoção do regime de metas de inflação no México, é resultado de falhas na utilização do câmbio como âncora nominal, agravadas pelas crises financeiras e pela falta de credibilidade. A adoção do regime de metas de inflação implicou na queda e na estabilidade do índice. Além disso, contribui para o aumento da credibilidade do Banco Central do México.

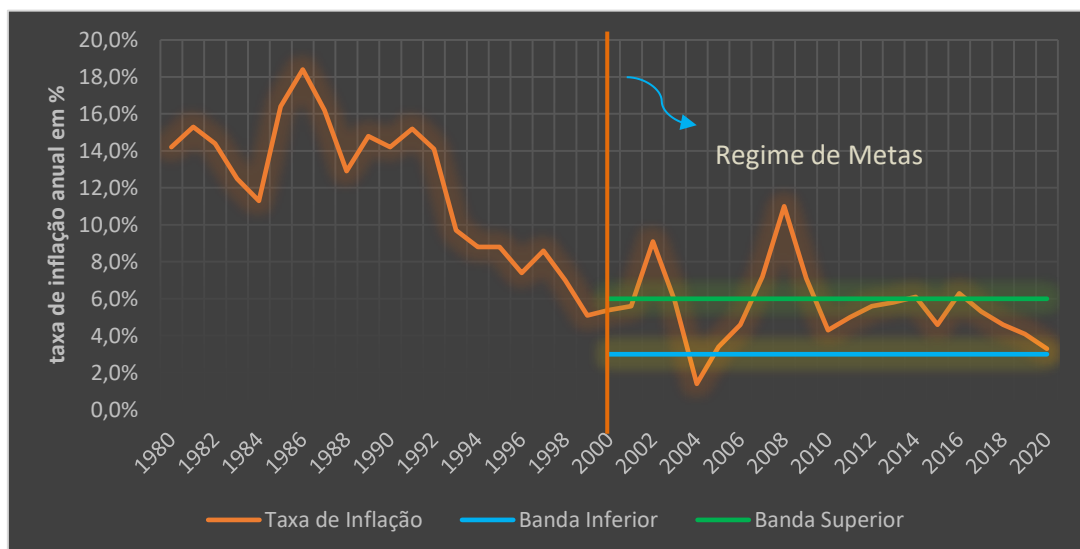
### 3.1.6. Regime de metas de Inflação na África do Sul

A África do Sul implementou o regime de metas de inflação de forma oficial em fevereiro de 2000. Assim como os outros países que implementaram o regime

de metas, atravessou um período de altas taxas de inflação. Registrou taxas média de inflação de 14,6% e 9,9%, nas décadas de 1980 e 1990, anteriores à implementação do regime.

Desde o início da década de 1990, a taxa de inflação apresentou tendência de queda. No ano de 1998, o Banco Central sul-africano introduziu um maior número de variáveis nas suas análises, com o objetivo de balizar a política monetária. Neste período, o Banco Central já adotava metas implícitas para a inflação, mas foi somente no ano de 2000 que a adoção efetivou-se de modo público e oficial (FONSECA et al. 2016). O gráfico abaixo demonstra a evolução da taxa de inflação na África do Sul no período de 1980 a 2020:

Gráfico 6: Taxa de Inflação anual da África do Sul (1980-2020)



Fonte: Elaboração própria com dados do FMI e Banco Central da África do Sul.

Um ponto importante a destacar é que o governo africano reconhece que não deve deixar de lado objetivos importantes para a economia do país. Para isso, desconsidera regras muito rígidas e utiliza-se de cláusulas de escape em caso de choques de oferta externos, podendo admitir o descumprimento da meta.

A meta de inflação foi definida em um intervalo entre 3% e 6% e segue sem alterações. Na década de 2000, a taxa média de inflação foi de 6,1%, apresentando queda em relação às décadas anteriores, ficando praticamente na banda superior da meta. Na década de 2010, a taxa média de inflação ficou em 5,2%. A tabela



abaixo demonstra os dados da taxa de inflação e as metas no período de 2000 a 2020:

Tabela 6: Taxa de Inflação e metas da África do Sul (2000-2020)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
TAXA DE INFLAÇÃO	5,4%	5,6%	9,1%	5,9%	1,4%	3,4%	4,6%	7,2%	11,0%	7,1%	4,3%
META	3%-6%	3%-6%	3%-6%	3%-6%	3%-6%	3%-6%	3%-6%	3%-6%	3%-6%	3%-6%	3%-6%
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	
TAXA DE INFLAÇÃO	5,0%	5,6%	5,8%	6,1%	4,6%	6,3%	5,3%	4,6%	4,1%	3,3%	
META	3%-6%	3%-6%	3%-6%	3%-6%	3%-6%	3%-6%	3%-6%	3%-6%	3%-6%	3%-6%	

Fonte: Elaboração própria com dados do FMI e Banco Central da África do Sul.

Observando a tabela 7, a meta de inflação não foi cumprida em 6 oportunidades, nos anos de 2002, 2007, 2008, 2009, 2014 e 2016. Deve-se destacar os anos de 2007, 2008 e 2009, com índices de 7,2%, 11% e 7,1%. Entretanto, considerando a taxa média, a inflação ficou dentro do intervalo da meta.

### 3.2. Prós e Contras do Regime de metas de Inflação

O regime de metas de inflação é bastante debatido na academia. Sobre esse tema, há diversos trabalhos desde o seu surgimento. As críticas e os elogios a respeito do regime de metas permeiam a literatura e os argumentos contrários vão desde o arcabouço teórico do regime de metas de inflação até seu *modus operandi*. Já os autores que defendem o regime de metas acreditam que o controle da inflação é importante, pois a credibilidade e as expectativas são influenciadas de forma positiva com a sua utilização.

Desta forma, serão apresentados, neste trabalho, os argumentos a favor e contrários ao regime de metas de inflação. A primeira seção abordará os argumentos favoráveis ao regime e a segunda seção abordará os argumentos contrários ao regime de metas.

### 3.2.1. Vantagens e desvantagens do Regime de Metas de Inflação

O objetivo principal da utilização do regime de metas de inflação é atingir um nível de inflação estável e baixo. Tendo isto em vista, os principais argumentos dos autores defensores do regime de metas de inflação são: queda nos níveis de inflação, aumento de credibilidade, flexibilidade, influência positiva nas expectativas dos agentes e facilidade de compreensão por parte do público, itens essenciais para prover crescimento e desenvolvimento econômico.

Ao fixar uma meta para a inflação, o Banco Central assume um compromisso institucional, por meio do qual se compromete a atingir a meta definida. Assim, a meta e a forma como a autoridade monetária irá agir devem ser divulgadas ao público. Ao conseguir atingir a meta, a autoridade monetária passa maior confiança para os agentes, que enxergam a meta de inflação como um parâmetro confiável.

Além disso, em alguns países, existem divulgações periódicas dos resultados da política monetária. Neste sentido, o regime de metas torna-se conhecido e de fácil compreensão pelo público, aumentando o nível de confiança e conseqüentemente a taxa de sucesso da política monetária. Estes aspectos contribuem e solidificam um ambiente de transparência perante os agentes e influenciam de forma positiva as expectativas, reduzindo as incertezas e permitindo um melhor planejamento do setor privado.

Outro ponto importante é o fato de que o Banco Central deve operar de forma independente. A independência do Banco Central garante maior autonomia para a autoridade monetária tomar decisões, podendo, portanto, operar de maneira a manter a inflação dentro da meta estipulada. Assim, a autoridade monetária fica menos vulnerável a políticas de governo e menos suscetível ao viés inflacionário.

As diferentes formas de operacionalização do regime de metas tornam a política monetária mais flexível a choques exógenos. A autoridade monetária pode escolher métodos, dentro do regime de metas de inflação, para que se amenizem os choques externos, como aumentar o intervalo ou o horizonte temporal da meta de inflação, escolher um índice diferente, ou, até mesmo, utilizar cláusulas de escape, não precisando cumprir a meta por um período de tempo.

O aumento da transparência e da credibilidade são pontos sustentados pelos autores que defendem o regime de metas. Entretanto, para alguns teóricos, estes “benefícios” não são justificáveis, ou seja, o regime de metas de inflação não seria a melhor política monetária a ser usada. Dado que foram apresentados os pontos positivos da utilização do regime de metas de inflação, na próxima seção serão debatidos os argumentos contrários ao regime.

### **3.2.2. Pontos negativos do regime de metas de Inflação**

A sustentação teórica, o *modus operandi* e os resultados da utilização do regime de metas são pontos explorados pelos autores que criticam o regime de metas. Entre as principais críticas, destacam-se: as inconsistências teóricas, as altas taxas de juros, o crescimento econômico baixo, a exposição a ataques especulativos e as evidências de que o regime de metas de inflação não é o principal fator para a queda das taxas de inflação.

Segundo Sicsú (2002), existe um problema de consistência teórica no regime de metas de inflação. O autor critica um dos principais componentes da teoria ortodoxa, que seria o tripé macroeconômico, constituído pelas teorias da taxa natural de desemprego, da curva de Phillips e do viés inflacionário. Argumenta que não existe um consenso entre os economistas sobre essas teorias. Acredita que a teoria do viés inflacionário não é adequada, pois entende que nem todos os políticos e autoridades devam ser considerados irresponsáveis, sempre dispostos a trocar a estabilidade por benefícios de curto prazo e instabilidades de longo prazo, defendendo também uma não autoridade do Banco Central.

Apresentando o caso dos Estados Unidos na década de 1990, a previsão dos economistas defensores da curva de Phillips e da taxa natural de desemprego era de que a taxa de desemprego não poderia baixar além da taxa natural. Neste contexto, uma queda do nível de desemprego poderia desencadear aumento nos níveis de inflação. Entretanto, não foi isso que se observou para a economia norte-americana, pois a taxa de desemprego caiu abaixo da taxa considerada como natural e os níveis de inflação não subiram.

Lopes et al. (2012) argumenta que as premissas do regime de metas são bastante discutíveis. O artigo faz críticas sobre a neutralidade e a efetividade da regra de Taylor, considerando a teoria pós-keynesiana. A utilização da taxa de juros para combater qualquer distúrbio que possa ocorrer na taxa de inflação não é adequada. A regra de Taylor, ao tentar frear o hiato do produto, ocasiona o aumento da taxa de juros e a queda no produto efetivo, além da queda do produto potencial. Portanto, o aumento da taxa de juros não surtirá o efeito esperado, causando somente custo social.

O autor acrescenta que a regra de Taylor deve ser discutida e conseqüentemente, o regime de metas também, pois, apesar de baixar a inflação, os custos desta operação são muito altos para economia, prejudicando o produto e o emprego. Segundo Lopes et al. (2012, p. 288):

Ao aumentar a taxa de juros com o objetivo de reduzir o hiato do produto, o Banco Central pode não ter sucesso porque a capacidade produtiva da economia cai ou cresce pouco relativamente ao crescimento do produto efetivo. Isso pode levar a economia a conviver com constantes taxas de crescimento abaixo daquelas desejadas pela sociedade, devido ao ambiente desfavorável criado para as decisões de investimento.

Para estes autores, a teoria da neutralidade da moeda não é válida e a política monetária não pode ser usada somente para atingir uma meta de inflação. Ao adotar o regime de metas de inflação, a política monetária está sendo subutilizada, pois se acredita que uma política monetária também é importantíssima para estimular o lado real da economia, podendo ajudar na busca de outros objetivos importantes para a sociedade, como gerar aumento do nível de emprego e crescimento econômico.

Outro ponto negativo é que o regime de metas de inflação tenta combater o aumento da inflação sempre com o mesmo instrumento, a taxa básica de juros. Utilizando a taxa de juros como balizador da taxa de inflação, assume-se que distúrbios nos níveis inflacionários são sempre decorrentes de alterações na demanda. Neste regime, é desconsiderada a hipótese de que choques de oferta possam causar distúrbios na taxa de inflação. Conforme Couto et al. (2010, p. 92):

Os proponentes do regime de metas de inflação entendem a inflação como um fenômeno monetário, e consideram a inflação como sendo um problema de excesso de demanda, que deve ser combatida com a política monetária contracionista, baseada em altas taxas de juros. Através da

determinação da taxa de juros de curto prazo, o Banco Central procura manter a demanda agregada compatível com a oferta agregada.

Para os autores pós-keynesianos, as causas da inflação podem ser resultantes tanto de aspectos relacionados à demanda agregada quanto de aspectos relacionados ao lado da oferta agregada. Assim, aumentos repentinos nos custos dos fatores de produção podem prejudicar a oferta, causando aumentos nas taxas de inflação. Ao negligenciar estas situações, o regime de metas não agride de fato a raiz do problema da inflação. Na tentativa de controle da inflação, o aumento da taxa de juros é um procedimento paliativo.

Neste contexto, a consolidação de altas taxas de juros pode desestimular a economia, ocasionando queda na atividade econômica e nos indicadores reais. Segundo Arestis et al. (2006, p. 17):

As consequências de taxas de juros elevadas são por demais conhecidas: (i) sérias restrições ao crescimento econômico, visto que o custo do crédito encarece, afetando, assim, as expectativas de investimento dos empresários; e (ii) o aumento da dívida pública, que é constituída principalmente por títulos públicos indexados à taxa Selic.

Além disso, a discussão em torno da eficácia do regime de metas em baixar a taxa de inflação é bastante discutível. Estudos empíricos demonstram que não há comprovação de que o regime de metas seja o responsável pelas quedas dos níveis inflacionários. Conforme Araújo (2013, p. 152):

Os países emergentes que adotaram o RMI realmente apresentaram um bom desempenho no tratamento da inflação, reduzindo-a após a adoção do referido regime, porém os países que não adotaram o RMI tiveram resultados igualmente satisfatórios, tanto em termos de inflação quanto em termos de crescimento econômico.

Segundo Arestis et al. (2006), na década de 1990, mesma década do surgimento do regime de metas, houve quedas nos níveis de inflação mundial que demonstram que tanto os países que adotaram o regime quanto os que não o adotaram tiveram quedas dos níveis inflacionários. Assim, a queda dos níveis de inflação não seria decorrente da utilização do regime de metas, mas, sim, um outro fenômeno em âmbito mundial.

O próximo capítulo irá abordar o regime de metas de inflação no Brasil. Considerado um país em desenvolvimento, assim como México e África do Sul, o Brasil adotou o regime de metas no final da década de 1990.

## **4. O Regime de Metas de Inflação no Brasil**

A economia brasileira apresentou, desde a década de 1960 até a metade dos anos 1990, problemas relacionados à inflação. Diversos planos foram utilizados com o objetivo de baixar os níveis inflacionários e estabilizar a economia, mas foi somente após a implementação do Plano Real que a inflação teve queda efetiva.

A estratégia do Plano Real foi a de utilizar o câmbio como âncora nominal. Apesar da queda da inflação, a utilização do câmbio resultou na diminuição do nível de reservas internacionais, chegando até a crise cambial de 1999. Com este cenário, o Brasil adotou o regime de metas de inflação. O regime de metas de inflação no Brasil foi implementado no dia 21/06/1999, conforme o Decreto nº 3088 e a Resolução nº 2614 do Conselho Monetário Nacional de 30/06/1999.

Este capítulo tem por objetivo abordar a implementação do regime de metas de inflação no Brasil. Será dividido em três seções. A primeira demonstrará os antecedentes à implementação do regime de metas. A segunda seção irá tratar como ocorreu o regime de metas de inflação no Brasil, no período de 1999 até o ano de 2020. A última seção discutirá as vantagens e as desvantagens da utilização do regime de metas na economia brasileira.

### **4.1. Antecedentes à implementação do regime de metas de inflação**

Este capítulo tem por objetivo abordar a implementação do regime de metas de inflação no Brasil. Será dividido em três seções. A primeira demonstra os antecedentes à implementação do regime de metas. A segunda seção irá tratar como ocorreu o regime de metas de inflação no Brasil, no período de 1999 até o ano de 2020. A última seção discutirá as vantagens e as desvantagens da utilização do regime de metas na economia brasileira.

A taxa média da inflação na década de 1960 foi de 44,51%, seguida por, 33,96%, 431,74% e 738,36%, nas décadas de 1970, 1980 e 1990, respectivamente. A tabela abaixo mostra a trajetória da inflação no período de 1960 até o ano anterior à implementação do regime de metas.

Tabela 7: Taxa de Inflação do Brasil (1960 a 1998)

<b>1960</b>	<b>1961</b>	<b>1962</b>	<b>1963</b>	<b>1964</b>	<b>1965</b>	<b>1966</b>	<b>1967</b>	<b>1968</b>
30,47%	47,78%	51,60%	79,92%	92,12%	34,24%	39,12%	25,01%	25,49%
<b>1969</b>	<b>1970</b>	<b>1971</b>	<b>1972</b>	<b>1973</b>	<b>1974</b>	<b>1975</b>	<b>1976</b>	<b>1977</b>
19,31%	18,49%	21,44%	15,94%	15,53%	35,40%	29,35%	44,90%	35,51%
<b>1978</b>	<b>1979</b>	<b>1980</b>	<b>1981</b>	<b>1982</b>	<b>1983</b>	<b>1984</b>	<b>1985</b>	<b>1986</b>
42,97%	80,09%	99,25%	95,62%	104,79%	164,01%	215,26%	242,23%	79,66%
<b>1987</b>	<b>1988</b>	<b>1989</b>	<b>1990</b>	<b>1991</b>	<b>1992</b>	<b>1993</b>	<b>1994</b>	<b>1995</b>
363,41%	980,21%	1972,91%	1620,97%	472,70%	1119,10%	2477,15%	916,46%	22,41%
<b>1996</b>	<b>1997</b>	<b>1998</b>						
9,56%	5,22%	1,65%						

Fonte: Elaboração própria com dados do IPEA DATA e Banco Central do Brasil

Os primeiros anos da década de 1960 foram os que tiveram maiores índices de inflação, com destaque para o ano de 1964, com taxa de 92,12%. A inflação teve tendência crescente no início da década de 1960. Do ano de 1960 ao ano de 1964, a taxa de inflação triplicou, passando de um patamar de 30,47% a 92,12%. Segundo Munhoz (1997), o descontrole da inflação inicia-se nos anos 1960, em que a alta de preços foi decorrente de déficits governamentais, herdados da década de 1950, de políticas cambiais malsucedidas, além de um ambiente externo desfavorável.

O início da década de 1970 apresentou taxas declinantes até o ano de 1973, com taxa de inflação de 15,53%, menor taxa de inflação até a implementação do Plano Real, que, no entanto, voltou a aumentar após este ano. A principal causa que impulsionou a taxa de inflação tem origem externa. Os preços internacionais aumentaram nessa década e o preço do petróleo foi o principal fator do aumento de preços, afetando drasticamente as importações após o ano de 1973. Do período de 1973 até o ano de 1978, a taxa de inflação apresentou oscilações, mas, a partir do ano de 1978, a inflação no Brasil foi crescente. O comportamento da inflação atingiu outro patamar na metade final da década, na qual passa de uma taxa média de 17,85%, no período de 1970 até 1973, para uma taxa de 44,70%, no período de 1974 até 1979, atingindo uma taxa de 80,09% em 1979.

Os anos 1980 apresentaram altas taxas de inflação consecutivas, ultrapassando os três dígitos no ano de 1982, registrando uma taxa de 104,79%. No fim da década de 1980, as taxas foram maiores do que 1000%, chegando a

uma taxa de inflação anual de 1972,91% em 1989. Até o lançamento do Plano Real, a taxa de inflação permaneceu altíssima. No ano anterior ao lançamento do plano, em 1993, foi registrada a maior taxa de inflação da série, 2477,15%.

No ano de 1994, a taxa de inflação foi menor do que nos outros anos, marcando um valor de 916,46%, ainda alta. Somente no ano de 1995 foi que a inflação baixou de forma considerável, registrando um valor de 22,41%. Desde 1994, a taxa de inflação é decrescente, com destaque para o ano de 1998, em que a taxa de inflação foi de 1,65%. Este desempenho da inflação é devido, principalmente, à implementação do Plano Real, entretanto o *modus operandi* do plano resultou em uma crise cambial no ano de 1999, ano de implementação do regime de metas de inflação. A próxima secção irá abordar o Plano real e o seu esgotamento, que resultou na adoção do regime de metas de inflação.

#### **4.1.1. O Plano Real e a implementação do regime de metas de inflação**

As décadas de 1980 e 1990 são marcadas por diversas iniciativas de estabilização do nível de preços. Neste período foram adotados seis planos econômicos, os Planos Cruzado, Bresser, Verão, Collor I e Collor II, nos anos de 1986, 1987, 1989, 1990 e 1991, respectivamente. As tentativas de congelamentos de preços foram ineficazes para o controle da inflação, em que as taxas de inflação somente aumentaram, conforme os planos não se realizaram de forma positiva.

O Plano Real foi uma alternativa para estabilizar a economia brasileira em termos da taxa de inflação. Cumpriu o seu papel, registrando taxas com apenas um dígito, logo no início de sua implementação. Desde a década de 1950, a taxa de inflação não era tão baixa quanto o nível que atingiu nos primeiros anos do plano real. Segundo Soares (2010, p. 33):

No ano de 1993, entretanto, teve início um novo plano de estabilização que, finalmente, alcançou o objetivo de conter o crescimento dos níveis de preços. <sup>2</sup> Era o Plano Real. O Plano tinha as seguintes políticas como seus principais pilares: a realização de um ajuste fiscal prévio; a implementação da Unidade Real de Valor (URV); a reforma monetária, ou seja, a transformação do Cruzeiro Real em Real e o estabelecimento de uma âncora nominal construída a partir da taxa de câmbio.



A implementação do plano real se deu em três fases. A fase inicial é marcada por criar condições internas favoráveis à implementação da nova moeda. A dívida externa foi negociada e o Congresso Nacional aprovou as medidas enviadas pelo governo no sentido de controlar o orçamento, limitando os gastos do governo e minimizando o déficit orçamentário. Dentre as principais medidas estão redução dos gastos, renegociação das dívidas dos estados e municípios e aumento da receita tributária (SOARES, 2010).

Após a realização do ajuste fiscal, o próximo passo foi corrigir o problema recorrente de indexação da economia brasileira, um dos principais fatores que proporcionaram a hiperinflação das décadas anteriores. A segunda fase foi a implementação da moeda fictícia, a Unidade Real de Valor (URV). A medida provisória de nº 434, de 27 de fevereiro de 1994, instituiu a URV, entrando em vigor em 01/03/2021.

O papel da URV foi de proporcionar uma indexação diária da moeda brasileira, o Cruzado Real. A URV passou a ser o indexador da economia, em que os preços e salários foram medidos pela nova unidade de conta. Além disso, a URV também foi responsável por indexar a taxa de câmbio, cuja paridade com o dólar norte-americano era garantida pelos reajustes diários, que preservavam o poder de compra da moeda brasileira.

A medida provisória 434, se transformou na lei 8.880, de 27 de maio de 1994, prevendo a emissão da nova moeda, o Real. A URV esteve em utilização do período de 01/03/1994 até 30/06/1994. Na data de 01/07/1994, a URV seria convertida em Real. Esta reforma monetária foi a terceira fase do Plano Real, em que a nova moeda foi implementada por inteiro. A URV valia, em 01/07/1994, 2.750,00 Cruzeiros Reais, sendo convertida em um Real. Neste momento, o Real tornou-se a nova moeda brasileira e o câmbio tornou-se a âncora da economia.

A estratégia do Plano Real foi de usar a taxa de câmbio como âncora nominal. Corden (2001, p. 472) define âncora nominal:

A ideia básica do método da âncora nominal é de que a taxa de câmbio nominal deve ancorar a taxa de inflação do país. O valor da moeda é

atrelado à moeda de um outro país que tenha um registro de inflação baixa bem estabelecido e digno de crédito. No caso da América Latina, essa moeda é obviamente o dólar. Para esse método funcionar, o atrelamento a uma taxa fixa do dólar significa que a inflação baixa é, na verdade, importada dos Estados Unidos.

Ao utilizar o câmbio como âncora nominal, o real foi atrelado ao dólar, processo por meio do qual a autoridade monetária garantia que um real valeria um dólar. O objetivo deste esforço era a estabilização da economia e também da inflação. A baixa dos preços aconteceu após a implementação do real, chegando a registrar taxa de inflação 1,65% no ano de 1998.

Para manter a paridade, a necessidade de um alto volume de reservas internacionais fazia-se necessária. As formas utilizadas para o aumento de reservas foram as intervenções diretas no mercado de câmbio e a captação de recursos externos. A reabertura do mercado de capitais e as taxas de juros acima das taxas internacionais fizeram com que a entrada de recursos acontecesse.

Não existia uma meta mínima para a taxa de câmbio, somente se determinou que a moeda não poderia desvalorizar em relação ao dólar. A taxa de câmbio valorizada possibilitou que a abertura comercial acontecesse, aumentando de forma expressiva as importações, ditando os preços do mercado doméstico e resultando na queda da taxa de inflação.

Entretanto, a taxa de câmbio valorizada acarretou o aumento dos déficits de transações correntes, pois o nível de importações era muito mais alto do que o de exportações. A busca por capital externo era necessária, portanto, as taxas de juros reais da economia ficaram altas para atrair o investimento estrangeiro. Contudo, esta estratégia de elevar a taxa de juros resultou em um aumento do déficit público e na queda de credibilidade por parte dos investidores, que apostavam na desvalorização do Real, contribuindo para ataques especulativos.

Por fim, a tentativa de manter o regime de câmbio fixo originou uma crise cambial no ano de 1999, em que o nível de reservas internacionais caiu drasticamente, tornando inevitável a flutuação do câmbio. Segundo Silva (2002), a queda do nível de reservas internacionais passa de U\$ 74 bilhões em 1998 para U\$ 30 bilhões no momento em que o Brasil abandona o câmbio fixo e a moeda se desvaloriza em 70%.

Ainda segundo Silva (2002, p. 406):

A perda dramática de reservas e os problemas enfrentados pelo Plano Real não foram surpresas. Foram decorrência da vulnerabilidade a que se sujeitou o país com a liberalização da economia e a adoção de um programa de estabilização de combate à inflação atrelado aos fluxos de capitais externos.

A utilização de uma nova âncora nominal era evidente, dado que o regime monetário de metas cambiais não se mostrou suficiente para atender as demandas da economia brasileira. A próxima seção irá abordar o regime de metas no Brasil

#### **4.2. A trajetória do regime de metas de inflação no Brasil**

Em 21 de junho de 1999, pelo decreto nº 3088 e a resolução nº 2614, o governo brasileiro adota o Regime de Metas de Inflação. A definição das metas é de responsabilidade do Conselho Monetário Nacional (CMN), sugeridas pelo Ministro da Fazenda. O CMN é constituído pelos Ministro da Fazenda, Ministro do Planejamento e pelo Presidente do Banco Central.

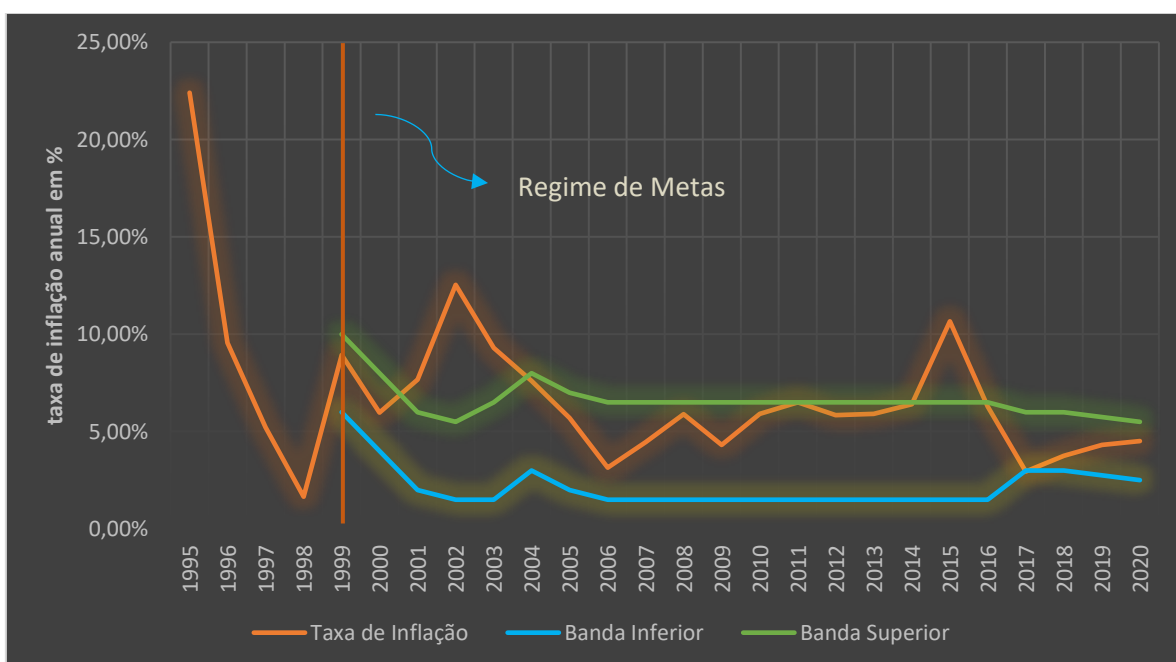
Ao fixar a meta, fica a cargo do Banco Central perseguir e cumprir a meta. Para isso, utiliza como instrumento a taxa básica de juros da economia, a taxa Selic. O Comitê de Política Monetária (Copom), define a taxa Selic, considerando a meta de inflação estabelecida pelo CMN. O Copom é formado pelo presidente do Banco Central e diretores, onde as reuniões acontecem periodicamente a cada 45 dias, e suas atas divulgadas ao público. Assim, o Banco Central atua no mercado de títulos abertos com a finalidade de direcionar a taxa de juros conforme definido na reunião do Copom e também para cumprir a meta de inflação.

O regime de metas no Brasil, tem definido o seu horizonte de tempo, o índice utilizado, e a amplitude da meta. O horizonte de tempo escolhido é anual, ou seja, a meta de inflação deve ser cumprida dentro do prazo de um ano. A meta é definida até o dia 30/06 do ano anterior. O índice de inflação utilizado é o IPCA, o índice cheio. Em relação a amplitude da meta, foi adotado que a taxa de inflação poderia variar dentro de um intervalo, uma banda com limite inferior e superior.

Caso a meta de inflação não for cumprida, é dever do presidente do Banco Central redigir uma carta explicativa direcionada ao Ministro da Fazenda. O conteúdo desta carta deve ser composto pelo motivo pelo qual a meta não foi alcançada, as medidas que serão adotadas pelo Banco Central para direcionar a inflação para a meta e o prazo com que as medidas surtiram efeito.

Considerando todo o período de adoção do regime de metas, a taxa média de inflação, do período de 1999 a 2020, foi de 6,3%, bem abaixo do histórico das décadas de 1990, 1980, 1970 e 1960. No período do regime de metas, a taxa de inflação apresentou oscilações, mas ficou, na maioria do tempo, dentro das metas estabelecidas. O gráfico abaixo, demonstra a trajetória da inflação do período de 1995 a 2020:

Gráfico 7: Taxa de Inflação anual do Brasil (1995-2020)



Fonte: Elaboração própria com dados do IPEA DATA e Banco Central do Brasil

Do período de 1995 até o ano de 1998, a taxa de inflação média foi de 9,71%. As taxas médias da inflação, nas décadas de 2000 e 2010, foram de 6,66% e 5,85%, respectivamente, indicando que a taxa de inflação, na média, reduziu, em relação ao período após o Plano Real e também em relação a primeira década de regime de metas.

Na média, a taxa de inflação apresentou queda, à medida que o regime de metas foi implantado. A maior taxa de inflação registrada, desde a implementação do regime de metas, foi no ano de 2002, com taxa de 12,53% e a menor taxa foi no ano de 2017, registrando 2,95%.

As escolhas dos centros das metas, em média, ficaram em torno de 4,45%. Os primeiros anos foram os maiores centros das metas, apresentando oscilações até o ano de 2005, em que a meta de 4,5% foi fixada, permanecendo inalterada até o ano de 2018. O maior centro da meta foi no ano de 1999, com taxa de 8% e a menor meta foi de 3,5% no ano de 2002. Os intervalos de confiança variavam entre o valor de 1,5% a 2,5%. A tabela abaixo consta o histórico de metas de inflação do período de 1999 até 2024.

Tabela 8: Taxa de Inflação e metas do Brasil (1999-2024)

	<b>1999</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>
<b>META</b>	8,00%	6,00%	4,00%	3,50%	4,00%	5,50%	4,50%
<b>INTERVALO</b>	6%-10%	4%-8%	2%-6%	1,5%-5,5%	1,5%-6,5%	3%-8%	2%-7%
<b>INFLAÇÃO EFETIVA</b>	8,94%	5,97%	7,67%	12,53%	9,30%	7,60%	5,69%
	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>
<b>META</b>	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%
<b>INTERVALO</b>	1,5%-6,5%	1,5%-6,5%	1,5%-6,5%	1,5%-6,5%	1,5%-6,5%	1,5%-6,5%	1,5%-6,5%
<b>INFLAÇÃO EFETIVA</b>	3,14%	4,46%	5,90%	4,31%	5,91%	6,50%	5,84%
	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
<b>META</b>	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,25%
<b>INTERVALO</b>	1,5%-6,5%	1,5%-6,5%	1,5%-6,5%	1,5%-6,5%	3%-6%	3%-6%	2,75%-5,75%
<b>INFLAÇÃO EFETIVA</b>	5,91%	6,41%	10,67%	6,29%	2,95%	3,75%	4,31%
	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>		
<b>META</b>	4,00%	3,75%	3,50%	3,25%	3,00%		
<b>INTERVALO</b>	2,5%-5,5%	2,25%-5,25%	2%-5%	1,75%-4,75%	1,5%-4,5%		
<b>INFLAÇÃO EFETIVA</b>	4,52%	-	-	-	-		

Fonte: Elaboração própria com dados do IPEA DATA e Banco Central do Brasil

Considerando os anos de atuação do regime de metas, em quase sua totalidade, a inflação ficou dentro da meta estabelecida, somente em 5 oportunidades que a meta não foi cumprida. Os anos em que a taxa de inflação não ficou dentro da meta, são os anos de 2001, 2002, 2003, 2015 e 2017, com taxas de inflação de 7,67%, 12,53%, 9,3%, 10,67% e 2,95%. Deve-se destacar que no ano de 2017, foi a única vez que a taxa de inflação ficou abaixo da meta. Nestes

anos, o presidente do Banco Central teve que redigir cartas explicando os motivos pelos quais as metas não foram atingidas.

A meta de inflação no ano de 2001 tinha como alvo 4,00%, com intervalo de confiança de 2% para mais ou para menos. A taxa de inflação registrada foi de 7,67%, implicando no não cumprimento da meta, assim, o Banco Central emite a carta aberta ao Ministro da Fazenda. A carta aberta em 2001, descreve os motivos da inflação ter superado a meta, sendo decorrentes de fatores externos e internos. O principal fator externo que impactou os preços foi a depreciação cambial. O Banco Central atribui a depreciação da moeda, a desaceleração da economia global, a crise Argentina e aos ataques terroristas nos EUA. Já em relação ao fator interno, a crescente dos preços administrados impulsionaram a taxa de inflação. Conforme a Carta Aberta do Banco Central de 2001 (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2002, p. 4):

Na medida em que tanto a depreciação cambial quanto a magnitude do aumento de preços administrados por contrato em 2001 podem ser interpretados como eventos não recorrentes, é possível avaliar qual teria sido a inflação caso: (i) a depreciação cambial do ano de 2001 não tivesse ocorrido na magnitude observada e (ii) a inflação dos preços administrados por contrato se restringisse a 4%, o centro da meta de inflação para 2001

No outro ano, em 2002, novamente a meta não foi cumprida, o IPCA foi de 12,53% naquele ano. A meta estabelecida foi de 3,5%, com tolerância de 2%. Os argumentos utilizados pelo Banco Central, são semelhantes aos da carta de 2001, em que a depreciação do câmbio e os aumentos dos preços administrados foram os principais fatores para o não cumprimento da meta. Além disso, houve o agravamento por uma crise de confiança e o aumento da aversão ao risco do mercado internacional. A queda do financiamento externo aliada a crise de confiança, decorrente da eleição presidencial, refletiram na deterioração do câmbio e das expectativas dos agentes, impactando diretamente na inflação do país. A Carta Aberta do Banco Central de 2002 (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2002, p. 8) descreve que:

Assim, caso a taxa de câmbio tivesse permanecido no patamar de R\$2,55, observado no quarto trimestre de 2001, ou seja, admitindo-se depreciação zero e mantendo a inflação dos administrados nos 15,3% ocorridos, a

inflação medida pelo IPCA teria sido de 8,9%, 3,6 p.p. abaixo do valor ocorrido. Se, além da ausência de depreciação cambial, a inflação dos preços administrados por contrato e monitorados tivesse sido igual à dos preços livres, a variação do IPCA em 2002 teria sido de 5,98%. Se, além de neutralizados os efeitos do câmbio e dos preços administrados por contrato e monitorados, as expectativas de mercado para a inflação tivessem permanecido no centro da meta, a inflação em 2002 medida pelo IPCA alcançaria 4,3%, valor confortavelmente dentro do intervalo de tolerância e 8,2 p.p. abaixo da inflação ocorrida.

Ainda na Carta Aberta de 2002, o presidente do Banco Central, Henrique Meireles, propõe metas ajustadas para os anos seguintes. Para o ano de 2003, a taxa de inflação passaria de 4,0%, com o intervalo de 2,0%, para 8,5% e o ano de 2004, a taxa prevista de 3,75%, passaria a ser de 5,5%, com 2,5% de intervalo. Apesar do ajuste de metas, no ano de 2003, a meta não foi cumprida, registro o valor de 9,3%. Novamente, as justificativas são similares aos anos anteriores, com aumentos nos preços administrados, depreciação cambial e crise de confiança. Um dos motivos descritos pelo banco central, foi a crise de confiança, herdada do ano anterior, em 2002.

Após a sequencia de três anos seguidos sem cumprimento da meta, de 2001 a 2003, a inflação volta a ficar dentro do intervalo da meta no ano de 2004. Do período de 2004 até 2014, a meta foi cumprida, em que o centro da meta foi de 4,5% em quase todo o período, se estendendo até 2018. Somente no ano de 2004, que a taxa foi de 5,5%. No ano de 2015, a taxa de inflação registrada foi de 10,67%, acima da meta de 4,5%, considerando o intervalo de tolerância de 2,00%. Depois de 11 anos, o presidente do Banco Central teve que redigir nova carta explicativa. Novamente os motivos foram semelhantes as cartas da década de 2000, em que o principal argumento foram os aumentos registrados nos preços administrados. (Banco Central do Brasil, 2015 – Carta Aberta)

O único ano, onde a taxa de inflação ficou abaixo da meta, foi em 2017. Do mesmo modo, em que, deve-se emitir carta explicativa quando a inflação ultrapassa o limite superior da banda, deve-se emitir a carta explicativa no momento que a taxa de inflação é menor do que o limite inferior. A meta de inflação era de 4,5%, com intervalo de tolerância de 1,5%, entretanto a taxa de inflação foi de 2,95%. Desta maneira, a carta de 2017 descreve que o principal motivo para o resultado da inflação, foi a deflação nos preços dos alimentos. O aumento de oferta, fez com

que a inflação, não alcançasse a meta. Segundo a Carta Aberta de 2017 (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2017 p. 2):

A inflação medida pelo IPCA situou-se ligeiramente abaixo do limite inferior do intervalo de tolerância da meta em razão da deflação dos preços de alimentos no domicílio. A inflação do subgrupo alimentação no domicílio, acumulada em doze meses, depois de atingir pico de 16,79% em agosto de 2016 e terminar 2016 em 9,36%, encerrou 2017 com deflação de -4,85% (...).

Apesar de demonstrar que a inflação caiu ao longo do período de adoção do regime de metas, existem autores que criticam a utilização no Brasil. Deste modo, na próxima seção será abordado as vantagens e desvantagens de utilização do regime de metas no Brasil.

#### **4.3. Vantagens e desvantagens do regime de metas de inflação no Brasil**

No capítulo 3, foi demonstrado as vantagens e desvantagens do regime de metas de inflação. Neste capítulo, os argumentos a favor e contra serão direcionados ao modo de operação no Brasil. A abordagem de aumento de credibilidade, transparência, controle e estabilidade da inflação são os principais argumentos que fazem o Brasil a utilizar o regime de metas.

A taxa de inflação ficou dentro da meta, durante quase todo período. Além disso, o regime de metas possibilitou um aumento da transparência e comprometimento da autoridade monetária com a inflação. Segundo o Banco Central (2021):

O regime de metas para a inflação tem sido bem sucedido no Brasil. O sistema tem possibilitado que a inflação fique sob controle, em níveis relativamente baixos. Desde a adoção do regime em 1999, a inflação tem se situado dentro do intervalo de tolerância na maioria dos anos-calendário.

Apesar de que a inflação tenha ficado dentro da meta, na maioria do tempo, diversos autores teceram críticas ao regime de metas no Brasil. As principais desvantagens descritas pelos teóricos passam, pelo método de operação do regime de metas e pressupostos teóricos. A forma de tratar a inflação sempre como de demanda, a utilização da taxa de juros como principal instrumento, a



subutilização da política monetária e as regras estabelecidas são alvos de críticas da implementação do regime de metas no Brasil.

Com a utilização do regime de metas, o Brasil utiliza altas taxas de juros, acima das internacionais, para o controle da inflação. O objetivo é atrair investimento estrangeiro, para apreciar a taxa de câmbio, entretanto, as altas taxas de juros aumentam a dívida pública. Segundo, Couto et al (2010, p. 94)

Um problema do uso da taxa de juros básica, a Selic, definida pelo Copom, para combater a inflação é que esta é a mesma taxa que além de refletir o custo das reservas bancárias, também é utilizada para remunerar parte dos títulos da dívida pública brasileira, logo um aumento da taxa de juros eleva imediatamente o custo da dívida pública.

Outro ponto a ser discutido é a inflexibilidade do regime de metas, em que os intervalos de tolerância e o horizonte temporal são muito estreitos. Fatores que também contribuem para que o Banco Central tenha que elevar a taxa de juros para cumprir a meta. Segundo Strachman (2013), as altas taxas de juros podem estar relacionadas ao interesse do setor financeiro, prejudicando os investimentos reais na economia, ocasionando um baixo nível de atividade econômica, PIB baixo e aumento da taxa de desemprego. O autor também argumenta que existem outros objetivos que devem ser relevantes na escolha das políticas econômicas no curto prazo (crescimento e emprego) e no longo prazo (desenvolvimento econômico).

Sicsú (2002), descreve que a adoção do regime de metas pelo governo brasileiro foi incorreta e precipitada. Foi precipitada, pois os debates em relação à teoria e seus pressupostos não foram realizados de forma correta ou não ocorreram, e foi considerada incorreta pelo fato de o regime de metas de inflação não ter mostrado, de forma sólida, a capacidade de causar o efeito da queda da taxa de inflação. Além disso, subutiliza a política monetária, que poderia servir de meio para alcançar outros objetivos, como crescimento econômico e queda da taxa de desemprego.

Neste capítulo foi abordado o regime de metas de inflação no Brasil, os antecedentes do regime de metas, a trajetória da inflação e as vantagens e desvantagens de sua implementação. Constatou-se que a economia brasileira

possui um histórico de problemas com a inflação, desde a década de 1960. As décadas seguintes são marcadas por altas taxas de inflação, que só foram apresentar queda significativa com o lançamento do Plano Real.

Entretanto, a utilização do câmbio como âncora nominal se esgotou, resultando em uma crise cambial no ano de 1999. Neste sentido o regime de metas foi adotado, e a inflação passou a ser a âncora nominal. A inflação baixou durante o regime de metas e as metas foram cumpridas na maioria dos anos. Apesar do relativo sucesso, em relação a inflação, existem críticas a sua implementação no Brasil. O capítulo apresentado, cumpre com o objetivo de apresentar a forma de operacionalização do regime de metas no Brasil, assim como, seus antecedentes e suas vantagens e desvantagens.

## CONCLUSÃO

A economia brasileira apresentou, desde a década de 1960 até a metade dos anos 1990, problemas relacionados à inflação. Diversos planos foram utilizados com o objetivo de baixar os níveis inflacionários e estabilizar a economia, mas foi somente após a implementação do Plano Real que a inflação teve queda efetiva. O esgotamento da utilização da taxa de câmbio como âncora nominal levou o Brasil a uma crise cambial no ano de 1999. Neste contexto, o Brasil adotou o regime de metas de inflação, em que a inflação se torna a âncora nominal.

O regime de metas de inflação no Brasil foi implementado no dia 21/06/1999, conforme o Decreto nº 3088 e a Resolução nº 2614 do Conselho Monetário Nacional de 30/06/1999. Este trabalho teve como objetivo apresentar o regime de metas de inflação no Brasil, do período de 1999 até 2020. Como objetivos secundários, buscou abordar o seu arcabouço teórico, suas experiências internacionais e as vantagens e as desvantagens de implementação.

No desenvolvimento do primeiro capítulo, foram apresentadas as teorias que compõem o arcabouço teórico do regime de metas. Em seguida, foram demonstradas as formas de operacionalização do regime de metas. Observou-se que o arcabouço teórico é baseado no Novo Consenso Macroeconômico, baseado nas teorias da neutralidade da moeda, curva de Phillips, taxa natural de desemprego, Banco Central independente, regime de câmbio flexível e regra de Taylor. A forma de operação do regime de metas de inflação pode variar, em que, o desenho institucional depende da estratégia de cada país. Se o país busca uma resposta imediata, de credibilidade e de resultados, a implementação de um regime de metas mais rígido, traria um desempenho mais acertado para esta situação. O contrário é verdadeiro, se o país não tem necessidade da resposta imediata, pode optar por um regime mais flexível.

As evidências internacionais e as principais vantagens e desvantagens do regime de metas foram apresentadas no terceiro capítulo. Foram escolhidos alguns países para demonstrar o desenvolvimento do regime de metas. Os países

escolhidos, Nova Zelândia, Canadá, Reino Unido, Chile, México e África do Sul, apresentaram queda na taxa de inflação após a implementação do regime de metas e, na maioria das vezes, a taxa de inflação ficou dentro da meta estabelecida. Dentro das vantagens, destacam-se a queda nos níveis de inflação, o aumento de credibilidade, a influência positiva nas expectativas dos agentes e a facilidade de compreensão por parte do público. Entre as desvantagens e críticas, os autores citados destacam as inconsistências teóricas, as altas taxas de juros, o crescimento econômico baixo, a exposição a ataques especulativos e a falta de evidências de efetividade do regime.

O capítulo 4 apresentou o regime de metas de inflação no Brasil. Em um primeiro momento, foi exposta a trajetória da inflação até o ano de implementação do regime de metas. Constatou-se que a economia brasileira convivia com um histórico de inflação alta desde a década de 1960 até a implementação do Plano Real. Após a implementação do plano real a inflação caiu, entretanto, a utilização da taxa de câmbio como âncora nominal, teve impacto importante nas reservas internacionais. A queda significativa de reservas internacionais resultou na crise cambial de 1999 e na flutuação do câmbio. A utilização de uma nova âncora nominal era evidente, dado que o regime monetário de metas cambiais não se mostrou suficiente para atender as demandas da economia brasileira, sendo implementado o regime de metas de inflação.

Ao verificar o regime de metas no Brasil, notou-se que as taxas de inflação baixaram e, na maioria do tempo, as taxas de inflação ficaram dentro da meta, assim como nos países apresentados no capítulo 3. No período de 1995 até 1998, na década de 2000 e na década de 2010, as taxas de inflação foram, respectivamente, 9,71%, 6,66% e 5,85, demonstrando que a taxa de inflação caiu com o tempo. Os únicos anos em que a taxa de inflação ficou fora do intervalo da meta foram 2001, 2002, 2003, 2015 e 2017, requerendo cartas explicativas do Banco Central. As explicações passaram pelos fatores que influenciaram a depreciação cambial e as altas dos preços administrados. Deve-se destacar que o único ano em que a taxa de inflação ficou abaixo do limite inferior da meta de inflação foi em 2017.

Portanto, pode-se concluir que o regime de metas de inflação cumpriu o seu papel de manter a inflação dentro de uma meta determinada pelo governo. Comprova-se, tanto no Brasil como nos países analisados, que a inflação caiu e que as taxas de inflação se mantiveram dentro da meta. Entretanto, há controvérsias em relação à sua eficácia, segundo a qual os autores descrevem que a política macroeconômica é subutilizada, podendo o regime de metas ser um limitador, entre outros pontos já apresentados. No Brasil, durante os 21 anos de utilização do regime de metas, em 16 oportunidades a taxa de inflação ficou dentro da meta. Assim, considera-se que o regime de metas obteve êxito em seu propósito.

## REFERÊNCIAS

ARESTIS, Philip; PAULA, Luiz Fernando; FERRARI-FILHO, Fernando. **A nova política monetária**: uma análise do regime de metas de inflação no Brasil. *Economia e Sociedade*, [S.l.], v. 18, n. 1, p. 1-30, jan. 2006. Disponível em: <<http://periodicos.sbu.unicamp.br/ojs/index.php/ecos/article/view/8642766>>. Acesso em: 20 ago. 2016.

ARAUJO, Assilio Luiz Zanella. Avaliação Crítica Do Regime De Metas De Inflação A Partir De Uma Ótica Pós-Keynesiana. **Revista análise econômica**, Porto Alegre, ano 31, n. 60, p. 149-173, setembro 2013. Disponível em: <<https://seer.ufrgs.br/AnaliseEconomica/article/view/26176>>. Acesso em: 16/11/2021.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **2001 – Carta Aberta**. 16 de janeiro de 2002. Disponível em: <[https://www.bcb.gov.br/content/controleinflacao/controleinflacao\\_docs/carta\\_aberta/carta2001-2000-1999.pdf](https://www.bcb.gov.br/content/controleinflacao/controleinflacao_docs/carta_aberta/carta2001-2000-1999.pdf)>. Acesso em: 16/11/2021.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **2002 – Carta Aberta**. 21 de janeiro de 2003. Disponível em: <[https://www.bcb.gov.br/content/controleinflacao/controleinflacao\\_docs/carta\\_aberta/carta2002.pdf](https://www.bcb.gov.br/content/controleinflacao/controleinflacao_docs/carta_aberta/carta2002.pdf)>. Acesso em: 16/11/2021.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **2003 – Carta Aberta**. 19 de fevereiro de 2004. Disponível em: <[https://www.bcb.gov.br/content/controleinflacao/controleinflacao\\_docs/carta\\_aberta/carta2003.pdf](https://www.bcb.gov.br/content/controleinflacao/controleinflacao_docs/carta_aberta/carta2003.pdf)>. Acesso em: 16/11/2021.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **2015 – Carta Aberta**. 8 de janeiro de 2016. Disponível em: <[https://www.bcb.gov.br/content/controleinflacao/controleinflacao\\_docs/carta\\_aberta/carta2015.pdf](https://www.bcb.gov.br/content/controleinflacao/controleinflacao_docs/carta_aberta/carta2015.pdf)>. Acesso em: 16/11/2021.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **2017 – Carta Aberta**. 10 de janeiro de 2018. Disponível em: <[https://www.bcb.gov.br/content/controleinflacao/controleinflacao\\_docs/carta\\_aberta/carta2017.pdf](https://www.bcb.gov.br/content/controleinflacao/controleinflacao_docs/carta_aberta/carta2017.pdf)>. Acesso em: 16/11/2021.

Banco Central do Brasil, 2021. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/controleinflacao/historicometas>>. Acesso em: 16/11/2021.

Banco Central do Canadá, 2020. Disponível em: <<https://www.bankofcanada.ca/2020/08/understanding-inflation-targeting/>>. Acesso em: 17/10/2021.

BERNANKE, Ben S; MISHKIN, Frederic S. Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?. **Journal of Economic Perspectives**, 1997, v11 (2, Spring),

97-116. Disponível em: <<https://www.nber.org/papers/w5893>>. Acesso em: 16/11/2021.

CARVALHO, F. J. C. **Temas De Política Monetária Keynesiana**. Ensaios FEE, Porto Alegre, (15) 1:33-61, 1994. Disponível em: <<http://revistas.fee.tche.br/index.php/ensaios/article/view/1668/2037>>. Acesso em: 30 de ago. 2016.

CARVALHO, F. J. C. **Uma Contribuição ao Debate em torno da Eficácia da Política Monetária e Algumas Implicações para o Caso do Brasil**. *Revista de Economia Política*, vol 25, nº 4 (100), pp. 323-336 outubro-dezembro/2005. Disponível em: <[http://www.scielo.br/scielo.php?pid=S0101-31572005000400001&script=sci\\_arttext&tlng=pt](http://www.scielo.br/scielo.php?pid=S0101-31572005000400001&script=sci_arttext&tlng=pt)>. Acesso em: 20 de ago. 2016.

CORDEN, W. Max. **Regimes e Políticas Cambiais: Uma Visão Geral**. *Revista de Economia Política*, vol. 21, nº 3 (83), pp. 471-488, julho-setembro/2001. Disponível em: <<https://www.scielo.br/j/rep/a/65c7QqddFd7qWCSqxxdsySp/?format=pdf&lang=pt>>. Acesso em: 16/11/2021.

COUTO, Ana Cristina Lima et al. **O Regime de Metas de Inflação No Brasil: características e algumas críticas aos seus principais fundamentos**. *O regime de metas de inflação no Brasil: características e algumas críticas aos seus principais fundamentos*. *A Economia Em Revista - AERE*, 18(2), p. 85-98. Disponível em: <<https://periodicos.uem.br/ojs/index.php/EconRev/article/view/50723>>. Acesso em: 16/11/2021.

CORAZZA, Gentil; KREMER, Rodrigo Leite. **Friedman e o Monetarismo: a velha teoria quantitativa da moeda e a moderna escola monetarista**. *Análise econômica*. Porto Alegre. Vol. 21, n. 40 (set. 2003), p. 65-87. Disponível em: <<https://lume.ufrgs.br/handle/10183/25307>>. Acesso em: 16/11/2021.

FREITAS, Cristina Penido. **Banco Central Independente e coordenação das políticas macroeconômicas: lições para o Brasil**. *Economia e Sociedade*, [S.l.], v. 15, n. 2, p. 269-293, jan. 2016. Disponível em: <<http://periodicos.sbu.unicamp.br/ojs/index.php/ecos/article/view/8642916>>. Acesso em: 20 ago. 2016.

FROYEN, R. T. **Macroeconomics theoris & policies**. São Paulo: Saraiva, 2008. p. 294.

Gomes, Cleomar; AIDAR, Otávio. **Política Monetária no Brasil: os desafios do regime de metas de inflação**. *Economia-Ensaios, Urbelândia*, 20(1): 45-63, dez. 2005. Disponível em: <<http://www.seer.ufu.br/index.php/revistaeconomiaensaios/article/view/1548/1375>>. Acesso em: 30 nov. 2016.

GIAMBIAGI, Fábio; MATHIAS, Alexandre; VELHO, Eduardo. **O Aperfeiçoamento do Regime de Metas de Inflação no Brasil**. IPEA, TEXTOS PARA DISCUSSÃO, Rio de Janeiro, maio 2006 Disponível em:

<[https://www.ipea.gov.br/portal/index.php?option=com\\_content&view=article&id=4781](https://www.ipea.gov.br/portal/index.php?option=com_content&view=article&id=4781)>. Acesso em: 16/11/2021.

JUNIOR, Rudinei Toneto; BIONDI, Roberta Loboda. **Regime de Metas Inflacionárias: Os Impactos Sobre O Desempenho Econômico Dos Países**. Estado Economia, São Paulo, V. 38, N. 4, P. 873-903, Outubro/Dezembro 2008. Disponível em:

<<https://www.scielo.br/j/ee/a/CfFYkFSZRKbSCfFsdpw7rtx/?lang=pt#ModalDownload>>. Acesso em 16/11/2021.

KEYNES, J. M. **The General Theory of Employment, Interest and Money (1936)**. Lisboa: Relógio D'Água, 2010. 392 p.

LOPES, Mariana de Lourdes Moreira; MOLLO, Maria de Lourdes Rollemberg; COLBANO, Fabiano Silva. **Metas de inflação, regra de Taylor e neutralidade da moeda: uma crítica pós-keynesiana**. Revista de Economia Política, v. 32, n. 2 (127), pp. 282-304, abril-junho/2012. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/rep/v32n2/v32n2a08.pdf> >. Acesso em: 01 dez. 2016.

MENDONÇA, Helder Ferreira de. **A Teoria da Independência do Banco Central: Uma Interpretação Crítica**. Estado Economia, São Paulo, V. 30, N. 1, P. 101-127, JANEIRO-MARÇO 2000. Disponível em: <<https://www.revistas.usp.br/ee/article/download/117611/115308/216807>>. Acesso em: 16/11/2021.

MIKHAILOVA, Irina; PIPER, Denise. Novo Consenso Macroeconômico E Sua Crítica Keynesiana: Retomada de Velhos Debates ou Nova Síntese?. **Revista Estudos do CEPE**, Santa Cruz do Sul, n35, p.28-54, jan./jun. 2012. Disponível em: < <https://online.unisc.br/seer/index.php/cepe/article/view/2522> >. Acesso em: 16/11/2021.

MUNHOZ, Dercio Garcia. **Inflação Brasileira Os Ensinos Desde A Crise Dos Anos 30**. Economia Contemporânea, Rio de Janeiro Nº 1 JAN.– JUN. DE 1997. Disponível em: <<https://revistas.ufrj.br/index.php/rec/article/view/19574/11339>>. Acesso em: 16/11/2021.

NEVES, André Lúcio; OREIRO, José Luis. **O Regime de Metas de Inflação: uma abordagem teórica**. Ensaios FEE, Porto Alegre, v. 29, n. 1, p. 101-132, jun. 2008. Disponível em: <<http://revistas.fee.tche.br/index.php/ensaios/article/viewFile/2164/2548>>. Acesso em: 13 jun. 2017.

PELICIONI, Luis Alberto; RESENDE, Marco Flávio da Cunha. Metas de Inflação, Política Monetária e Investimento: um estudo para dezessete países. **Revista de Economia Política**, vol. 29, n. 3 (115), PP. 71-92, julho-setembro/2009. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/rep/v29n3/a05v29n3.pdf> >. Acesso em: 30 nov. 2016.

RAMPON, Edson. **Inflação, Produto e Emprego: Uma Avaliação Do Regime De Metas De Inflação No Brasil (1999-2014)**. 2015. 105 f. Dissertação (Mestrado em



Economia) – Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Faculdade de Ciências Econômicas, Programa de Pós-Graduação em Economia, Porto alegre, 2015.

ROCHA, Marcos; CURADO, Marcelo. Metas De Inflação E Volatilidade Cambial: Uma Experiência Internacional Com Painel-Garch. **Revista de Economia Contemporânea**, Rio de Janeiro, v.15, n. 2, p. 342-361, mai-ago/2011. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/rec/v15n2/06.pdf>>. Acesso em: 01 dez. 2016.

SARAIVA, Paulo José; PAULA, Luiz Fernando de. Novo Consenso Macroeconômico e Regime de Metas de Inflação: algumas implicações para o Brasil. **Revista Paranaense de Desenvolvimento**, Curitiba, v.36, n.128, p.19-32, jan./jun. 2015. Disponível em: < <http://www.luizfernandodepaula.com.br/ups/novo-consenso-macroeconomico-e-regime-de-metas-de-inflacao-revista-ipardes.pdf>>. Acesso em: 16/11/2021.

SOARES, Fernando Antônio Ribeiro. **Da Formação às Fases da Âncora Cambial no Brasil: Uma Perspectiva Histórica Do Plano Real**. Economia e Desenvolvimento, Recife (PE), v. 9, n. 1, p. 31-78, 2010. Disponível em: < <https://periodicos.ufpb.br/index.php/economia/article/view/9117/4824>>. Acesso em: 16/11/2021.

SICSÚ, João. Teoria e Evidências do Regime de Metas de Inflação. **Revista de Economia Política**, vol. 2, nº 1 (85), janeiro-março/2002. Disponível em: <<http://www.rep.org.br/PDF/85-2.PDF>>. Acesso em: 19 dez. 2016.

SILVA, Maria Luiz Falcão. Plano Real e âncora cambial. **Revista de Economia Política**, vol. 22, nº 3 (87), pp. 387-407, julho-setembro/2002. Disponível em: < <https://www.scielo.br/j/rep/a/PbxtzNVZvNwcVcRVfdJqkgj/?lang=pt&format=pdf>>. Acesso em: 16/11/2021

STRACHMAN, Eduardo (2013). **Metas de Inflação no Brasil (1999-2012): Uma análise institucional**. Ensaios FEE, v. 34, n 2, p 407-438.