



## Nelson Marconi

Professor adjunto da Escola de Administração de Empresas de São Paulo (FGV EAESP) e coordenador do Centro de Estudos do Novo Desenvolvimento



# Por uma meta de inflação de 4%

Em meu último artigo nesta *Conjuntura Econômica*, argumentei que a inflação de serviços é bastante rígida para baixo, bem como ainda existem importantes regras de indexação, formais e informais, que dificultam a redução da inflação para 3% como requer a meta existente.<sup>1</sup> Em artigo com um grupo de economistas, também defendemos a correção da meta atual para 4%, que é compatível com a realidade da estrutura de preços da economia brasileira.<sup>2</sup> Neste artigo, volto ao tema para reforçar o argumento.

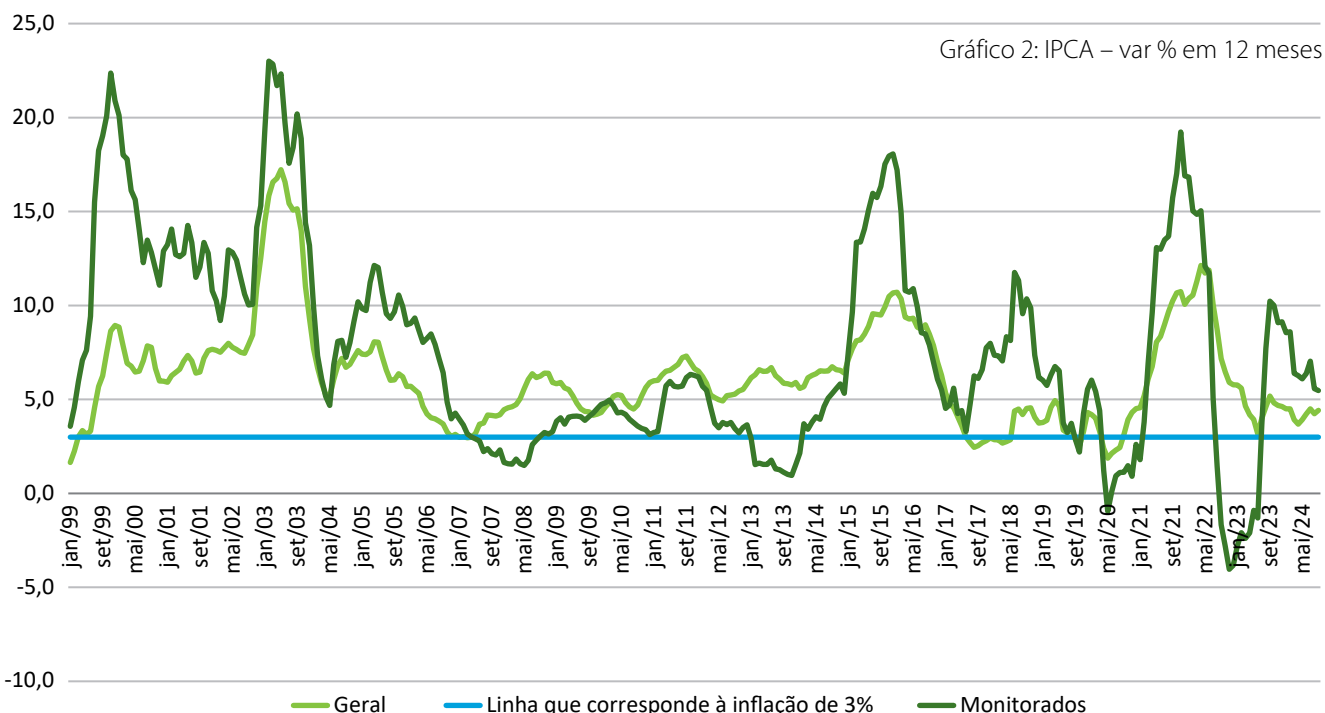
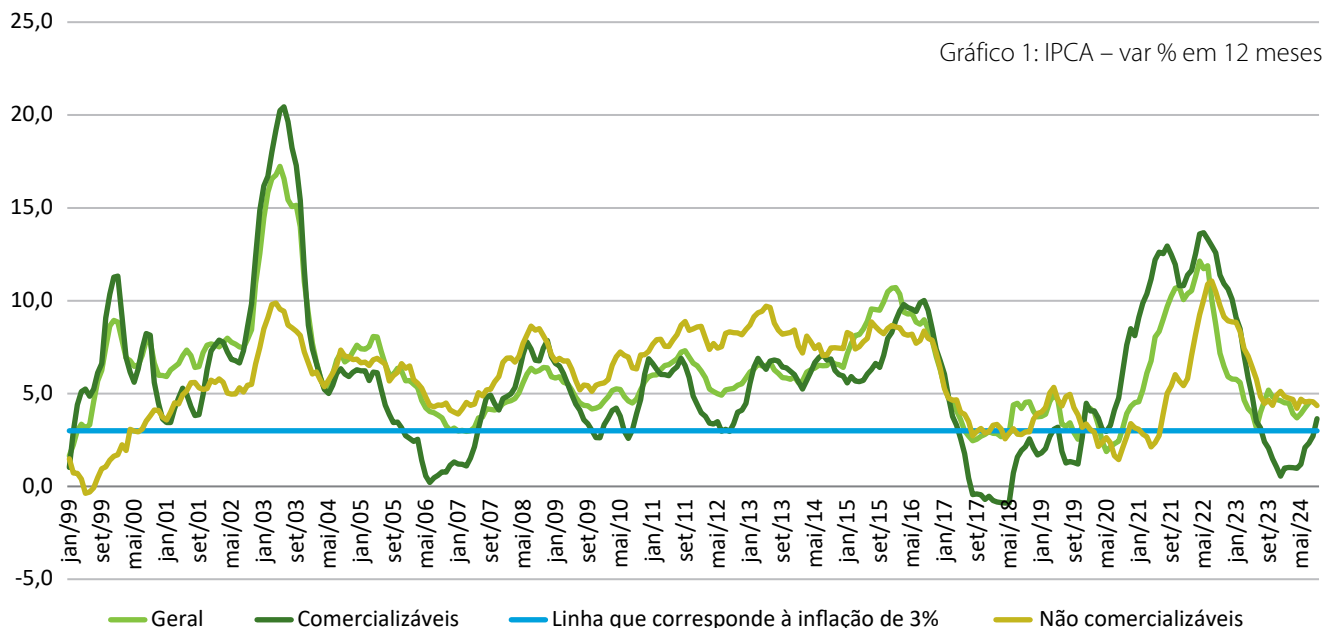
São pouquíssimos os períodos em que a inflação brasileira foi reduzida ao patamar de 3% desde que o regime de metas foi criado e, quando isso ocorreu, as variações de preços dos produtos comercializáveis foram cruciais para registrarmos esse comportamento (à exceção de 2020), como demonstram os gráficos 1 e 2. Os preços dos não comercializáveis, atrelados aos mecanismos de indexação, só se situaram próximos ou abaixo deste patamar quando a taxa de desemprego foi consideravelmente elevada, entre 2017 e 2020. Há um custo elevado em reduzir a taxa de inflação para este patamar – no caso dos não comercializáveis, relacionado ao emprego e, no caso dos comercializáveis,

muitas vezes associado à valorização da moeda (para os monitorados, os fatores estão mais ligados aos preços de combustíveis e energia e também a mecanismos de indexação).

A elevação da meta pode soar como proposta conivente com uma taxa de inflação alta, mas na verdade é o contrário; seria também mais realista e incorreria em menores custos para a economia brasileira. Certamente não seria tranquilo fazê-lo; o regime de metas possui um forte componente de expectativas e, uma vez estabelecida determinada meta de inflação, é muito difícil elevá-la sem custos de informação ou reputação. Mas seria necessário corrigir um erro anterior que, à primeira impressão, parece uma tecnicidade, mas não é; a meta de 3% está impedindo um crescimento maior de nossa economia, pressionando o cenário fiscal e, a médio prazo, a própria inflação. É melhor corrigir agora que posteriormente remediar os custos do descasamento entre a meta e a realidade da inflação brasileira. E será melhor para o próprio comportamento das expectativas inerente ao regime de metas. Explico a seguir.

Dada a rigidez de preços de não comercializáveis e as regras de reajuste de monitorados, bem como as restrições

### Gráficos 1 e 2: Inflação geral e dos bens e serviços comercializáveis, não comercializáveis e monitorados



Fontes: IBGE e Banco Central.

de oferta para alimentos e energia no quadro atual de deterioração climática, nossa inflação só atingiria o patamar de 3% a um custo social elevado, ou em decorrência de uma considerável apre-

ciação da moeda, com os decorrentes efeitos já conhecidos. Não parece que o governo irá optar por esse caminho. Logo, a distância entre a meta e a inflação observada permanecerá, neste

cenário, oscilando em torno de um ponto percentual; em função da institucionalidade de nosso regime de combate à inflação, o Copom deverá manter a taxa de juros no patamar atual. O

custo de rolagem da dívida aumentará, pressionando a taxa de câmbio e a inflação na direção ascendente via preços dos comercializáveis. O efeito final corresponderia ao oposto do preconizado pela adoção de uma meta menor de inflação, incluindo uma piora nas expectativas.

Mas e a situação fiscal? De fato, o governo vem praticando uma política fiscal expansionista, em parte, por mais estranho que conceitualmente possa parecer, para compensar a política monetária contracionista. Mas o comportamento do resultado fiscal, ainda que deva certamente pressionar a demanda agregada, não parece ter sido preponderante para determinar a inflação em nossa economia. O gráfico 3 mostra o comportamento do saldo primário do Tesouro comparado à inflação des-

de o início do regime de metas. Não vemos correlação entre as duas séries de dados; mesmo quando obtivemos superávits elevados, a inflação oscilou bastante; e caiu durante a contração econômica observada durante a pandemia, quando o déficit primário do Tesouro Nacional foi o maior de todo o período observado.

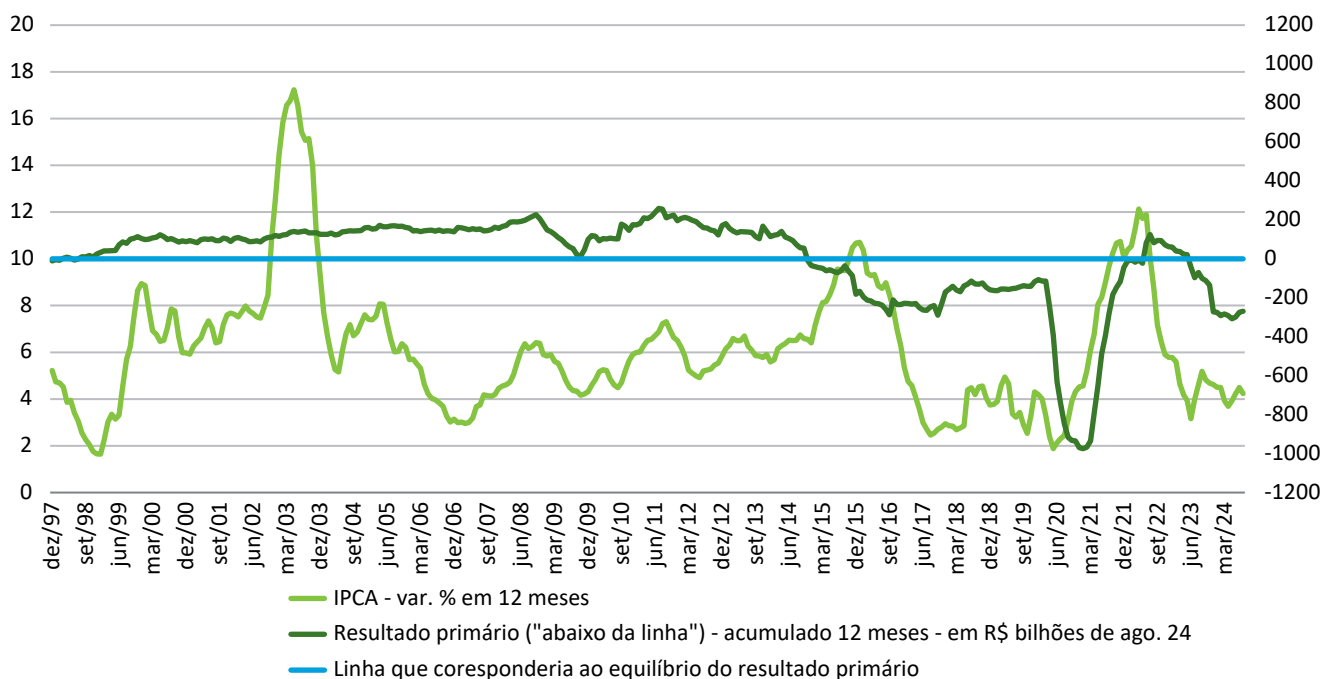
Por outro lado, vemos uma correlação mais significativa entre a taxa de câmbio e a inflação, conforme esperado (ver gráfico 4). O efeito das variações cambiais sobre o preço dos comercializáveis é significativo, e foi esta a classe de bens e serviços determinante para levar a inflação ao patamar de 3% em alguns momentos, conforme vimos no início do texto. Mas queremos sofrer novamente os efeitos prejudiciais da valorização da moeda sobre nossa já

debilitada estrutura produtiva? Penso que não deveríamos.

O nível da taxa de câmbio é afetado pelos fluxos comerciais e, estruturalmente, pela doença holandesa, mas também pelos movimentos financeiros, e estes últimos por sua vez são influenciados pelo comportamento da dívida pública. O gráfico 5 mostra que na maior parte do período observado, a correlação entre dívida pública e taxa de câmbio foi elevada, perdendo relevância apenas no passado recente.

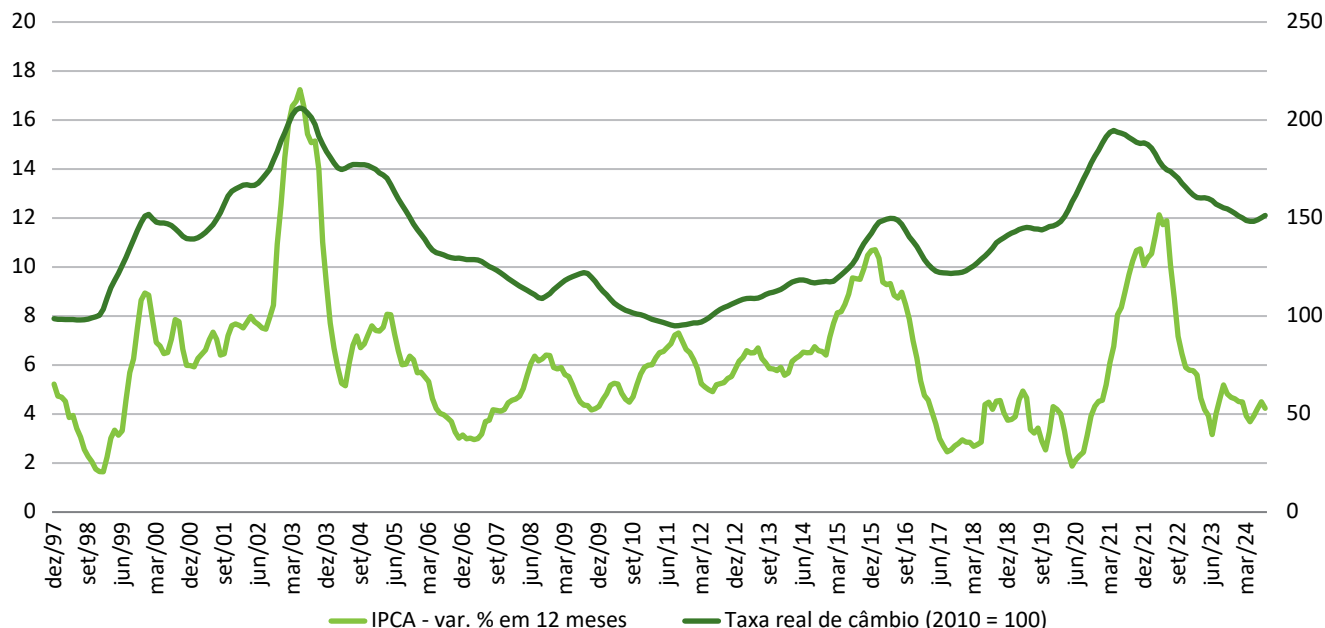
A evolução da dívida pública, por sua vez, não depende apenas do resultado primário, mas também da despesa com juros, isso é, depende do resultado geral das contas públicas – o chamado resultado nominal. E assim se fecha o ciclo. Juros mais altos significam maior dívida pública, que

**Gráfico 3: Inflação em 12 meses, em % (eixo da esquerda) e resultado primário do Tesouro Nacional (eixo da direita, em R\$ bilhões de ago. 2024)**



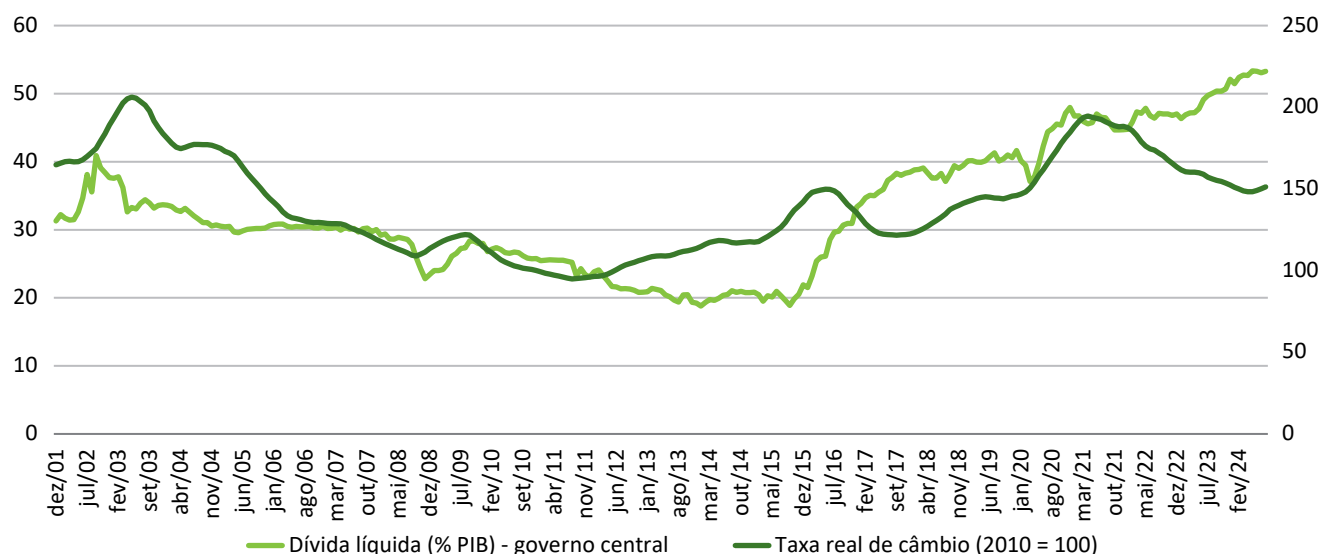
Fontes: IBGE e Secretaria do Tesouro Nacional.

**Gráfico 4: Inflação em 12 meses, em % (eixo da esquerda) e índice da taxa real de câmbio, estimada pelo Ipeadata (eixo da direita, 2010 = 100)**



Fontes: IBGE e Ipeadata.

**Gráfico 5: Dívida líquida do governo central em % do PIB (eixo da esquerda) e índice da taxa real de câmbio, estimada pelo Ipeadata (eixo da direita, 2010 = 100)**



Fontes: Banco Central e Ipeadata.

pressiona a taxa de câmbio e esta, por sua vez, a inflação.

Quando a meta de inflação é irrealista, e obriga o Banco Central, dada nossa institucionalidade, a manter a

taxa de juros elevada, nosso resultado fiscal nominal se deteriora e pressiona a dívida pública, mesmo que o resultado primário seja positivo. O crescimento da dívida pública contribui para elevar

a taxa de câmbio e, por consequência, a inflação. Se no período recente não estamos assistindo a este movimento, é porque os ganhos com o elevado diferencial de juros ainda estão compen-




---

Quando a meta de inflação é irrealista, e obriga o BC, dada nossa institucionalidade, a manter a taxa de juros elevada, nosso resultado fiscal nominal se deteriora e pressiona a dívida pública

---

sando os riscos da evolução da dívida pública, mas a partir de algum patamar de endividamento, esse comportamento se reverterá e teremos uma pressão inflacionária advinda das variações da taxa de câmbio. Será um tiro no pé. A inflação subirá, a taxa de juros em resposta idem, bem como a taxa de câmbio. Chegaremos a uma situação de dominância fiscal, mas não devido ao resultado primário, e sim ao comportamento da despesa com juros.

Isso significa que podemos nos preocupar com o resultado primário? De forma nenhuma! É necessário um ajuste que combine redução nas desonerações, - maior tributação sobre os mais ricos, tanto no fluxo - dividendos – como no estoque - patrimônio, e mudanças nos regimes de contribuição do trabalho, até porque é necessário que as políticas fiscal e monetária sejam compatíveis em vez de contraditórias, como tem sido a tradição da economia brasileira. Mas de nada adianta o equilíbrio das contas primárias se a despesa com

juros for muito elevada e pressionar a dívida... e isso é o que ocorrerá com a permanência da atual meta de inflação.

A alteração da meta para 4% trará maior estabilidade à nossa economia e apenas incorporará as atuais expectativas, que consideram a dificuldade de reduzir a inflação a 3% sem incorrer em custos sociais elevados. Não se trata de aumentar a meta para um patamar maior que o atual, como 5%, mas apenas de reconhecer as características de nossa economia. Essa decisão, se bem explicada e discutida anteriormente, melhorará a saúde fiscal do país e reduzirá as pressões sobre a taxa de câmbio. Paralelamente, deve ser buscada a desindexação de diversos preços e o aprimoramento de nossa infraestrutura, incluindo o investimento em fontes alternativas de energia e a retomada dos estoques reguladores de alimentos, bem como o aumento da produtividade via crescimento do investimento privado. Quando alcançarmos estas condições, poderemos reduzir a meta para 3,5 ou 3%; mas, hoje, esse objetivo é incompatível com nossa realidade e está gerando custos elevados para a economia brasileira. ▣

<sup>1</sup>“Os serviços e a rigidez do patamar inflacionário de 4%”, na *Conjuntura Econômica* de setembro de 2024.

<sup>2</sup>“Carta aberta ao Conselho Monetário Nacional”, publicado na *Folha de S.Paulo* em 15/10/2024. Autores (em ordem alfabética): Carmem Feijó (UFF), Demian Fiocca (FEA/USP), Fernando Ferrari Filho (FCE/UFRGS), Gilberto T. Lima (FEA/USP), Leda Paulani (FEA/USP), Lena Lavinias (IE/UFRJ), Luiz Fernando de Paula (IE/UFRJ), Luiz Gonzaga Belluzzo (IE/Unicamp) e Nelson Marconi (FGV EAESP).

*Nelson Marconi escreve  
a cada bimestre.*