



## Bráulio Borges

Pesquisador associado do FGV IBRE e economista da LCA



## Ponto de Vista

# Metas contínuas: mais um avanço, mas ainda é preciso mais

A despeito da existência de diversos argumentos técnicos em favor de uma meta de inflação mais alta para o caso brasileiro, e da pressão do presidente Lula para revisar essa meta para cima, o Conselho Monetário Nacional (CMN) optou, em junho de 2023, por reafirmar o alvo numérico de 3% a.a. para 2024, definido em meados de 2021, e indicou que o Brasil adotaria a sistemática de meta contínua de inflação a partir de 2025.

Somente um ano depois, em junho de 2024, foi publicado o Decreto nº 12.079 definindo com maior detalhamento como funcionará essa nova sistemática. Com efeito, a partir do ano que vem, a apuração do cumprimento das metas de inflação não levará mais em conta o ano-calendário, e sim desvios da inflação acumulada em 12 meses ante as metas que sejam observados de forma consecutiva por 6 meses. Esses desvios serão calculados já se levando em conta o intervalo de metas, que atualmente contempla uma oscilação da inflação em +/-1,5 ponto percentual ante a meta central.

Outra novidade no decreto foi a definição de que a meta e os intervalos terão que ser estipulados pelo CMN com uma antecedência mínima de 36 meses para sua aplicação. Além de conferir maior previsibilidade para os agentes econômicos, isso também está alinhado com as próprias estimativas mais recentes do Banco Central do Brasil quanto às defasagens de atuação da política monetária: na inflação de serviços, os efeitos máximos de choques monetários no Brasil tendem a ocorrer somente 9 a 11 trimestres após o choque (conforme aponta um dos *boxes* da edição mais recente do Relatório Trimestral de Inflação).

Caso a inflação desvie do intervalo de metas por 6 meses, o BCB divulgará publicamente as razões do descumprimento por meio de nota no Relatório de Política Monetária (novo nome do Relatório Trimestral de Inflação) e de uma carta aberta ao ministro da Fazenda, que deverão conter: i) descrição detalhada das causas do descumprimento; ii) as medidas necessárias para assegurar o retorno da inflação aos limites estabelecidos; e iii) o prazo esperado para que as medidas surtam efeito.

Essa mudança foi interpretada por boa parte dos analistas como um importante avanço institucional do sistema de metas de inflação brasileiro, que, recentemente, completou 25 anos. De fato, essa nova sistemática confere maior flexibilidade para a atuação da política monetária, algo que parece ser cada vez mais necessário em um mundo no qual as mudanças climáticas parecem gerar choques de oferta desfavoráveis mais frequentes e intensos sobre os países.

Ademais, essa maior flexibilidade também permite que o BCB gerencie

---

Assim como outras políticas públicas, a política monetária também deve ser alvo de avaliação constantemente, até mesmo por conta de suas interações com a sustentabilidade fiscal

---

melhor o cumprimento de seus dois objetivos, que podem ser conflitantes no curto prazo: “estabilidade de preços” (inflação nas metas) e “suavizar as flutuações do nível de atividade econômica e fomentar o pleno emprego”. Não custa lembrar que esse segundo objetivo, que é secundário, foi introduzido em 2021, no âmbito da Lei Complementar nº 179, a qual conferiu maior autonomia operacional para a autoridade monetária – mudanças essas que também representaram um importante avanço institucional.

Todas as mudanças listadas são bem-vindas, assim como algumas outras, tais como o aumento da transparência da política monetária (*vide* a divulgação frequente dos detalhes dos principais modelos de previsão da inflação, bem como das estimativas de variáveis não observáveis), o fim das reuniões fechadas com participantes do mercado e o aprimoramento do sistema Focus de coleta de expectativas junto ao mercado financeiro (que em breve ganhará a companhia do Firmus, com expectativas do “setor real”).

Contudo, ainda há muito o que aprimorar. Muito se vem discutindo sobre a proposta de emenda constitucional que daria autonomia financeira para o BCB (PEC 65/2023), mas há vários outros pontos que deveriam ser endereçados previamente ou conjuntamente a essa proposta, em minha avaliação. Afinal, maior liberdade deve vir acompanhada de maior responsabilidade e prestação de contas (*accountability*).

Por exemplo: a despeito do objetivo secundário introduzido em 2021, o BCB continua não divulgando suas projeções para o hiato do produto – algo que seria necessário para avaliar a aderência da autoridade monetária ao cumprimento do “mandato *dual light*”. Ainda nessa questão do duplo mandato, seria importante que o BCB também explicasse, no Relatório de Política Monetária, as razões por trás do desvio do PIB efetivo e/ou da taxa de desemprego ante os níveis potenciais dessas variáveis.

Aliás, não custa lembrar que, assim como outras políticas públicas, a política monetária também deve ser alvo de avaliação constantemente, até mesmo por conta de suas interações com a sustentabilidade fiscal: uma política monetária excessivamente frouxa acaba gerando mais inflação (e possivelmente um custo de desinflação maior mais à frente), ao passo que uma política monetária excessivamente apertada gera custos fiscais “desnecessários” (em termos de juros nominais incidentes sobre o estoque da dívida), além de manter a economia operando abaixo do que poderia (algo que também rebate negativamente no fiscal, tanto no resultado primário como na relação dívida/PIB). Embora boa parte dos analistas do mercado tenha uma

visão “assimétrica” dessa questão (uma Selic excessivamente alta ante alguns referenciais de juros adequados apontados por regras de Taylor muitas vezes até é comemorada), isso não deveria ser assim, até mesmo porque o resultado teórico conhecido como “divina coincidência” (inflação na meta sendo sinônimo de economia no pleno emprego em cada momento do tempo) não se sustenta no mundo real.

Em contraste com boa parte dos demais BCs que operam sob o regime de metas de inflação mundo afora, nosso BCB não publica projeções para os núcleos de inflação – algo que permitiria aquilatar o sinal, a magnitude e a persistência dos choques de oferta contemplados nas projeções oficiais de inflação. O BCB também não revela de forma clara algumas das premissas numéricas utilizadas em seus cenários, tais como o impulso fiscal sobre a demanda agregada e os preços internacionais de algumas *commodities*, entre algumas outras.

Ainda na seara da “transparência”, seria interessante que o BCB emulasse o Federal Reserve norte-americano, que divulga o chamado *Tealbook* (antigo *Green book*). Essa publicação revela ao público, com uma defasagem de 5 anos, todos os detalhes das discussões e projeções que antecederam cada um dos encontros de política monetária.

Também há a velha questão das “portas giratórias”: hoje os diretores que se desligam do BCB são obrigados a cumprir uma quarentena de 6 meses, prazo curto à luz da experiência internacional. Ricardo Barboza e Maurício Furtado, em Texto para Discussão do FGV IBRE publicado em junho de 2022, defendem que seja replicado no Brasil o modelo adotado no Banco Central Europeu (BCE), em

---

Em contraste com boa  
parte dos demais BCs que  
operam sob o regime de  
metas de inflação mundo  
afora, nosso BCB não  
publica projeções para os  
núcleos de inflação

---

que os integrantes da diretoria devem cumprir quarentena de 2 anos, independente do tempo de permanência na autoridade monetária.

Barboza e Furtado também defendem que o BCB adote reavaliações periódicas previamente definidas do sistema de metas de inflação – a cada 4 ou 5 anos, por exemplo –, emulando algo que passou a ser feito pelo Federal Reserve e pelo BCE.

Por fim, voltando ao tema que foi apontado no primeiro parágrafo deste texto, sobre a definição de metas. Eu e meu colega, Ricardo Barboza, escrevemos um longo texto no blog do IBRE, publicado em fevereiro de 2023, elencando diversos aspectos teóricos e empíricos que deveriam ser levados em conta no processo de definição das metas brasileiras, as quais não necessariamente deveriam convergir para os níveis já adotados por outros países emergentes (ao menos neste momento). O processo de redução das metas brasileiras, de 4,5% para 3% entre 2018 e 2023, não levou em conta vários desses aspectos, parti-

cularmente os achados do professor da FGV EPGE, Aloísio Araújo (em coautoria com Vitor Costa, Paulos Lins, Rafael Santos e Serge de Valk), que apontam uma inflação ótima para o caso brasileiro de cerca de 4,5% a.a. agora (podendo eventualmente caminhar para 3% a.a. caso o quadro de fragilidade fiscal seja superado).

Nesse contexto, sugiro a leitura de um *paper* publicado no começo de junho, “The optimal inflation target”, de autoria de Klaus Adam e Henning Weber, que fará parte do *Handbook of inflation* organizado por Guido Ascari e Ricardo Trezzi.

Os autores elencam uma série de fatores que deveriam ser levados em conta na definição numérica da meta de inflação ótima, tais como: i) questões envolvendo ganhos de produtividade e melhoria de qualidade dos produtos não contabilizadas nos índices de preços; ii) o chamado *zero lower bound* para a taxa de juros nominal (em um contexto no qual diversos trabalhos continuam apontando tendência de queda dos juros reais de equilíbrio no mundo nas próximas décadas, como é o caso de um *paper* recém-lançado, “Demographics and real interest rates across countries and over time”, de Carvalho *et al.*); iii) rigidez para baixo de salários nominais; iv) impactos da transição energética sobre a meta ótima de inflação; v) desvios das expectativas racionais; entre alguns outros. Eles documentam que, conforme os trabalhos acadêmicos passaram a incorporar esses novos elementos, os valores sugeridos como meta ótima para as economias avançadas transitaram de níveis negativos ou zerados (até 2010, aproximadamente) para valores claramente positivos, entre 2% e 4%, nos trabalhos mais recentes. ■

# ESTUDE NA MELHOR EDUCAÇÃO EXECUTIVA DO PAÍS.

PRESENCIAL

BLENDED

LIVE

ONLINE

Em um mercado em constante evolução, a demanda por profissionais altamente qualificados é evidente. Os cursos de MBA da FGV oferecem excelência, inovação e flexibilidade de ensino.

Expandir seu networking com especialistas de alto nível e adicionar ao seu currículo quem é referência reconhecida em todo o mundo.

Escolha uma carreira sem fronteiras e **garanta um futuro brilhante.**

SAIBA MAIS E INSCREVA-SE: [fgv.br/mba](http://fgv.br/mba)

**MBA FGV**  
É MAIS QUE MBA. É FGV.