

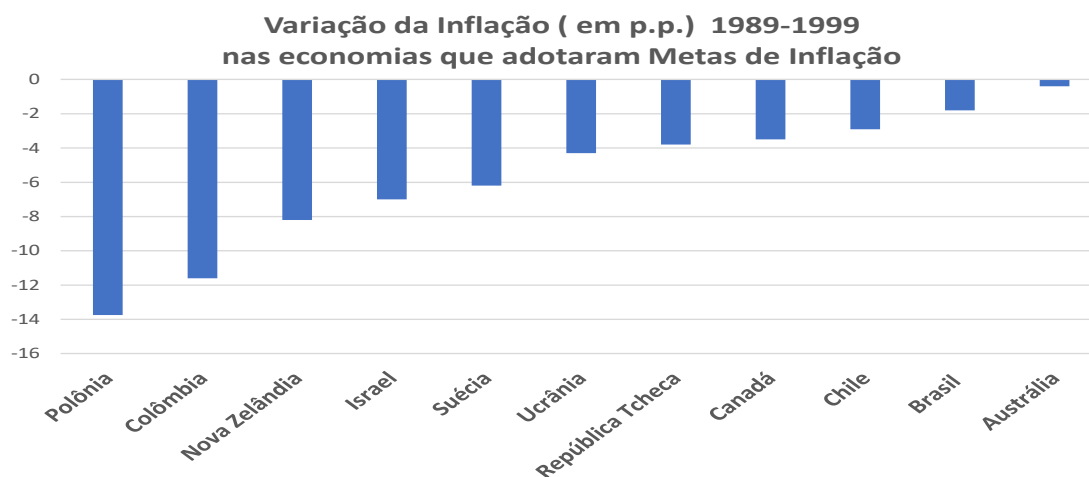
Regime de Metas de Inflação no Brasil pode ser melhorado, sem ser abandonado

A eficácia do regime de metas de inflação (*inflation targeting*) no Brasil vem periodicamente sendo questionada, em particular, na intensidade e na volatilidade do crescimento econômico. Na linha de aperfeiçoamento do regime de metas, essa Nota Técnica tem como objetivo, propor a substituição do atual prazo de cumprimento da meta em doze meses para o horizonte de médio prazo, ou seja, definir uma **Meta Contínua de Médio Prazo**. Além disso, reiteramos a proposta por Giambiagi, F e Velho, E (2004), ou seja, substituir o índice oficial variação do IPCA acumulado em doze meses até dezembro pelo **índice médio do IPCA em doze meses como novo referencial para avaliar o desempenho da gestão da política monetária no Brasil**.

No dia 29 de junho, no mesmo dia em que o Conselho Monetário Nacional decidiu por definir o regime de Meta Contínua, foi publicado uma matéria no Jornal Valor Econômico referente ao estudo da JF Trust sobre o Aperfeiçoamento do Regime de Metas. <https://jftrust.com.br/artigoemidia/sistema-de-metas-e-eficaz-mas-pode-melhorar-diz-estudo/163>

Nos últimos anos, foram realizados diversos estudos sobre os aspectos operacionais e os impactos da adoção do regime de metas de inflação sobre as variáveis de uma determinada economia. O que pode apontar é que a maioria dos estudos encontram um impacto moderado ou misto.

Desde a sua implementação, avaliamos que não se pode negar que os resultados do regime de *inflation targeting* foram positivos em vários aspectos, independente do questionamento recente. Na primeira economia a adotar a meta - a Nova Zelândia no final da década de 80 – sua inflação anualizada passou de 12% para 3% a.a. em um prazo relativamente rápido, após três anos de sua implementação. Outros países de renda per capita elevada também adotaram rapidamente, como, Austrália, Reino Unido e Suécia - seguidos em rápida sucessão. Nos anos 90, várias economias emergentes seguiram o caminho, como o Chile, Brasil, Polônia etc.



Fonte: FMI, Bancos Centrais Elaboração: JF Trust

Os números apontam que as taxas médias de inflação nos 3 anos dos onze primeiros países que adotaram o regime de metas, recuaram em comparação com suas taxas médias de inflação dos três anos anteriores à adoção. Há publicações (Bernanke et al., 2000, Mishkin, 2002, Rei, 2002) que ressaltam a redução da volatilidade, a maior estabilidade inflacionária e melhor desempenho do crescimento econômico nos países que resolveram implementar o regime de metas.

Há diferenças na explicação do recuo da inflação e não propriamente teria sido provocada pela performance na gestão da política monetária durante o regime de metas, ou, teriam outros fatores que beneficiaram o movimento desinflacionário.

Na linha de que outros fatores também colaboram para a redução da inflação do que propriamente à introdução e à persistência do regime de metas, estudos têm sido divulgados apontando a necessidade de flexibilização do regime de metas, em particular, na presença de choques adversos de curto prazo

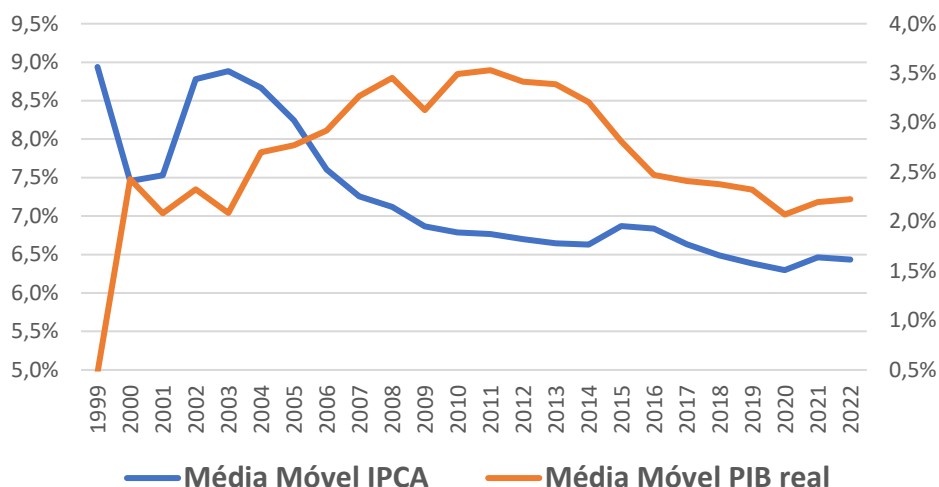
Uma das bases de argumentação para o aprimoramento do regime de metas no Brasil é o questionamento em relação ao tamanho do benefício para o crescimento econômico, em particular, se o foco de reduzir e sustentar uma inflação baixa provocasse maior volatilidade do crescimento econômico.

A inflação anual, medida pelo IPCA, recuou de 8,94% em 1999 para 5,78% em 2022, atingindo um piso de 2,95% em 2017 e um pico de 12,5% em 2022. No tocante ao crescimento real do Produto Interno Bruto (PIB), passamos por taxas anuais de 6,07% em 2007 e de 7,53% em 2010 como também recessões de -3,55% e -3,28% em 2015 e 2016, respectivamente. O padrão do crescimento econômico também foi muito heterogêneo nos últimos 23 anos, mas decorrente das mudanças de regime cambial como da ocorrência de choques adversos, tanto no Brasil como no exterior.

A dinâmica inflacionária apresentou uma trajetória declinante desde à adoção do regime de metas, considerando uma média aritmética móvel de todo o período, entre 1999-2022, mas se deparou com uma rigidez na faixa de 6% a.a. nos últimos anos e com taxa de persistência inflacionária estimada superior à meta inflacionária de 2023-2024.

No tocante ao desempenho do regime no Brasil, podemos constatar que entre 1999 - o primeiro de ano da adoção do regime de metas - e 2022, o Bacen cumpriu a meta central em dois anos: em 2000, o IPCA foi de 5,97% e a meta central era de 6,0%, enquanto em 2007, foi de 4,46% para uma meta de 4,5%. A inflação efetiva superou o teto da banda em seis anos, ou seja, respondeu por 25% de todo o período analisado, enquanto **a taxa do IPCA ficou dentro dos intervalos da banda, em 70,8% dos 24 anos da amostra.**

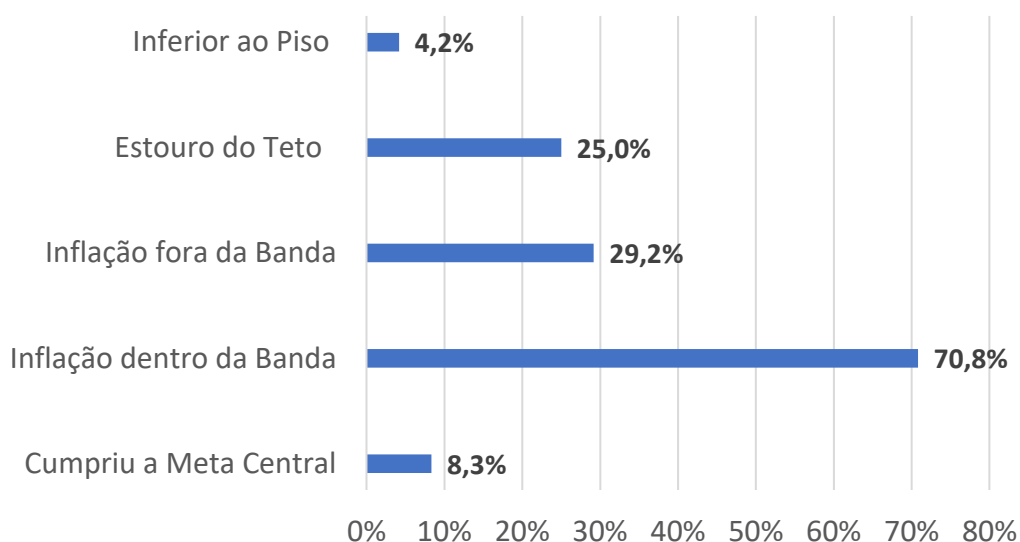
Brasil: Média Móvel Anual do IPCA e do PIB real (1999-2022)



Fonte: IBGE Elaboração : JF Trust

A despeito do crescimento econômico, **avaliamos que a performance do regime brasileiro de metas de inflação tem sido positiva, considerando que ocorreram inúmeros choques adversos, desde a sua adoção:** (i) a desvalorização do real expressiva de 1999 e de 2002; (ii) crise financeira internacional de 2008; (iii) crise da dívida soberana europeia 2012-2013; (iv) crise fiscal, pressão de alta do dólar e impeachment entre 2014-2016; (v) choques de preços agrícolas (vi) choque do racionamento energético (2001)

Avaliação do Desempenho da Política Monetária frente à Meta do IPCA (1999-2022)



É fato que os choques internos e/ou externos de preços tendem a comprometer a eficácia da política monetária em reduzir a inflação no curto prazo. Assim, instituir um horizonte de tempo mais longo e flexível para o sistema de metas para inflação **seja mais justo e adequado à realidade da estrutura da economia brasileira, e ainda preservaria a credibilidade do regime.**

Outro motivo para a proposta de mudança é que atualmente há uma ênfase específica no indicador da inflação em doze meses, em detrimento do que deveria ser uma visão mais abrangente do processo de queda da inflação. Assim, ao inserir uma visão de médio prazo, **a convergência da inflação brasileira estaria mais vinculada a uma inflação externa média reduzida ao longo do tempo e não no prazo de um ano.**

Baseado no histórico de hiperinflação, de volatilidade cambial, de inúmeros planos de estabilização macroeconômica fracassados, mudanças de regimes monetários, **o Brasil, como muitos emergentes tem uma inflação mais rígida e elevada que os países considerados desenvolvidos.**

Ao excluirmos os efeitos da pandemia e da guerra da Ucrânia, ou seja, os choques adversos que contaminaram a atividade econômica mundial e dos preços entre 2020 e 2022, sobretudo, a alta dos combustíveis, a inflação do mundo desenvolvido tende a caminhar para um intervalo de 2% e 3% a.a. ao longo do tempo. Nesse sentido, **seria mais racional que a meta de inflação de médio prazo das economias emergentes, como o Brasil, seja ligeiramente superior, em torno de 1 ponto percentual para cima.**

Seria relevante que o governo mantivesse a sinalização de uma trajetória decrescente da inflação, ou seja, mesmo que ajuste um pouco a meta central de inflação de 2024 para cima - para 3,5% a.a. por exemplo - seria definida meta inferior em 2025, de 3,25%. A manutenção do intervalo da banda com 1,5 ponto percentual comportaria uma inflação teto de até 5,0% e 4,75% em 2024 e 2025, respectivamente, factível de ficar dentro nos intervalos, caso não ocorram choques adversos adicionais.

Nesse contexto, o governo alteraria o regime para uma meta de médio prazo em 2024, quando a percepção da sustentabilidade do recuo da inflação brasileira estaria consolidada nos preços dos mercados. Entretanto, a redução das expectativas de inflação no segundo trimestre aponta que a taxa do IPCA não ficará acima do teto da banda em 2024, e nesse caso, **a opção de mudar o regime para uma meta central contínua (dinâmica) de médio prazo também poderia ser realizada em 2023.**

Um indicador menos volátil e com Meta Contínua de médio prazo

Para a proposta da mudança do índice referencial e com base em suas variações mensais, constrói-se um índice médio em 12 meses do IPCA. A série histórica começa com a variação do índice médio em dezembro de 1998, pouco antes da desvalorização de 1999. No entanto, isso requer iniciar a série mensal dois anos antes. Dessa forma, é possível comparar índices médios anuais, o que implica ter pelo menos 24 meses.

Pode-se constatar que em 2019, a alta da inflação em 12 meses do IPCA, de 4,31% em dezembro de 2018 para 4,52% um ano depois, gerou uma variação do IPCA médio de 12 meses de 3,73% em dezembro de 2019. Esta última variação correspondeu à comparação do índice médio janeiro/dezembro de 2019 com o índice análogo de janeiro/ dezembro de 2018. Constatamos que as variações ao longo do mês, a inflação média tende a ter movimentos mais suaves do que pelo critério “ponta a ponta” de 30 dias.

Observa-se que a variação média dos preços do IPCA aumentou de 8,3% em dezembro de 2021 para 9,22% em dez-2022 e depois desacelerou para 6,61% em maio e com tendência de queda. Esse movimento estaria mais próximo da realidade de 2023, pois espera-se uma recuperação moderada da inflação acumulada em doze meses no segundo semestre após atingir taxas mínimas no segundo trimestre, inferior à 4% até junho, ou seja, pelo atual indicador (variação acumulada do IPCA em doze meses).

No pressuposto que já fosse utilizado o índice médio em doze meses do IPCA como referencial do regime de metas no Brasil, constata-se pela tabela imediatamente anterior, que entre os anos de 2017 e 2020, a gestão da política monetária seria melhor avaliada em relação ao do IPCA acumulado em doze meses, pois a inflação alvo teria ficado dentro da banda e/ou inferior à meta central. A variação do índice médio superaria o teto apenas em 2016, pela transmissão da deterioração da inflação de 2015.

Em resumo, para avaliar de forma mais fidedigna a gestão da política monetária à estrutura dos preços da economia brasileira, são propostos dois ajustes no regime de metas:

- (i) O primeiro seria substituir a taxa de variação janeiro à dezembro do IPCA pela taxa de variação do IPCA médio em 12 meses.** Esse indicador de meta seria semelhante à variação do deflator implícito do PIB, que capta a variação dos preços médios de um ano, ao invés da variação “ponta a ponta” entre o começo e o final do ano;
- (ii) Adotar como meta de médio prazo (meta contínua) o IPCA de 3,25%, substituindo o horizonte atual de cumprimento de um ano,** mas mantendo o atual desvio de 1,5 ponto percentual para os limites superior e inferior da banda de inflação.
- (iii) Após o cumprimento dessa meta contínua de 3,25% em algum momento no futuro, o Conselho Monetário Nacional poderia decidir pela redução da meta de 3,25% para 3,0%,** após a reavaliação das condições estruturais da economia brasileira.

A substituição da variação do IPCA em 12 meses pela variação do IPCA médio como critério de desempenho da política monetária daria maior grau de liberdade à política monetária. Com isso, seria possível evitar de reagir de forma desproporcional diante de choques que sejam vistos como temporários e que tendam a se diluir nos indicadores de inflação média ao longo do tempo. Entretanto, também é importante que a adoção da meta pelo IPCA médio não seja interpretada como relaxamento da política monetária, e por isso, **defendemos que sejam mantidos os desvios toleráveis da meta central em 1,5 ponto percentual.**

Dessa forma, admite-se que é desejável que a política monetária seja guiada por um indicador de inflação mais estável e menos sujeito a volatilidade. Isso sugere a conveniência de optar pelo indicador de inflação média como meta da política antiinflacionária. Trata-se, portanto, de sugestões ligadas à noção de que o sistema de metas de inflação deve ser preservado no Brasil, ainda que tenha de ser aperfeiçoado