

TEXTOS PARA DISCUSSÃO
01/06/2022

Dez Propostas para a Política Monetária

Ricardo Barboza
FGV IBRE

Mauricio Furtado
BNDES

Dez Propostas para a Política Monetária*

Ricardo Barboza
FGV IBRE

Mauricio Furtado
BNDES

16 de maio de 2022

Resumo

O Brasil adotou o regime de metas de inflação em junho de 1999. Já se passaram 23 anos desde então - tempo suficiente para a identificação de pontos de melhoria. O objetivo deste capítulo é discutir alguns desses pontos. No total, são feitas dez propostas que poderiam aperfeiçoar o arcabouço monetário vigente no país. São elas: (i) duplo mandato efetivo para o Banco Central; (ii) metas de inflação de médio prazo ao invés de ano-calendário; (iii) mais transparência na política monetária; (iv) extensão da quarentena dos (ex-)diretores do BCB; (v) mudança na composição e na explicação dos votos do Copom; (vi) transmissão ao vivo das reuniões com o mercado; (vii) repensar a meta de 3% com base em estudos para o caso brasileiro; (viii) metas de núcleo de inflação; (ix) mudança na composição do CMN para a escolha das metas de inflação; (x) reavaliações periódicas do regime. De maneira geral, essas propostas buscam aprimorar a institucionalidade vigente, aumentar a flexibilidade e a transparência da política monetária, levando em consideração as características da inflação no país – que sofre forte e sistemática influência de choques de oferta – e a necessidade de dar maior peso às flutuações da atividade econômica e do desemprego nas decisões do Banco Central (BC), como definido pela lei que deu autonomia ao BC. **Keywords:** política monetária, BCB, regime de metas de inflação, transparência, histerese, duplo mandato.

*O conteúdo deste artigo reflete exclusivamente as opiniões pessoais dos autores e não representa necessariamente a opinião, a estratégia ou o posicionamento das instituições às quais os autores estão vinculados. Os autores agradecem as discussões e os comentários de Sérgio Werlang, Fabio Giambiagi, Bráulio Borges e Antônio Licha. Naturalmente, eventuais erros remanescentes são de inteira responsabilidade dos autores. E-mail para contato: ricardo.barboza@fgv.br.

1 Introdução

O Brasil adotou o regime de metas de inflação em junho de 1999. Já são, portanto, 23 anos de experiência – tempo suficiente para a identificação de possíveis pontos de melhoria. A propósito, o objetivo deste capítulo é discutir alguns desses pontos. No total, são feitas dez propostas que poderiam aperfeiçoar o arcabouço monetário do país.

As propostas buscam aprimorar a institucionalidade vigente, aumentar a flexibilidade e a transparência da política monetária, levando em consideração as características da inflação no país – que sofre forte e sistemática influência de choques de oferta – e a necessidade de dar maior peso às flutuações da atividade econômica e do desemprego nas decisões do Banco Central (BC), como definido pela lei que deu autonomia ao BC.

O capítulo está organizado da seguinte forma. Além desta introdução, a segunda seção faz um panorama geral do regime de metas de inflação no Brasil. A terceira seção discute a performance da economia brasileira sob esse regime. A quarta seção traz as dez propostas de melhoria do sistema. Por fim, são feitas algumas considerações finais.

2 O Desenho atual do regime de metas de inflação no Brasil

Em teoria, o regime de metas de inflação é simples. Suas características básicas são as seguintes. Primeiro, explicita-se publicamente uma meta numérica para a inflação. Segundo, cria-se um compromisso institucional (mandato) para o Banco Central alcançar a meta de inflação. Terceiro, conduz-se a política monetária com base nos instrumentos disponíveis e em um amplo conjunto informacional. Quarto, realiza-se tudo com transparência e com uma comunicação clara que justifique as decisões tomadas. Quinto, criam-se mecanismos de *accountability* sobre os resultados alcançados [[Bernanke et al \(2018\)](#)].

Na prática, existe uma infinidade de desenhos possíveis para a implantação do regime. Qual deve ser o nível da meta de inflação? Deve-se usar a inflação cheia ou alguma medida de núcleo? As metas devem ser para cada ano calendário ou para o médio prazo? O mandato do BC deve ser focado apenas na inflação ou há espaço para um duplo mandato que considere o desemprego? Qual o nível de transparência adequado? Como comunicar as decisões de política monetária para a sociedade? Como prestar contas sobre os resultados obtidos? Quais as consequências do descumprimento das metas?

Nesta seção, vamos discutir como está estruturado o regime de metas de inflação no Brasil. Os leitores já familiarizados com a operacionalização deste regime no país podem pular diretamente para a seção seguinte.

No Brasil, quem tem a responsabilidade de definir as metas de inflação é o Conselho Monetário Nacional (CMN). Este órgão é composto atualmente pelo Ministro da Economia, pelo presidente do Banco Central e pelo Secretário Especial de Fazenda do Ministério da Economia. Como os três membros do CMN são indicados pelo Presidente da República, que é o representante eleito da população, pode-se dizer que é a sociedade que, em última instância, define as metas de inflação no Brasil.

As metas de inflação são definidas pelo CMN para cada ano-calendário. Depois de muito tempo operando com uma meta de inflação de 4,5%, entre 2005 e 2018, o país iniciou, em 2019, um processo de convergência gradual da meta rumo a 3%, sob o argumento principal de que esse era o patamar de inflação praticado em vários países da América Latina praticantes do regime (por exemplo: Chile e Colômbia).

A meta de inflação no Brasil é definida com base no índice de preços ao consumidor amplo - IPCA (índice cheio). Durante a implantação do regime, em 1999, houve um importante debate sobre o que seria preferível: a utilização do índice cheio ou de alguma medida de núcleo de inflação? Sobre isso, cabe citar as palavras dos responsáveis pela implementação do regime de metas no Brasil, quando da escolha da utilização do IPCA cheio como alvo para o regime de metas:

“Talvez o melhor procedimento técnico seria retirar alguns itens do índice cheio, isentando-o de choques. No entanto, a adoção de um índice cheio foi essencial por razões de credibilidade, pelo menos no início da implementação do regime de metas. Infelizmente, a sociedade brasileira passou por diversas manipulações de índices de preços em um passado não tão distante e, portanto, desconfiaria de qualquer mudança relacionada à supressão de itens do índice cheio”. [Bogdanski, Tombini e Werlang (2000), página 12, tradução nossa]

Além da meta de inflação medida pelo IPCA cheio, o CMN define um intervalo de tolerância ao redor da meta, para acomodar eventuais choques inflacionários que atinjam a economia. Esse intervalo significa que a sociedade tolera desvios suaves da inflação ao redor da meta. Durante muito tempo, esse intervalo de tolerância foi de 2 p.p. Desde 2017, o intervalo foi reduzido para 1,5 p.p.

Dadas as metas de inflação, cabe ao Banco Central conduzir a política monetária, utilizando livremente seus instrumentos, de forma a fazer com que a taxa de inflação de cada ano, medida pelo IPCA, se mantenha na meta – ou ao menos dentro do intervalo de tolerância do regime.

Em 2021, o Congresso Nacional conferiu autonomia formal ao BC. Até então, o Brasil era o único país praticante do regime de metas em que os diretores do Banco Central não possuíam mandatos fixos, ou seja, a alteração da diretoria do BC poderia ser realizada a qualquer momento pela Presidência da República. A lei de autonomia reduziu o risco de ingerências políticas sobre o BC.

A lei que conferiu autonomia formal ao BC também criou um duplo mandato para a autoridade monetária. Além do objetivo fundamental de zelar pela estabilidade de preços (e sem prejuízo deste), o BC passou a ter o mandato de *“suavizar as flutuações do nível de atividade econômica e fomentar o pleno emprego”*.¹ Na prática, quase nada mudou, como discutiremos na seção de propostas – e o BC segue conduzindo a política monetária exclusivamente com base na meta de inflação.

A condução da política monetária pelo BC se dá, principalmente, por meio de alterações na taxa básica de juros (taxa Selic). Esta é o principal (embora não o único) instrumento de política monetária. Alterações na taxa básica de juros buscam fazer a inflação convergir para a meta. Uma elevação da Selic tende a reduzir a inflação de três maneiras: (i) porque exerce pressão baixista na demanda agregada e no hiato do produto, (ii) porque aprecia a taxa de câmbio e (iii) porque reduz as expectativas de inflação.

O aumento da taxa de juros reduz a demanda agregada e o hiato do produto, pois inibe o consumo e o investimento. Isso ocorre porque a elevação do juro real: (i) aumenta o incentivo à poupança e o custo de oportunidade dos bens de capital; (ii) eleva o custo do crédito; e (iii) reduz o preço dos ativos e a riqueza dos agentes. A diminuição da demanda agregada tende a reduzir as pressões inflacionárias, pois leva a uma maior ociosidade tanto no mercado de trabalho – o que reduz as pressões salariais – quanto na capacidade instalada – o que inibe o repasse de custos e o aumento de margem de lucro por parte das empresas.

Em relação ao câmbio, a elevação da taxa básica de juros tende a apreciá-lo em algum grau, na medida em que aumenta o diferencial dos juros domésticos em relação aos juros externos ajustados pelo prêmio de risco. Assim, os ativos financeiros domésticos se tornam mais atrativos vis-à-vis os ativos financeiros externos, o que estimula a entrada de capitais no país e aprecia a taxa de câmbio. Um câmbio mais apreciado, por sua vez, se traduz em bens e serviços importados mais baratos em moeda doméstica e em aumento da pressão competitiva sobre as empresas instaladas no país. Também estimula o redirecionamento de parte das exportações para o mercado doméstico, ampliando a oferta de bens. Esses efeitos em conjunto reduzem a inflação.

¹Ver o parágrafo único do artigo primeiro da Lei Complementar n° 179, de 24/02/2021.

Sobre o canal das expectativas de inflação, um aumento da Selic tende a reduzir as expectativas inflacionárias porque os agentes econômicos passam a esperar uma demanda mais fraca e uma taxa de câmbio mais apreciada no futuro. Isso se traduz em reajustes mais comedidos de preços e salários no presente, o que reduz a inflação.

Portanto, por meio dos canais de transmissão acima, também conhecidos como mecanismos de transmissão da política monetária, aumentos de taxa de juros (instrumento de política monetária) têm capacidade de afetar a atividade econômica, o desemprego e a inflação (objetivos de política monetária contemplados no duplo mandato do BC).

Quando a inflação efetiva fica fora do intervalo de tolerância do regime de metas em determinado ano-calendário, o Presidente do BC é obrigado a escrever uma carta aberta ao Ministro da Economia. Essa carta deve conter: (i) uma descrição detalhada das causas do descumprimento; (ii) as ações corretivas para assegurar o retorno da inflação ao intervalo de tolerância; (iii) o prazo no qual se espera que as providências produzam o efeito esperado.²

O constrangimento público gerado pela carta aberta representa incentivo adicional para a diretoria do BC perseguir a meta de inflação. A falta de uma “prestação de contas” similar para os demais objetivos do BC acaba reduzindo a sua importância relativa nas ações da autoridade monetária.

A diretoria do BC que toma as decisões de política monetária é composta por oito diretores e um presidente. Estes nove membros fazem parte e têm direito à voto no comitê de política monetária (Copom), que efetivamente decide o rumo da taxa Selic, e cujas reuniões acontecem a cada 45 dias, seguindo um padrão de diversos Bancos Centrais no mundo. Nestas reuniões, as equipes técnicas do BC disponibilizam dados e projeções diversas para facilitar a tomada de decisão dos membros votantes.

Para finalizar esta seção, é importante mencionar que existem pelo menos dois pré-requisitos para que o regime de metas de inflação funcione adequadamente e as decisões usuais de política monetária sejam efetivas – o que vale para qualquer país praticante do regime, incluindo o Brasil.

O primeiro deles é a confiança dos agentes econômicos acerca da solvência das contas públicas. Em outras palavras, é necessário que o arranjo fiscal do país seja crível, sinalizando que os superávits primários futuros serão suficientes para manter a relação dívida pública-PIB em trajetória sustentável. Caso esse requisito não seja cumprido, a teoria macroeconômica

²Desde o início do regime de metas o presidente do BCB escreveu 6 cartas abertas ao Ministro da Fazenda, disponíveis em: <https://www.bcb.gov.br/controlainflacao/historicometas>. Acesso em 07/02/2022.

mica nos informa que o nível de preços pode ser afetado pela dinâmica fiscal e aumentos dos juros podem levar a mais (e não a menos) inflação, por causa do impacto deletério dos juros mais altos sobre as contas públicas [sobre esse aspecto, ver, dentre outros, [Sargent e Wallace \(1981\)](#), [Leeper \(1991\)](#) e [Woodford \(2001\)](#)].

O segundo pré-requisito para o bom funcionamento do regime é a sustentabilidade do balanço de pagamentos. Manter contas externas saudáveis e níveis adequados de reservas internacionais diminui a frequência de grandes desvalorizações e evita crises cambiais. Dessa forma, a dinâmica inflacionária deixa de ser dominada pelo comportamento da taxa de câmbio, o que permite o bom funcionamento da sistemática de metas para a inflação.

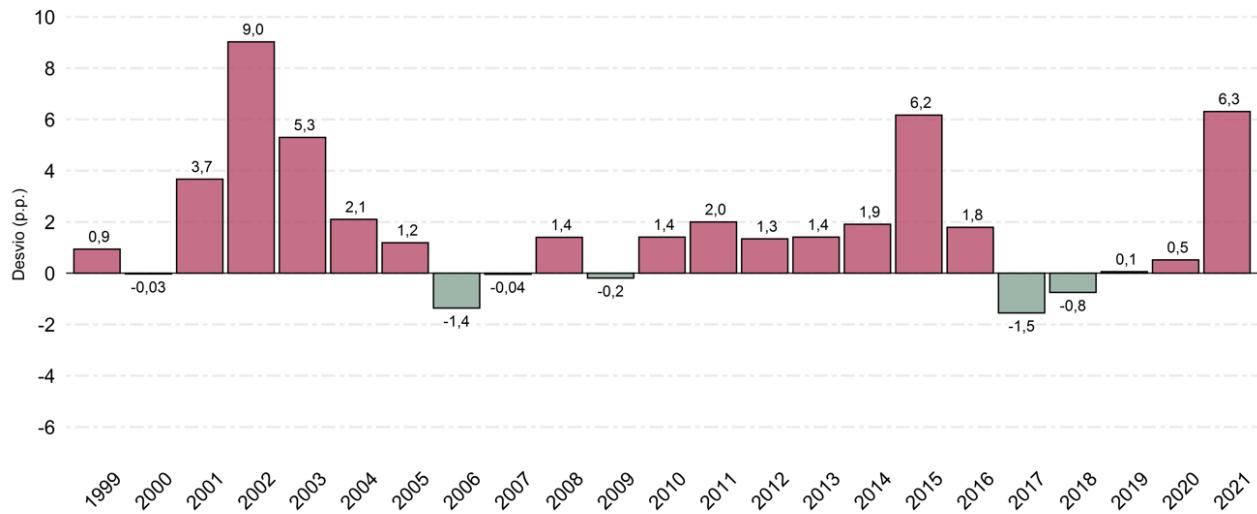
3 A performance do Brasil sob o regime de metas de inflação

Nesta seção, analisamos a performance da economia brasileira sob o regime de metas de inflação desde 1999. Como o próprio nome do regime sugere, nada mais natural do que começar esta análise com os resultados da inflação.

A Figura 1 mostra os desvios do IPCA realizado em relação à meta de inflação para todos os anos desde 1999. As barras verticais em vermelho representam os desvios positivos da inflação em relação à meta e as barras verdes representam os desvios negativos. Como se pode notar, nos 23 anos desde que o regime foi instituído no Brasil, a inflação ficou acima da meta pactuada com a sociedade em 17 deles – o que equivale à 74% do tempo.

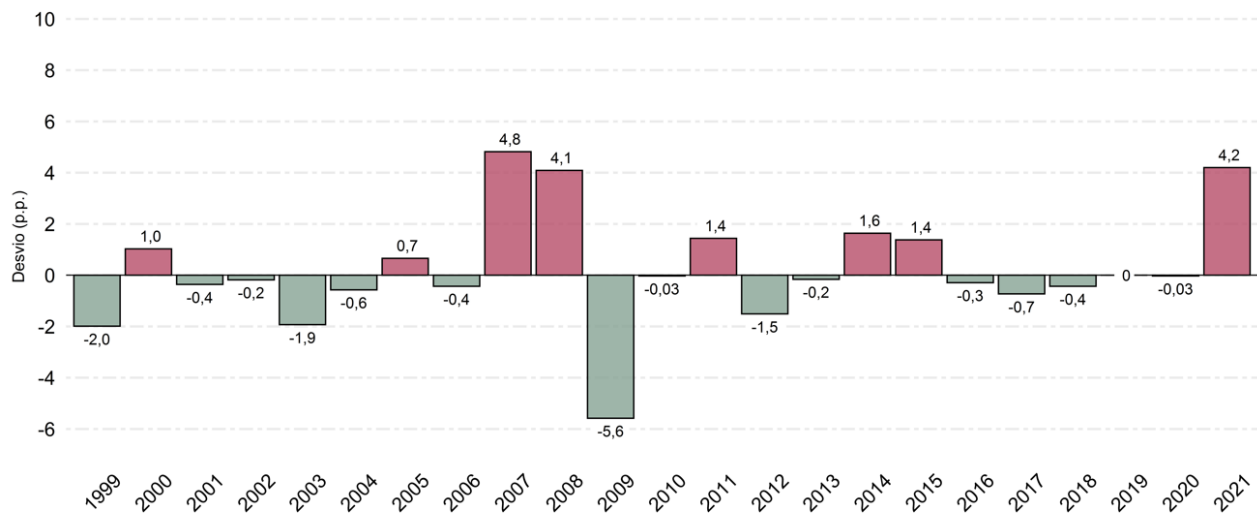
É curioso que o mesmo fenômeno de inflação sistematicamente acima da meta não se observa na mesma intensidade em outros países da América Latina praticantes do mesmo regime. Esse “grupo de controle” foi escolhido por ser formado por países relativamente similares ao Brasil, pela predominância das commodities, pela renda per capita, pela própria formação econômica e pela posição geográfica. Desde 1999, enquanto a inflação no Brasil ficou acima da meta em 74% dos anos, na Colômbia, isso ocorreu em 61% dos casos; no Peru, em 52% e no Chile, em 43% - um desempenho bem mais próximo ao esperado, com desvios mais simétricos. A Figura 2 ilustra o ponto dessa argumentação, mostrando o caso do Chile.

Figura 1: Desvios da inflação em relação à meta de inflação no Brasil (em p.p.)



Elaboração própria com base em dados do IBGE e do BCB.

Figura 2: Desvios da inflação em relação à meta de inflação no Chile (em p.p.)



Elaboração própria com base em dados do Banco Central do Chile.

Aprofundando a análise da inflação brasileira, a Tabela 1 apresenta as aberturas do IPCA

de 1999 até 2021. A primeira coisa que chama atenção na Tabela 1 é a média anual da inflação desde o começo do regime, de 6,4%, muito superior à média das metas (4,6%) e bem próxima à média dos tetos dos intervalos de tolerância (6,6%). Mesmo a mediana da inflação no período (que não está na tabela, mas que foi 5,9%), fica bem acima da meta média e próxima do teto médio do intervalo de tolerância do regime.

Tabela 1: Síntese da Inflação no Brasil de 1999 a 2021

Medida de inflação	Média (var % a.a.)	Anos acima da meta		Anos abaixo da meta		Anos fora da banda de tolerância					
		Nº de anos	Percentual	Nº de anos	Percentual	Acima		Abaixo		Total	
						Nº de anos	Percentual	Nº de anos	Percentual	Nº de anos	Percentual
IPCA	6,4	17	73,9	6	26,1	5	21,7	1	4,3	6	26,1
Administrados	8,1	16	69,6	7	30,4	11	47,8	2	8,7	13	56,5
Livres	5,9	15	65,2	8	34,8	12	52,2	3	13,0	15	65,2
Alimentação	7,6	17	73,9	6	26,1	15	65,2	4	17,4	19	82,6
Serviços	5,8	18	78,3	5	21,7	8	34,8	3	13,0	11	47,8
Industriais	4,8	9	39,1	14	60,9	5	21,7	6	26,1	11	47,8
Núcleo IPCA-EX0	5,5	14	63,6	8	36,4	6	27,3	4	18,2	10	45,5
Meta	4,6	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Limite Superior	6,6	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Limite Inferior	2,6	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

A segunda coisa que chama atenção na Tabela 1 é a assimetria dos resultados. Como já foi dito, a inflação ficou acima da meta em 17 dos 23 anos do regime. Além disso, dos 6 episódios em que a inflação ficou fora do intervalo de tolerância, em 5 deles a inflação furou o limite superior e só em uma ocasião houve ruptura do limite inferior. A terceira coisa que vale mencionar é que parte da inflação acima da meta no país desde 1999 se deve aos componentes mais voláteis do IPCA – que têm pouca relação com a política monetária e que estão mais sujeitos a choques –, a saber: os segmentos de preços administrados e de alimentação no domicílio.³

Os preços administrados apresentaram um crescimento anual médio de 8,1% desde 1999 – bem superior à inflação média do período. Dos 13 anos em que a “inflação de administrados” ficou fora do intervalo de tolerância, em 11 deles houve superação do teto desse intervalo, o que equivale a 48% do tempo de vida do regime).

Já os preços de alimentação no domicílio tiveram crescimento médio anual de 7,6% no período – também bem superior à inflação média desde 1999. Dos 19 episódios em que a “inflação de alimentos” se situou fora do intervalo de tolerância do regime de metas, em 15 deles essa elevação foi superior ao teto (65% do total).

Em relação aos demais componentes do IPCA (serviços e industriais), sobre os quais a política monetária atua de forma mais sistemática, os preços industriais apresentaram cres-

³Ainda que o modelo bayesiano de pequeno porte do BCB revele que o impacto de um choque monetário sobre a inflação de alimentos no domicílio seja o maior dentre os componentes de preços livres, o fato é que outros fatores condicionantes parecem mais importante na determinação dos preços desse grupo do IPCA do que a política monetária.

cimento médio anual de 4,8% desde 1999, próximo à meta média, e se situaram fora do intervalo de tolerância em 11 episódios – sendo 5 acima do teto e 6 abaixo do piso. Já os preços de serviços apresentaram crescimento médio de 5,8%, ficando 18 anos acima da meta, 8 dos quais acima do teto do intervalo de tolerância.

A medida de núcleo de inflação chamada “IPCA-EX0” – a mais intuitiva das medidas de núcleo de inflação, que exclui alimentação no domicílio e preços administrados do IPCA – resume bem o comportamento dos componentes da inflação que são afetados de forma mais sistemática pela política monetária. A média do crescimento anual do IPCA-EX0 de 1999 a 2021 foi de 5,5%, 0,9 p.p. abaixo do IPCA cheio, mas ainda assim superior à média da meta de inflação. O IPCA-EX0 ficou 15 anos acima da meta (dos quais 7 acima do teto) e 8 abaixo (sendo 3 abaixo do piso), contra um IPCA que ficou 17 anos acima da meta (sendo 5 acima do teto) e 6 abaixo (sendo 1 vez abaixo do piso).

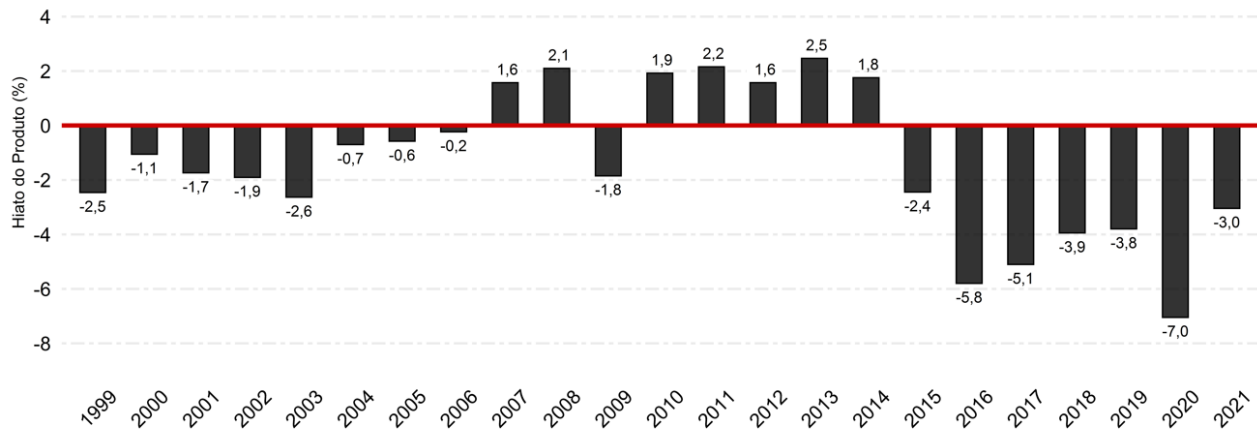
Cabe esclarecer que medidas de núcleo de inflação também sofrem efeitos de choques. Obviamente, essa sensibilidade é menor que a do IPCA cheio, mas ela existe. Por exemplo, há estimativas que sugerem que um choque de 10 p.p. em energia elétrica, combustíveis e alimentação no domicílio gera aumentos acumulados do núcleo de inflação de 0,15 p.p., 0,10 p.p. e 1,2 p.p., respectivamente, com alguma defasagem [ver [MCM, \(2021\)](#), dentre outros]. Esse esclarecimento é importante porque a média do IPCA-EX0 (5,5%) acima da meta média pode significar duas coisas: (i) uma influência dos fundamentos da economia; e/ou (ii) uma influência de choques.

Isto posto, vamos agora analisar o comportamento do hiato do produto (uma medida da ociosidade geral da economia) no Brasil desde o início do regime de metas. Sobre isso, cabe sempre lembrar que, embora fundamental para a dinâmica da inflação, o hiato é uma variável não-observável e com diversas dificuldades envolvidas em sua estimação. Tendo essas dificuldades em mente, apresentamos na Figura 3 uma média simples de três estimativas de hiato (uma feita pelo IPEA, outra pela IFI e outra pelo Núcleo de Contas Nacionais da FGV IBRE).⁴

É primordialmente sobre o hiato do produto que a política monetária afeta a inflação. Quando o hiato é negativo, criam-se pressões desinflacionárias. Quando é positivo, há pressões inflacionárias. Como se vê na Figura 3, no Brasil, ao longo dos 23 anos do regime de metas, o hiato do produto ficou negativo em 16 deles (ou seja, em 70% do tempo!).

⁴Para 2021, utilizamos uma composição entre a medida de hiato do BC (para os dois primeiros trimestres) e da MCM Consultores (para os dois últimos trimestres). Isso não altera qualitativamente o ponto do artigo.

Figura 3: Evolução do Hiato do Produto no Brasil



Elaboração própria com base em dados do IPEA, IFI, NCN/IBRE, MCM e BCB.

Segundo uma pesquisa conduzida pelo BC no final de 2021, junto a diversos analistas respondentes do sistema Focus, percebeu-se que a maioria deles projetava que o Brasil somente retornaria ao pleno emprego (isto é, ao hiato do produto zero) em 2024 ou 2025, o que configuraria uma década de excesso de ociosidade no país, uma vez que o hiato do produto está negativo desde 2015. Isso é algo potencialmente problemático para o desenvolvimento da economia brasileira, por questões de histerese – tema que será tratado na seção de propostas.

Ora, se temos uma economia que na maior parte do tempo do regime de metas conviveu com inflação acima da meta e com produto abaixo do potencial, então pode-se dizer que: (i) a economia brasileira é bastante afetada por choques negativos de oferta – que afetam negativamente o PIB efetivo e positivamente a inflação; e que, como consequência, (ii) a economia brasileira se vê frequentemente obrigada a compensar um choque inflacionário de oferta (que geralmente bate nos preços administrados e de alimentação no domicílio) por meio de uma economia desaquecida, com hiato negativo do produto. Nas palavras do atual Presidente do BC, “os exemplos brasileiros mostram que você tem que colocar o país em recessão para recuperar a credibilidade”.⁵

⁵Sobre a declaração de Roberto Campos Neto, ver <https://blogs.correiobraziliense.com.br/vicente/voce-tem-que-colocar-o-pais-em-recessao-para-recuperar-a-credibilidade-diz-campos-neto/>

Diante disso, o restante deste artigo faz uma reflexão sobre como aperfeiçoar o desenho atual do regime de metas no Brasil. O objetivo é buscar uma configuração que melhore o desempenho econômico do país. Por trás da famosa frase de John Maynard Keynes, de que “*no longo prazo estaremos todos mortos*”, está a ideia de que se chega no longo prazo um passo de cada vez; e esses passos são dados no presente, inclusive, por influência das políticas de curto prazo – como a política monetária.⁶

4 Propostas para a Política Monetária

Esta seção faz dez propostas para aprimorar o regime de metas de inflação e outros elementos institucionais que fazem parte do entorno da política monetária no Brasil.

4.1 Proposta 1: Duplo mandato efetivo para o Banco Central

A Lei Complementar nº 179, de 24 de fevereiro de 2021, deu autonomia formal ao Banco Central e dispôs sobre os objetivos da instituição. Essa lei definiu que o Banco Central tem por objetivo fundamental a estabilidade dos preços – dando respaldo ao regime de metas de inflação – e foi além, estabelecendo os seguintes objetivos secundários (que devem ser perseguidos sem prejuízo do objetivo fundamental): suavizar as flutuações da atividade econômica e fomentar o pleno emprego. Como as leis sempre estão sujeitas a interpretações, vamos aqui discutir os novos objetivos de suavizar as flutuações da atividade econômica e fomentar o pleno emprego.

A primeira questão é saber em que medida os novos objetivos secundários tiveram implicações práticas na condução da política monetária. Entendemos que apenas duas mudanças aconteceram. Primeiro, o BC passou a coletar projeções de taxa de desemprego no âmbito da pesquisa Focus. Segundo, o Copom passou a comunicar que suas decisões de política monetária implicam em suavização das flutuações do nível de atividade econômica e fomento do pleno emprego, sem prejuízo de seu objetivo fundamental de assegurar a estabilidade de preços.

Ainda que as duas mudanças estejam na direção apontada pela legislação, pode-se dizer que elas foram tímidas – e que essa timidez tenha a ver com a forma que o Copom tem

⁶Para quem deposita unicamente as chaves do sucesso econômico do país na chamada “agenda de reformas”, recomendamos [Barboza e Borges \(2020\)](#).

interpretado os seus objetivos secundários. À luz de manifestações de integrantes do Copom em apresentações recentes dos Relatórios Trimestrais de Inflação,⁷ depreende-se que na visão do Comitê o próprio objetivo fundamental de garantir a estabilidade de preços é a melhor forma de atender aos demais objetivos secundários – ou seja, garantir que a inflação fique na meta seria a melhor forma de suavizar as flutuações do nível de atividade econômica e de fomentar o pleno emprego.

Ainda que as razões para essa percepção não sejam muito claras, entendemos que uma explicação razoável seria de que a minimização da volatilidade da inflação implicaria em redução da volatilidade da atividade e do emprego. Como consequência do ambiente de maior estabilidade e previsibilidade macroeconômica, haveria um aumento do investimento e do crescimento econômico, com melhora do desempenho de longo prazo da economia e o consequente fomento ao pleno emprego.

Essa interpretação é factível, mas entendemos que existe uma interpretação alternativa mais aderente ao espírito da legislação. Afinal, se cumprir o objetivo fundamental de garantir a estabilidade de preços é a melhor forma de atender aos objetivos secundários, por que o legislador teria adicionado novos objetivos secundários à lei?

Nosso entendimento é de que em algumas situações o objetivo fundamental entra em conflito com os objetivos secundários. Quando isso acontece, a sociedade gostaria que o Copom atribuísse maior importância para a atividade econômica (e para o nível de emprego) do que normalmente faz. Isso significa que, se a função de reação do BC pode ser descrita por uma regra de Taylor, o parâmetro associado à reação da taxa básica de juros ao hiato do produto deveria ganhar importância em relação ao parâmetro associado ao desvio da taxa de inflação de sua meta.⁸

Antes de prosseguir, duas coisas precisam ficar claras: (i) em quais situações o objetivo fundamental do BC entra em conflito com os objetivos secundários?; e (ii) por que nessas situações o peso relativo dado pela autoridade monetária para a atividade econômica deveria ganhar importância em relação à inflação?

Em relação à primeira pergunta, sempre que a atividade econômica está operando com ociosidade relevante e a inflação se encontra próxima ou acima da meta, os objetivos fundamental e secundários entram em conflito. Por exemplo, é notório que choques de oferta

⁷Ver declaração de Roberto Campo Neto na apresentação do Relatório de Inflação de setembro de 2021 (Parte 02) entre os minutos 33 e 35 no seguinte link: <https://www.youtube.com/watch?v=TYilb2MIsdM>. Acesso em 16/11/2021.

⁸Essa mudança na função de reação seria desejável mesmo que a inflação esteja acima da meta no horizonte relevante da política monetária - mas desde que as expectativas de inflação de longo prazo se mantenham razoavelmente ancoradas.

se caracterizam por redução da atividade econômica e elevação da inflação. Para fazer com que a inflação retorne para a meta, a autoridade monetária pratica juros restritivos, reduzindo ainda mais a atividade econômica. Nesse contexto, reduzir a volatilidade da inflação implica em aumentar a volatilidade do nível de atividade.

Aliás, foi mostrado na seção 3 que a dinâmica da inflação no Brasil é muito influenciada por choques de oferta – em que o aumento da inflação se associa a uma queda da atividade econômica. Esses episódios estão normalmente associados à depreciação cambial e à dinâmica dos preços administrados e dos preços de alimentação no domicílio. Portanto, ao menos no curto prazo, os episódios em que existe *trade-off* entre os objetivos fundamentais e secundários são relevantes no caso brasileiro.

Em relação à segunda pergunta, sempre que a economia estiver operando com ociosidade elevada e com baixo dinamismo, a autoridade monetária deveria dar mais peso à atividade econômica nas suas decisões. Isso porque nessas situações: (i) o risco de histerese cresce significativamente; e (ii) o risco de desancoragem das expectativas de inflação, de aumento da inércia inflacionária e de uma espiral entre preços e salários se reduz de forma expressiva. Vejamos esses pontos em detalhes.

Em relação à histerese, a literatura recente tem mostrado que o ciclo econômico de curto prazo pode afetar o crescimento de longo prazo da economia [ver [Cerra, Fatás e Saxena \(2020\)](#)]. Diversos mecanismos explicariam esse impacto. Primeiro, por meio do desemprego de longa duração, erodindo o estoque de capital humano, sobretudo aquele adquirido no ambiente de trabalho. Segundo, pela fuga de cérebros, o que também reduz o capital humano, além da capacidade de inovação do país. Terceiro, pelo aumento da obsolescência do estoque de capital, com reflexos na produtividade sistêmica. Quarto, pelo rebaixamento das expectativas dos agentes, desestimulando a assunção de riscos, dentre outros. Quinto, porque uma economia persistentemente abaixo do pleno-emprego dá margem para a emergência de instabilidade política e social, bem como de medidas populistas (sobretudo em países pobres e/ou muito desiguais). Isso tudo faz uma recessão persistente diminuir o crescimento de longo prazo de uma economia.

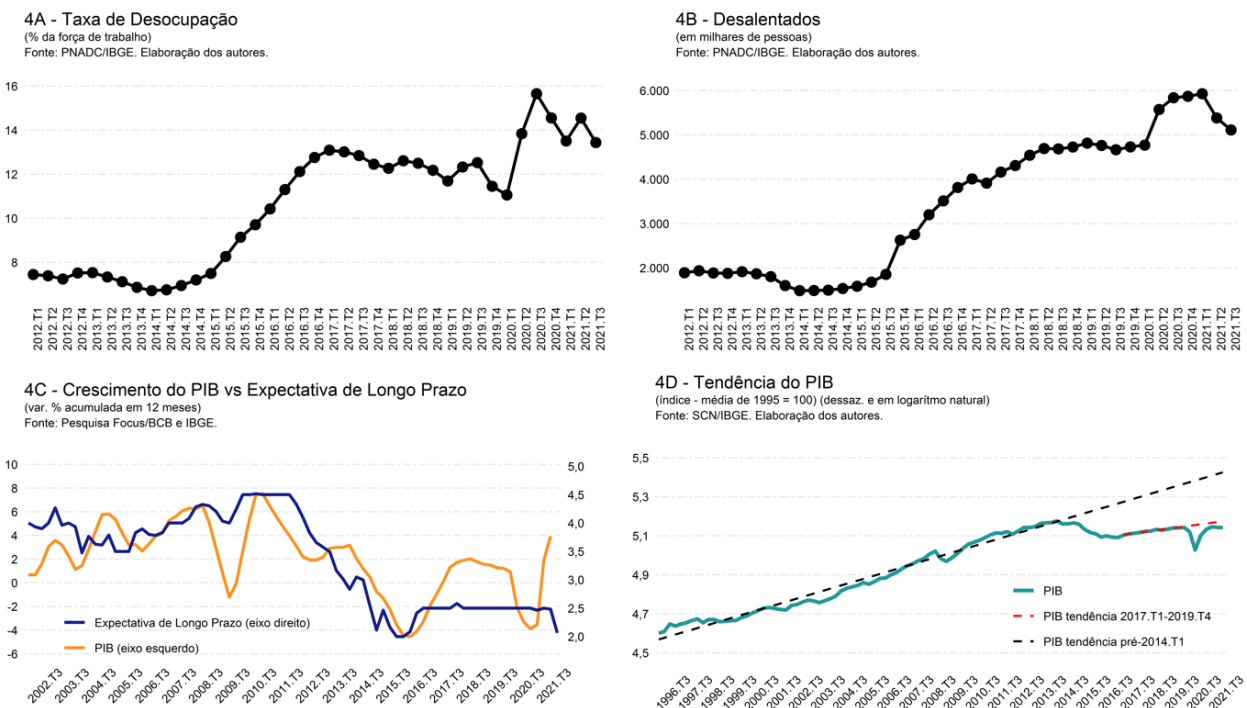
No mercado de trabalho, a histerese faz a taxa de desemprego efetiva afetar a taxa de desemprego natural, pois períodos de elevado desemprego implicariam em reduções da oferta de trabalho (pelo aumento da população desalentada) e pela queda estrutural da demanda por trabalho (pela queda de produtividade decorrente da perda de habilidade dos trabalhadores desempregados, que se tornam menos “empregáveis”).

Em termos mais técnicos, os mecanismos por trás da histerese emergem da fusão de mo-

delos de ciclo econômico com modelos de crescimento econômico endógeno. E o motivo é simples. Se o crescimento econômico depende de investimento em capital físico [Fatás (2000)] e humano [Martin e Rogers (1997)], de pesquisa e desenvolvimento [Stiglitz (1993)] e de inovação [Aghion et al. (2012)], e se essas variáveis são pró-cíclicas, então, o ciclo econômico tem potencial de afetar a tendência de crescimento.

Diversos estudos vêm confirmando a existência de histerese para vários países [ver Blanchard, Cerutti e Summers (2015), Bianchi et al. (2019), Jordà, Singh e Taylor (2020), Ball e Onken (2021), dentre outros]. E para o caso do Brasil? Há evidência de histerese? Ainda que não existam provas cabais, a Figura 4 apresenta indícios de que o fenômeno de histerese parece relevante no caso brasileiro, sobretudo após a crise de 2014-2016.

Figura 4: Dados de mercado de trabalho e PIB no Brasil



Elaboração própria com base em dados do IBGE e do BCB.

As Figuras 4A e 4B mostram a grande deterioração que ocorreu no mercado de trabalho brasileiro a partir da crise de 2014/2016. A taxa de desemprego se elevou de cerca de 7,0% da força de trabalho em 2014 para um pico de 13,0% em 2017. Depois disso, a sua redução foi extremamente lenta: no primeiro trimestre de 2021, três anos após ter atingido o pico, ela ainda se situava em 11,0%, uma taxa bastante elevada.

Ademais, o desalento, que afetava cerca de 1,5 milhões de trabalhadores antes de crise de 2014-2016 (equivalente a 1% da população em idade ativa), se elevou para patamar superior a 4,5 milhões de trabalhadores em 2019 (2,8% da população em idade ativa). O comportamento das séries sugere que pode ter ocorrido uma elevação da taxa de desemprego natural no Brasil ou, ao menos, que os processos de reversão à média de ambas as variáveis são extremamente graduais.

A Figura 4C mostra a evolução do crescimento do PIB corrente no acumulado em 4 trimestres e a expectativa de crescimento de longo prazo do PIB – medida pela mediana do crescimento do PIB da pesquisa Focus 4 anos à frente, *proxy* habitual para o crescimento potencial da economia. Pode-se perceber que as duas séries andam juntas – a correlação é superior a 70%. Além disso, nota-se que a deterioração das expectativas de crescimento do PIB potencial foi concomitante à desaceleração da economia brasileira entre 2011 e 2017. Entre 2002 e 2010, o que o mercado entendia como o crescimento de longo prazo oscilou entre 3,5% e 4,5%. Após a crise de 2014-2016, essa percepção sobre o crescimento potencial do país se reduziu para apenas 2,5% e, mais recentemente, caiu para 2,0%.

A associação positiva entre o crescimento realizado do PIB e a percepção sobre o crescimento potencial permite três interpretações. A primeira é que um crescimento potencial mais baixo implicaria em um crescimento corrente mais baixo. A segunda é que trajetórias mais baixas do crescimento de curto prazo tenderiam a reduzir a percepção sobre o crescimento potencial porque os agentes revisam suas expectativas sobre o crescimento potencial a partir dos sinais emitidos pelo crescimento corrente. A terceira é que o crescimento corrente de fato exerce influência sobre o crescimento potencial, em decorrência de histerese.

Essa última leitura é reforçada pela Figura 4D, que indica que pode ter havido uma mudança da tendência do PIB brasileiro após a crise de 2014-2016 – ainda que o período posterior seja relativamente curto para caracterizar uma tendência. O nível do PIB no último trimestre de 2019 – último dado antes do choque da pandemia - estava 24% abaixo daquele que vigoraria se a economia tivesse seguido a tendência pré-crise. No terceiro trimestre de 2021 essa distância subiu para perto de 28%.

Portanto, em conjunto, os dados apresentam indícios de que os efeitos de histerese podem ser importantes para explicar, ao menos em parte, o fraco desempenho da economia brasileira a partir da crise de 2014/2016.

Isto posto, vamos discutir a partir de agora por que em contextos de ociosidade elevada há uma redução do risco de desancoragem das expectativas de inflação, de elevação da inércia inflacionária e de efetivação de uma espiral entre preços e salários. Para isso é

preciso discutir brevemente os determinantes da dinâmica da inflação.

Os modelos macroeconômicos tradicionais descrevem a dinâmica inflacionária por meio de uma Curva de Phillips. Esta estipula que a inflação é afetada: (i) positivamente por um componente de inércia e pelas expectativas inflacionárias; (ii) negativamente pela ociosidade da economia e; (iii) por choques transitórios de oferta – como variações cambiais e de preços de bens intermediários.

As expectativas inflacionárias e a inércia afetam a inflação corrente na medida em que as empresas mantêm seus preços fixos por um período considerável de tempo antes de reajustá-los. Assim, quando as empresas reajustam seus preços devem tentar repassar os aumentos de custo ocorridos no período em que o preço se manteve fixo – de forma a recompor suas margens de lucro – e/ou tentar antecipar o aumento de custos que irá ocorrer até que se efetive o próximo reajuste. O repasse do aumento pretérito dos custos para os preços é capturado pelo componente inercial da inflação. A elevação dos preços pela antecipação do que se espera que seja o aumento de custos no futuro é capturada pelo componente expectacional.

Períodos de inflação elevada e volátil podem levar a uma redução do intervalo de tempo de reajuste de preços por parte das empresas – devido à rápida defasagem entre os preços e os custos - e a um aumento da importância do componente inercial da inflação – devido à incerteza sobre quais serão os custos futuros. Nesses casos, tanto as expectativas inflacionárias podem desancorar – isto é, a meta de inflação deixa de ser uma âncora para a expectativa de inflação –, quanto a inércia pode aumentar.

Por que uma economia com elevada ociosidade reduz o risco de desancoragem das expectativas de inflação, de aumento da inércia inflacionária e de uma espiral entre preços e salários?

Em primeiro lugar, é importante notar que grande parte dos custos das empresas é com salários. Portanto, a dinâmica inflacionária não é independente da dinâmica salarial. Em segundo lugar, tal como os preços, os salários são rígidos e reajustados de tempos em tempos. Entre um reajuste salarial e outro, os trabalhadores buscam repor seu poder de compra – reajustando seus salários nominais a partir da inflação passada, de modo a manter o salário real – e/ou se antecipar à inflação futura. Em períodos de inflação elevada, os salários também tenderiam a ser reajustados em intervalos menores e com maior influência da inflação passada, o que tenderia a tornar a inflação mais inercial.

Ocorre, contudo, que em uma economia com ociosidade elevada, isto é, com a taxa de desemprego alta, dificilmente os trabalhadores vão ter poder de barganha para conseguir

reajustar seus salários sem perda de poder de compra. A falta de capacidade de aumentar os salários de acordo com o aumento da inflação reduz a inércia inflacionária pois, como os salários “absorvem” o choque inflacionário, há uma ruptura no mecanismo de retroalimentação entre aumento de preços e de salários. Sendo este o caso, é pouco provável que a inflação elevada se perpetue de forma prolongada – na ausência de choques adicionais – ou que tenda a aumentar ainda mais.

A situação seria muito diferente em uma economia operando em pleno emprego. Nesse caso, os trabalhadores teriam poder de barganha nas negociações salariais para recompor seu poder de compra frente a choques inflacionários (e, possivelmente, para pedir aumentos dos salários reais próximos ou superiores ao crescimento da produtividade do trabalho). A persistência inflacionária seria grande e, se o salário real crescesse acima da produtividade, a necessidade de recompor margem de lucro pelas empresas poderia levar a uma espiral entre preços e salários e a uma aceleração dos preços, isto é, a aumentos da taxa de inflação.

Por fim, como os agentes econômicos sabem que os choques inflacionários apresentam persistências diferentes a depender do grau de ociosidade da economia, é menos provável que as expectativas inflacionárias de longo prazo desancorem em economias com elevada ociosidade. Dessa forma, se é verdade que existem mecanismos que podem fazer a inércia inflacionária se elevar e as expectativas de inflação desancorarem em períodos de inflação elevada, também é verdade que economias com ociosidade elevada apresentam forças que podem ser superiores atuando em sentido contrário, diminuindo o risco inflacionário.

Por todos esses motivos, entendemos que o BC deveria ter um duplo mandato efetivo, que reduza os riscos de histerese na economia brasileira. A primeira medida que deveria ser tomada nessa direção é aumentar o peso do hiato do produto na função de reação da autoridade monetária em contextos de elevada taxa de desemprego. Em termos mais técnicos, estamos propondo que os parâmetros da Regra de Taylor deveriam mudar de acordo com a posição cíclica da economia. Se a economia brasileira estiver na vizinhança do pleno emprego, pode-se privilegiar a inflação. Porém, se a ociosidade é grande, deve-se colocar mais peso na atividade.

Para quem minimiza a importância dessa medida, é importante mencionar que entre 2016 e 2020, quando a economia estava com desemprego recorde e hiato do produto muito negativo, o BCB atuou próximo ao que se denomina de “*inflation nutter*”. De fato, exercício feito por economistas do FMI, no relatório Article IV de dezembro de 2020, envolveu a estimação de 27 regras de Taylor para a economia brasileira, usando diferentes medidas de hiato e juro neutro, além de parâmetros “comportamentais” distintos (como diferentes pesos para

os hiatos de inflação e do produto). No período 2016-2020, a Selic efetivamente definida pelo BCB oscilou entre o limite superior das várias Taylors estimadas e a trajetória associada a um Banco Central “*inflation nutter*”, que atribui peso nulo ao hiato do produto em suas decisões de política monetária [ver [FMI, \(2020\)](#)]. Dentre outros fatores, isso gerou uma recuperação muito lenta (e frustrante) da atividade econômica no pós-crise de 2014-2016 e contribuiu para manter a taxa de desemprego em patamar muito elevado.

Outras medidas que poderiam ser adotadas pelo BCB para tornar seu duplo mandato mais efetivo são: (i) explicitar o grau de ociosidade estimado para o mercado de trabalho – o que implica em divulgar estimativas para a taxa natural de desemprego, como já é feito para o hiato do produto e para a taxa de juros neutra; (ii) explicitar quais são as trajetórias de (hiato do) produto e de taxa de desemprego compatíveis com suas projeções de inflação, tanto no cenário base, quanto nos cenários alternativos; e (iii) divulgar, no âmbito dos modelos de pequeno porte, as estimativas de respostas do hiato do produto e da taxa de desemprego frente a diferentes “choques”, como desvalorizações cambiais, apertos monetários etc – em linha com o que é feito para a inflação. Em suma, seria desejável que algumas das análises já realizadas e divulgadas sistematicamente pelo BC sobre o comportamento da inflação deveriam abarcar as variáveis associadas aos objetivos de suavizar as flutuações da atividade e fomentar o pleno emprego, notadamente o (hiato do) PIB e a taxa de desemprego.

4.2 Proposta 2: Metas de inflação de médio prazo ao invés de ano-calendário

Dentre todos os países praticantes do regime de metas de inflação, o Brasil é o único que adota metas para cada ano-calendário [ver [Schmidt-Hebbel e Carrasco \(2016\)](#)]. A grande maioria dos países adota metas de médio prazo, compatíveis com o horizonte relevante da política monetária.

O horizonte relevante de política monetária é o período de tempo em que os efeitos dos choques monetários são sentidos com maior força na inflação. No caso brasileiro, considerando uma média de 9 modelos do Banco Central, estruturais e semiestruturais, o horizonte relevante da política monetária é de cerca de 7 trimestres – ou seja, de quase dois anos, intervalo que pode ser considerado como de médio prazo.⁹

Nada mais natural que a política monetária no Brasil seja conduzida considerando um horizonte compatível com as defasagens dos seus mecanismos de transmissão. Ainda que

⁹Isso não quer dizer que a política monetária não tenha impactos antes de 7 trimestres, mas apenas que os efeitos são mais intensos com essa defasagem.

o Banco Central, na prática, já considere o horizonte relevante para sua tomada de decisão, o formato atual ainda está longe do ideal. Afinal, sempre há ruído quando o BC abandona a meta do ano corrente para focar na meta do ano seguinte – sendo que esse abandono está cada vez mais precoce (por exemplo, em março de 2020, o Copom comunicou que já estava mirando “principalmente” a inflação de 2021).

Além de evitar questionamentos sobre o “abandono” (precoce ou não) da meta do ano corrente, a formalização de um alvo móvel de médio prazo traria outros benefícios importantes. O principal talvez seja uma maior flexibilidade para o Banco Central acomodar choques, sobretudo de oferta, relevantes no caso brasileiro, que fazem a inflação desviar da meta no curto prazo.

Sobre essa maior flexibilidade do novo arranjo proposto, entendemos que isso poderia ser interpretado como uma justificativa para uma postura excessivamente acomodatória (ou “dovish”) do BC, que acabe distorcendo a política monetária por conta de, por exemplo, pressões políticas - o que poderia gerar perda de credibilidade e desancoragem das expectativas de inflação. Não se trata disso, mas sim de ganhar flexibilidade, o que é crucial para um Banco Central que tem mais de um objetivo – em particular se o duplo mandato for efetivamente implementado, como propomos anteriormente. Além disso, acreditamos ser condição necessária que o novo rearranjo de metas de médio prazo seja implementado por um Banco Central autônomo, transparente e crível – para evitar possíveis ruídos na transição.

Outro benefício do novo rearranjo de metas de médio prazo é que isso poderia reduzir a volatilidade da taxa de juros. Como a política monetária impacta a inflação em diferentes horizontes, mudanças na taxa de juros podem afetar a dinâmica inflacionária em diferentes anos. Com metas para o ano calendário, o regime pode ter dois (ou mais) objetivos de inflação, que podem ser conflitantes. Neste caso, a trajetória da taxa de juros tende a ser mais volátil, pois precisa lidar com dois (ou mais) objetivos em diferentes horizontes.

Diante disso, propomos um regime de metas de inflação no Brasil no qual o horizonte de política não é definido por metas anuais, mas por um horizonte de tempo de médio prazo (ou de dois anos, tanto faz) para que a inflação retorne a meta. Austrália, Colômbia, México, Paraguai, Polônia, Noruega, Rússia, dentre outros, utilizam um horizonte de médio prazo em seus regimes de meta. Chile, Japão e Suécia têm metas para aproximadamente dois anos à frente.

Sob o novo desenho, de forma a manter a *accountability* do regime, sugerimos que o presidente do BC continue sendo obrigado a escrever uma carta aberta para o Ministro da

Economia, nos moldes da atual, ao final de *todos os anos com desvio da inflação acumulada em 12 meses para além do intervalo de tolerância*. Ou seja, todos os desvios para além dos limites da banda devem ser justificados ao final de cada ano e não apenas os desvios existentes nas janelas acumuladas de janeiro a dezembro.

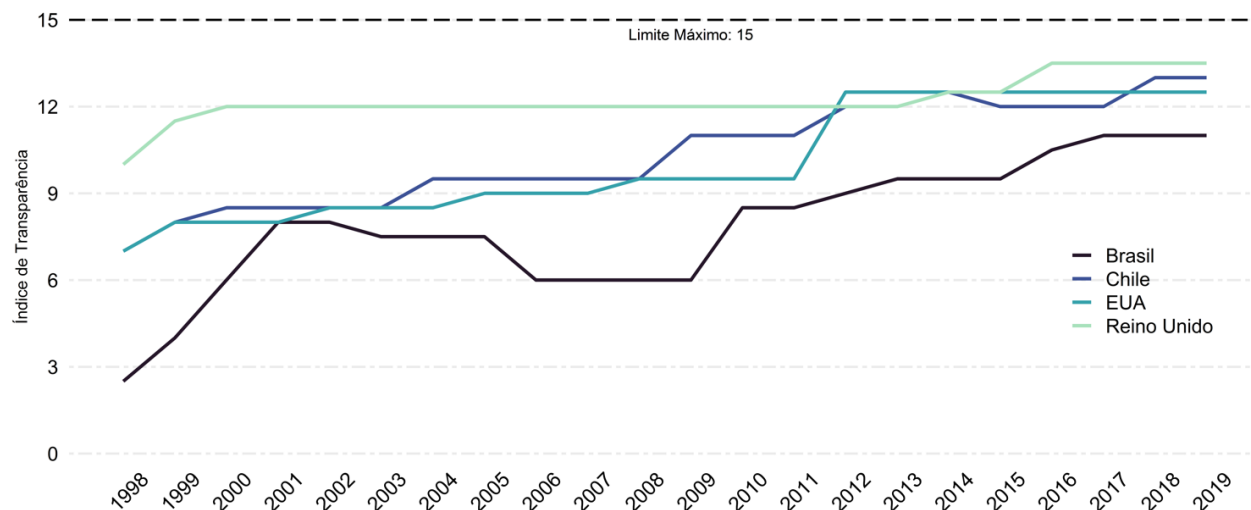
4.3 Proposta 3: Mais transparência para o BCB

Transparência é um elemento crucial para autoridades monetárias praticantes do regime de metas de inflação, por várias razões. Mais transparência: (i) aumenta o entendimento sobre as ações do Banco Central e a sua credibilidade; (ii) eleva a efetividade da política; (iii) aumenta a disciplina do policymaker, uma vez que movimentos sem fundamento elevam os custos reputacionais; (iv) aumenta a previsibilidade da política monetária, evitando eventos desestabilizadores no mercado financeiro; (v) ajuda na sustentação de Bancos Centrais autônomos; (vi) previne possíveis déficits democráticos de banqueiros centrais que têm preferências diferentes da sociedade; e, principalmente, (vii) facilita a prestação de contas para a população, garantindo alguma legitimidade democrática a uma instituição com perfil tecnocrático.

O Banco Central do Brasil é menos transparente do que poderia ser. Segundo um indicador que mede o grau de transparência de bancos centrais, o BCB está abaixo dos níveis de transparência observados em países como o Chile, Reino Unido e EUA - os quais, por sua vez, estão, respectivamente, 13,3%, 10% e 16,7% abaixo do que seria a “fronteira” da transparência. A Figura 5 ilustra o ponto desta argumentação.

É importante reconhecer que houve uma série de avanços na transparência do BC de 2019 para cá, por exemplo com a divulgação das estimativas de hiato do produto, de taxa de juros neutra e dos parâmetros do modelo de pequeno porte. Entretanto, as informações disponibilizadas atualmente ainda não são suficientes para emular as projeções oficiais. Mesmo com os avanços de transparência, é extremamente complicado replicar o modelo de pequeno porte do BC. Apenas para comparar, o Federal Reserve mantém disponíveis, e atualizados, os programas e dados que permitem simulações no seu modelo econômico.

Figura 5: Índice de Transparência de Bancos Centrais



Elaboração própria com dados de [Dinçer, Eichengreen e Geraats \(2022\)](#).

Além dessas questões referentes a modelagem, é importante mencionar que o BC não explicita as suas premissas quantitativas para o cenário internacional: apenas qualifica usando termos como “benigno”, “complexo”, “desafiador” etc. Além disso, o BCB divulga a sua projeção para o PIB doméstico somente para o ano corrente e, mais perto do final do ano, para o ano seguinte. Isso gera dificuldades de entendimento de como o BCB enxerga variáveis importantes, que fazem parte de seu mandato, para o horizonte relevante de política monetária. O BC do Chile, por exemplo, apresenta as premissas quantitativas de seu cenário internacional (termos de troca e crescimento do PIB mundial), bem como revela suas projeções para o PIB doméstico para um horizonte (relevante) de 24 meses à frente. O BCB poderia fazer o mesmo.

O BCB não divulga projeções para medidas de núcleo de inflação – o que permitiria inferir sinal, magnitude e persistência dos efeitos primários e secundários de choques, elementos cruciais para a política monetária (na medida em que os BCs deveriam, idealmente, combater apenas os efeitos secundários dos choques de oferta, utilizando o intervalo de metas para acomodar os efeitos primários). O BC do Chile, por exemplo, divulga as suas projeções de núcleo de inflação. O BCB poderia fazer o mesmo.

Por fim, o BCB não dá pistas sobre como é construído o seu balanço de riscos - o que mantém um elemento importante para a tomada de decisão em terreno opaco. Já houve casos

em que membros da diretoria do BCB utilizaram o balanço de riscos para justificar uma interrupção do ciclo de afrouxamento monetário - a despeito das projeções quantitativas do BCB apontarem a existência de espaço para novos cortes da Selic. Não que os modelos sejam capazes de capturar com perfeição a dinâmica da inflação, mas sem transparência, com boas justificativas, qualquer coisa pode acontecer, até mesmo decisões indesejadas.

Em suma, economistas frequentemente afirmam que transparência é essencial para o aperfeiçoamento das políticas públicas. Isso é verdade – e aqui propomos levar essa discussão até o BC, que deveria se aproximar da fronteira de transparência – ainda mais em um contexto em que goza de autonomia plena para tomar suas decisões.

4.4 Proposta 4: Extensão da quarentena para os (ex-)diretores do BCB

Hoje, qualquer diretor do BCB que se desligue da instituição é obrigado a passar por uma quarentena de seis meses, antes de assumir uma nova ocupação no setor privado. Uma quarentena de seis meses é curta à luz das melhores práticas internacionais.

A diretoria do Banco Central não é uma ocupação qualquer. Primeiro, porque se trata de uma posição de regulador do sistema financeiro. Segundo, porque diz respeito a um posto que define a política monetária, que afeta imensamente a performance das instituições do mercado financeiro. Terceiro, porque é uma ocupação em uma instituição que, como visto, tem carências de transparência, o que gera informações privilegiadas para quem passou pelo comando da instituição (p. ex., conhecimento preciso sobre os modelos e conjunto de variáveis utilizadas em sua estimação).

Se um diretor do BCB puder rapidamente migrar de seu posto para um cargo no mercado financeiro, isso pode gerar incentivos ruins, colocando em risco o interesse público. Decisões que possam desagradar seus possíveis futuros empregadores podem não ser consideradas adequadamente. Se incentivos importam, e tudo indica que eles importam para balizar as tomadas de decisão em qualquer campo, então o que muitos denominam de "porta giratória" deveria ser desativada. Em suma, existem inúmeros conflitos de interesse – razão pela qual foi instituída a regra de quarentena hoje vigente.

No debate público, muito se fala (e com razão) sobre a importância da autonomia do BCB em relação aos 'políticos'. No entanto, pouco se fala da autonomia do BCB em relação ao mercado financeiro. Em outras áreas da economia, há ampla literatura sobre o risco de captura do regulador pelo regulado.

Alguns economistas, como Nassim Taleb, professor da Universidade de Nova York (NYU),

são bem radicais para solucionar o problema da "porta giratória" entre regulador e regulado. Para ele, *"uma boa regra para a sociedade é obrigar aqueles que começam no serviço público a jurar que, posteriormente, jamais receberão do setor privado mais do que uma quantia fixa determinada; o restante deve ir para o contribuinte"*.¹⁰ Essa solução, contudo, corrige um problema criando outro. Afinal, poderia desestimular a entrada de profissionais de excelência na administração pública.

Outra proposta, que já foi ventilada no debate nacional por Nelson Barbosa, ex-ministro da Fazenda, sugere que ex-dirigentes do BCB deveriam ficar proibidos de trabalhar para o mercado financeiro por período equivalente ao tempo que trabalharam no BCB. Isso faria com que o Banco Central fosse comandado por profissionais em fim de carreira, tornando-se uma espécie de "Supremo Tribunal Monetário".

O problema dessa solução é que ela poderia incentivar passagens curtas pelo BCB. Sabendo que prazos longos, como os de 4 anos, vigentes na lei de autonomia do BCB, podem ser um empecilho à carreira futura, diretores tenderiam a encurtar sua passagem pela instituição, gerando outros problemas. Aliás, mandatos de 4 anos já são considerados curtos em comparação ao vigente em outros países praticantes do regime de metas, que geralmente têm mandatos de 5 a 8 anos.

A solução que consideramos mais adequada para resolver o problema em questão é a instituição de uma quarentena de dois anos, independentemente do tempo de permanência do diretor no BCB. Esse é o desenho atualmente adotado pelo Banco Central Europeu para cargos de alto escalão. Não elimina completamente o problema explicado, mas o atenua bastante.

4.5 Proposta 5: Mudança na composição e na explicação dos votos do Copom

O número atual de membros do Copom (com 8 diretores e um presidente) está adequado à experiência internacional e com um tamanho capaz de gerar deliberação genuína.¹¹ No entanto, a composição do Copom pode melhorar. Nas diversas composições desde quando foi instituído o regime de metas de inflação no país, apenas dois ou três diretores eram verdadeiros especialistas em política monetária. Os demais diretores cuidavam de áreas como fiscalização, regulação, administração, dentre outras.

¹⁰Ver Taleb (2018), página 173.

¹¹Warsh (2016) faz uma análise das características de comitês que geram um bom processo decisório, isto é, com deliberação genuína.

Faz sentido que algumas das principais decisões de política econômica do país sejam tomadas por uma maioria de pessoas que não são especialistas no assunto deliberado? É verdade que o corpo funcional do BCB é altamente qualificado, o que auxilia na tomada de decisão de todos os membros do Copom. Porém, a palavra final da escolha da taxa Selic é dos diretores.

No Reino Unido, há uma lei que requer indicações para o Monetary Policy Committee (MPC) com base na experiência ou no conhecimento em política monetária. Aliás, entre os 9 membros votantes do MPC, estão o Presidente, três diretores, o economista-chefe do Bank of England e quatro membros externos, nomeados para garantir que o MPC se beneficie do pensamento e da experiência de pessoas de fora do Banco da Inglaterra. Além disso, no MPC é fácil identificar e avaliar a contribuição de cada membro votante. Aliás, é comum no Reino Unido que o presidente do Banco Central vote com a minoria.

No Brasil, pode-se seguir o exemplo do Banco da Inglaterra. Primeiro, com um Copom formado por 9 especialistas em política monetária – ou seja, um Copom que não se restringe necessariamente aos diretores da instituição. Além de ter um Copom formado por especialistas em política monetária, seria desejável garantir alguma diversidade intelectual de seus membros. Nas várias composições do Copom desde 1999, houve casos em que os dois principais especialistas em política monetária tinham exatamente a mesma formação acadêmica, com passagens pelos mesmos centros de economia e orientados pelos mesmos orientadores. Isso é ruim porque a macroeconomia não é uma ciência exata e todas as decisões no campo são cercadas de muita incerteza. Nesse sentido, propomos mais pluralidade de conhecimento, experiência e prática entre os membros votantes do Copom, todos especialistas em política monetária, mas preservando um equilíbrio entre profissionais oriundos da academia, do mercado financeiro e do próprio Banco Central.

Por fim, sugerimos que a faculdade de explicar os votos dos membros do Copom seja efetivamente utilizada, de modo que a sociedade possa entender a contribuição de cada participante. A última vez que houve votos divergentes por parte de membros do Copom foi em março de 2016, há mais de seis anos. Desde então, passaram-se quase 50 reuniões do comitê, incluindo um período inédito de pandemia no meio, e todas as decisões de política monetária foram tomadas por unanimidade. A rigor, recentemente, o Copom utilizou o artifício de comunicar divergências que ocorreram no âmbito do Comitê (duas opiniões ou mais expressas na ata), mas no fim os votos acabaram sendo unânimes para uma posição única. Tal mecanismo mascara a leitura real das atas do Copom, dá uma impressão de unidade que é falsa, cria ruídos na comunicação e é pouco transparente.

4.6 Proposta 6: Transmissão das reuniões fechadas com o mercado

Poucos meses depois de assumir o posto de Presidente do BCB, Roberto Campos Neto declarou em uma entrevista ao jornal Valor Econômico que *“sempre nos pautamos pelo princípio do information for all, o que significa todos terão a mesma informação ao mesmo tempo”*. Sem *“information for all”*, criam-se ruídos desnecessários, que podem atrapalhar a efetividade da comunicação oficial, e uma assimetria entre os participantes do mercado, com ganhadores e perdedores definidos pelo acesso privilegiado à informação.

No passado, eram relativamente frequentes os boatos de que um ou outro analista ou operador de mercado teria ouvido um recado importante em reuniões fechadas com a presença de diretores do BCB. Esses rumores diminuíram muito depois que o BCB passou a divulgar quem é recebido em audiências. Contudo, o problema persiste - e há exemplos disso, como veremos a seguir.

Em abril de 2020, coluna de Alex Ribeiro, no Valor Econômico, reportou que *“há ruídos na sinalização do Banco Central de mais corte de juros, que foi feita em um evento fechado na última segunda, organizado por um banco privado, com a participação de membros do Copom. Como não há um registro oficial desse evento, com o encadeamento lógico da nova estratégia de política monetária, as opiniões de mercado têm sido formadas a partir de versões conflitantes de quem foi admitido ao encontro”*.¹²

Em setembro de 2021, após mais uma surpresa inflacionária, o mercado precificava uma aceleração no ritmo de aumento da Selic para 125 bps na reunião do Copom de setembro. Mas, em uma reunião fechada, organizada por um banco de investimento, houve a seguinte comunicação de um membro do Copom: *“Dizer que vamos fazer o que precisa ser feito para atingir a meta significa que vamos levar a Selic aonde precisar levar. Mas não significa que vamos reagir sempre a dados de alta frequência”*.¹³ Com essa mensagem, ficou claro que o BCB manteria o ritmo de 100 bps de aumento, o que, de fato aconteceu. O problema é que só quem participava do evento fechado pôde ouvir instantaneamente o recado. Isso gerou uma série de ruídos e controvérsias. Nas palavras de um economista bastante influente no debate público: *“ficamos preocupados porque achamos que a decisão do BC foi antecipada em um evento fechado. Isso é grave e insere ruídos importantes na comunicação”*.¹⁴

Para evitar problemas no futuro, propomos que, sempre que um membro do Copom se

¹²<https://valor.globo.com/brasil/coluna/saida-de-moro-deve-limitar-corte-de-juro.ghtml>

¹³<https://exame.com/economia/campos-neto-selic-inflacao/>.

¹⁴<https://www.infomoney.com.br/economia/e-grave-que-o-bc-antecipe-decisao-da-selic-em-um-evento-fechado-afirma-economista-chefe-do-bv/>

reunir com participantes do mercado ou com entidades privadas, as reuniões sejam transmitidas ao vivo pelo site do BCB e gravadas, para garantir a veracidade (ou não) de eventuais boatos sobre o que diretores disseram. Deste modo, qualquer que seja a comunicação feita, ela ficaria disponível para todos. Ou seja, *information really for all*.

4.7 Proposta 7: Repensar a meta de 3% com base em estudos para o caso brasileiro

Discussões sobre o nível da meta de inflação deveriam se basear em estudos sobre o “*nível ótimo de inflação*”. O problema é que, segundo muitos destes estudos, o nível ótimo de inflação se situa entre um número negativo (equivalente a menos a taxa real de juros de equilíbrio) até valores insignificamente superiores a zero. Essa prescrição, contudo, está em desacordo com a realidade dos países que adotam o regime de metas - o que pode ser considerado como um puzzle da teoria monetária [Schmitt-Grohé e Uribe (2010)].

Na prática, os economistas recorrem aos custos e benefícios da inflação para debater o seu nível ótimo. E não há razão para crer que os custos e benefícios de um mesmo nível de inflação sejam idênticos em países diferentes. Por exemplo, a recomendação de que o Brasil deveria ter uma meta de 3% sempre veio acompanhada do argumento de que esse é o patamar vigente em outros países da América Latina, como Chile e Colômbia. Mas por que exatamente deveríamos seguir esses *benchmarks*?

Para pensar o caso do Brasil, há que se considerar os custos e benefícios de diferentes níveis de inflação, dadas as especificidades da economia brasileira. Aliás, o país parece estar há anos escolhendo suas metas de inflação sem grandes embasamentos. Por exemplo, matéria de Alex Ribeiro no Valor Econômico de 2019 afirmou que “*nos últimos 20 anos, o Conselho Monetário Nacional (CMN) nunca utilizou estudos técnicos mais aprofundados para amparar suas decisões sobre a fixação da meta de inflação*”.¹⁵ Trata-se de uma afirmação surpreendente para uma política pública tão importante.

Isto posto, cabe perguntar: quais seriam os custos de uma taxa de inflação mais alta? Primeiro, a inflação corrói o poder de compra dos agentes que têm seus rendimentos fixados em termos nominais e/ou que, por motivos transacionais e especulativos, demandam moeda. Segundo, com inflação mais alta, os agentes precisam ir mais vezes ao banco para se proteger (o “custo de sola de sapato”). Terceiro, como preços nominais são rígidos, quanto

¹⁵<https://valor.globo.com/brasil/coluna/escolha-de-meta-nao-considera-estudos-sobre-a-inflacao.ghml>.

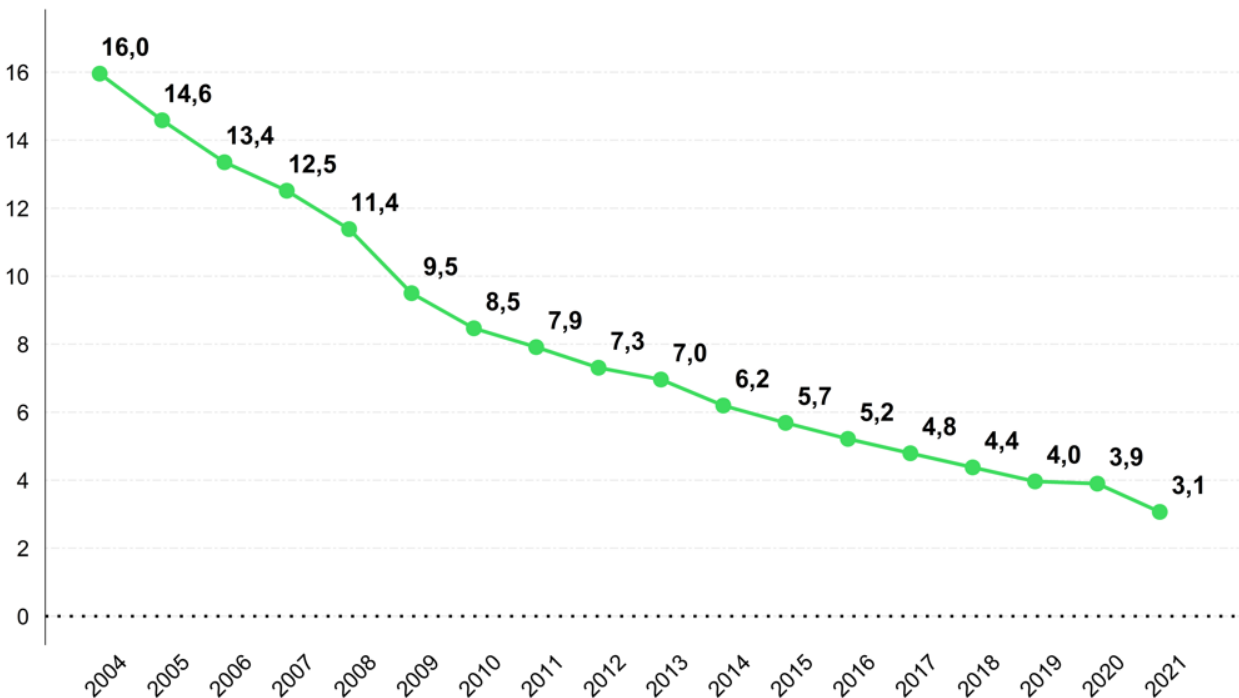
maior a inflação, maiores as distorções alocativas, pois uma inflação maior aumenta a dispersão de preços relativos. Quarto, uma inflação maior está associada a uma maior volatilidade e a uma maior dificuldade de prever a mesma, o que pode acarretar problemas de credibilidade para o BC.

É importante, porém, fazer uma ponderação sobre esses custos tipicamente levantados no debate econômico. Por exemplo, o “custo de sola de sapato” parece quantitativamente desprezível, sobretudo em um mundo com aumento de transações digitais (e de disseminação do PIX no Brasil). Além disso, o custo de bem-estar das distorções alocativas resultante de inflações mais altas tem sido questionado pela evidência empírica recente [ver [Nakamura et al \(2018\)](#)].

Por outro lado, quais seriam os benefícios associados a um nível maior de inflação? O primeiro benefício – que vinha balizando propostas de elevação das metas de inflação nos EUA e na Europa – é que metas de inflação mais altas ajudam os Bancos Centrais a estimular as economias em situações de *effective lower bound*. Isso parecia uma situação muito distante da realidade brasileira há alguns anos, mas na crise da pandemia, a taxa Selic foi reduzida até 2%, patamar interpretado pelo BCB como o *effective lower bound* brasileiro. Além disso, a média móvel de 10 anos da taxa real de juros no Brasil está em uma longa trajetória de queda nos últimos 20 anos (ver Figura 6 abaixo), o que sugere que situações de *effective lower bound* podem se tornar mais corriqueiras no futuro.

Outro argumento em prol de um nível de inflação mais alto é que isso pode auxiliar países com graves problemas fiscais e com dificuldade de fazer ajustes, como o Brasil. Como diversas despesas não podem ser reduzidas nominalmente – dentre as quais os salários do funcionalismo – uma meta de inflação mais elevada daria maior flexibilidade à política fiscal ao permitir maior controle do valor real de certas rubricas de despesa [ver [Werlang \(2021\)](#)]. Aliás, esse mecanismo foi crucial para a contenção da despesa real em 2021 no Brasil. Uma meta de inflação mais alta pode ser também importante para ajudar a reduzir o prêmio salarial público-privado de alguns setores do funcionalismo que são altos em comparações internacionais, como há evidências de que ocorre no caso do governo federal.

Figura 6: Taxa Selic Real ex-post (média móvel de 10 anos)



Elaboração própria com base em dados do BCB e IBGE.

Além disso, para países com situação econômica caracterizada como de “fragilidade fiscal”, há um estudo de pesquisadores brasileiros que indica que metas de inflação mais altas permitem a convivência com um quadro fiscal pior sem crises de confiança [ver [Araújo et al \(2020\)](#)]. Aliás, quando a meta de inflação no Brasil já tinha sido definida em 4% para 2020, Aloísio Araújo e Paulo Lins, autores do estudo supracitado, escreveram um artigo de opinião no blog do IBRE dizendo que seria “*um erro diminuir mais a meta de inflação*” [[Araújo e Lins \(2018\)](#)]. Curiosamente, esses argumentos parecem nunca terem sido considerados pela política pública no Brasil.

Também é importante mencionar, como vimos na Tabela 1 que o Brasil tem convivido há anos com um crescimento médio relativamente alto de preços administrados (8,1% desde 1999) e de alimentação no domicílio (7,6% no mesmo período). A menos que haja razões para esperar que esses grupos se comportem de maneira muito diferente no futuro, uma meta de inflação de 3% pode precisar manter os demais componentes do IPCA (serviços e industriais) rodando, em patamares extremamente reduzidos, o que nos parece inviável de se realizar sem custos econômicos expressivos.

Por fim, como mostram os trabalhos de Bráulio Borges, pesquisador do FGV IBRE, a definição da meta de inflação precisa antes entender quais são os vieses associados ao IPCA e como eles evoluem ao longo do tempo, em um contexto no qual a atualização da estrutura de ponderação desse índice é feita a cada 6 ou 7 anos, com as novas Pesquisas de Orçamentos Familiares (POFs). Há um estudo que estima um viés de cerca de +0,31 p.p. ao ano para o IPCA entre agosto de 1999 e junho de 2006 [Rojas (2008)]. Além disso, o próprio Bráulio Borges estima que o IPCA parece ter superestimado a inflação brasileira em cerca de 0,7 p.p. ao ano entre 2006 e 2017 [Borges (2022)]. Isso tem consequências para a escolha de uma meta de inflação baixa com base no IPCA.

Tendo em vista os argumentos acima, não é claro que o Brasil deveria necessariamente ter uma meta de 3%. Para evitar que esse patamar de inflação possa trazer mais custos do que benefícios, sugerimos que essa discussão seja feita com base em análises para o caso específico do Brasil - sendo que os poucos estudos recentes disponíveis parecem defender uma meta mais elevada. Aliás, dada a prática de buscar *benchmarks* para escolher o nível da meta, é bom frisar que 4% é a meta média dos países emergentes praticantes do regime [ver Ha, Kose e Ohnsorge (2019)] – ou seja, não há nada no patamar de 3% que nos condene à sua escolha.

4.8 Proposta 8: Metas de núcleo de inflação ao invés do IPCA cheio

Núcleos de inflação são medidas que procuram captar a tendência inflacionária, desconsiderando distúrbios resultantes de choques temporários ou localizados. Essas medidas permitem um entendimento menos “poluído” do que ocorre com a inflação.

Existem várias formas de calcular núcleos de inflação. Em alguns casos, exclui-se do cálculo um conjunto predeterminado de bens e serviços (nos EUA, alimentos e combustíveis; no Brasil, alimentação no domicílio e preços administrados), considerados, a priori, mais voláteis e/ou menos sujeitos à dinâmica de mercado. Em outros casos não há um conjunto predeterminado de bens e serviços; apenas são excluídos da conta aqueles preços que mais caíram ou subiram num período particular. Outra técnica possível altera os pesos dos produtos no índice de preços, atribuindo ponderação maior para os menos voláteis e menor para os mais voláteis.

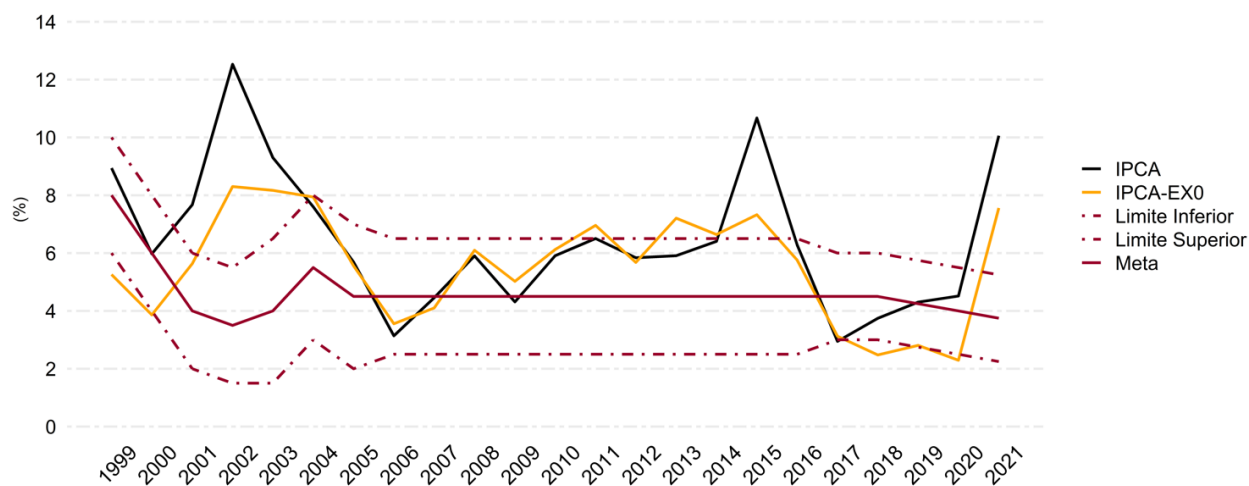
Antes de prosseguir, vale esclarecer que não se trata de “expurgar” a inflação para reduzir indevidamente a responsabilidade do Banco Central pela estabilidade de preços, mas sim de permitir uma distinção mais clara entre fenômenos passageiros e localizados e os persistentes e generalizados – estes últimos bem mais importantes.

Como mostrado na segunda seção, choques de oferta são importantes para explicar a dinâmica inflacionária brasileira. No desenho atual do regime de metas de inflação no Brasil, que tem o IPCA cheio e o ano calendário como referências, o BCB tem incentivo a reagir a choques de oferta para cumprir seu objetivo fundamental de zelar pela estabilidade de preços.

No entanto, as boas práticas do regime de metas recomendam que a autoridade monetária deveria combater apenas os efeitos secundários dos choques de oferta. Ou seja, os bancos centrais deveriam reagir não ao efeito primário do choque, mas sim à sua disseminação sobre os demais preços da economia, em especial sobre os componentes mais persistentes e sistemáticos da inflação. E a razão para isso é evitar que a política monetária gere volatilidade excessiva na atividade econômica, sob tentativa de controlar componentes voláteis da inflação.

Nesse sentido, pode ser interessante a adoção de uma medida de núcleo como meta de inflação. A Figura 7, indica que se essa tivesse sido a prática adotada desde o início do regime de metas e a medida de núcleo considerada fosse a IPCA EX0, a política monetária teria sido mais contracionista entre 2007-2014, período em que a economia se encontrava aquecida, com hiato do produto positivo, porém teria sido mais estimulativa nos demais momentos, como entre 2017 e 2019, período em que a economia estava extremamente de-saquecida, com hiato do produto bastante negativo.

Figura 7: IPCA vs Núcleo do IPCA (IPCA EX0)



Elaboração própria com base em dados do BCB e IBGE.

Ainda que a adoção de metas de núcleo seja uma prática pouco comum entre países praticantes do regime de metas, em função de uma maior dificuldade de explicar à população que a inflação combatida não é exatamente àquela que emana de sua cesta de consumo, núcleos de inflação têm capacidade preditiva melhor e são mais sensíveis à política monetária [ver [Cecchetti \(1996\)](#); [Bryan e Cecchetti \(2007\)](#)]. Tecnicamente, núcleos de inflação representam a maneira mais correta para balizar a política monetária – nas palavras, citadas na segunda seção, dos responsáveis pela implementação do regime de metas no Brasil. O BC dos EUA, p. ex., conduz a sua política monetária com base em uma medida de núcleo de inflação.

A inflação cheia (em vários países, não só no Brasil) é bastante influenciada por fatores globais, como preços de commodities, capacidade ociosa mundial, taxas de câmbio e cadeias globais de valor. Isso explica a razão pela qual a inflação cheia ao consumidor tem se tornado mais sincronizada entre os diferentes países desde a crise global de 2008. No entanto, o mesmo fenômeno não ocorre com os núcleos de inflação, que são bem mais influenciados por fatores domésticos [ver [Forbes \(2019\)](#)].

Portanto, a adoção de uma medida de núcleo de inflação para o regime de metas brasileiro aprimoraria a atuação da política monetária na suavização das flutuações econômicas. De maneira a minimizar problemas de transparência oriundos da adoção de uma medida de núcleo, sugerimos a utilização do IPCA EX0, calculado há muitos anos pelo BCB e de mais fácil compreensão pela população, na medida em que apenas retira da cesta de consumo os grupos de preços administrados e de alimentação no domicílio. Por fim, uma meta de núcleo de inflação tornaria mais crível e menos custosa a adoção de um alvo de inflação mais baixo, de 3%, como já estabelecido para 2024 e como parece ser o desejo de uma parcela considerável dos economistas.¹⁶

4.9 Proposta 9: Alterar a composição do CMN para a escolha das metas de inflação

Conforme visto, a composição atual do CMN é dada pelo Ministro da Economia, pelo presidente do Banco Central e pelo Secretário Especial de Fazenda do Ministério da Economia. Trata-se de uma composição ruim para a escolha da meta de inflação, porque há dois vo-

¹⁶Aliás, há um trabalho de Diogo Guillén, atual diretor do BCB, que conclui que “o Brasil deveria caminhar para um regime de metas de inflação por núcleo e com uma meta de inflação entre 2% e 3%”. Ver [Guillén \(2021\)](#)].

tos para o Ministério da Economia, sendo que existe hierarquia dentro do Ministério, com o Ministro da Economia sendo o chefe do Secretário Especial de Fazenda. Assim, a vontade do Ministro da Economia pode facilmente virar maioria dos votos do CMN (2 de 3), tornado as escolhas, na prática, monocráticas.

Para alterar essa realidade, sugerimos, em primeiro lugar, o fim da “dupla contagem” de votos do Ministério da Economia, mantendo apenas a participação do ministro dessa pasta no CMN. Em segundo lugar, sugerimos a participação da comunidade acadêmica na escolha das metas de inflação, por meio da nomeação de um membro da academia, especialista em política monetária, a ser escolhido pela Comissão de Assuntos Econômicos (CAE) do Senado Federal para um período de quatro anos. Além de reduzir a possibilidade de decisões monocráticas, a nova composição ampliaria a qualidade da discussão sobre a meta de inflação no país, trazendo mais embasamento técnico para o debate. Nesse caso, a escolha da meta de inflação pelo CMN seria feita pelo Ministro da Economia, pelo Presidente do Banco Central e por um membro externo oriundo da academia.¹⁷

Caso o Ministério do Planejamento volte a existir no futuro, sugerimos que a escolha da meta de inflação volte a ser feita pelo Ministro da Economia, pelo Presidente do Banco Central e pelo Ministro do Planejamento, tal como era a composição do CMN antes de 2019, acrescido da presença de dois novos membros externos escolhidos pela CAE do Senado Federal, nos moldes propostos no parágrafo anterior.

4.10 Proposta 10: reavaliações periódicas do regime de metas

As mudanças no desenho do regime de metas de inflação no Brasil, quando ocorrem, acontecem sem uma periodicidade definida. Além disso, a verdade é que foram poucas as mudanças implementadas de 1999 até aqui – e todas mais superficiais, sem grande profundidade no desenho do regime. Foi assim quando as metas de inflação e as bandas de tolerância foram alteradas; quando se mudou o formato das Atas do Copom; quando a forma de cálculo dos cenários de inflação (p. ex. cenário de mercado com uma trajetória de câmbio seguindo a paridade do poder de compra) mudou; quando as autoridades passaram a divulgar medidas de hiato do produto e juro neutro; quando foi modificado o escopo da pesquisa Focus etc.

Não há, no Brasil, uma avaliação do regime de metas que trate de seu desempenho e de possibilidades de melhoria. Será que depois de duas décadas o melhor desenho para o

¹⁷Outra proposta seria substituir a presença do Presidente do BC por outro acadêmico, especialista em política monetária, sob o argumento de que o regulador não deveria decidir o que deve ser regulado.

regime de metas é aquele pensado em 1999? Difícil acreditar que sim. Nesse sentido, propomos que o BCB faça uma reavaliação periódica, ainda que em intervalos longos, de 10 em 10 anos, de: (i) sua estratégia de política monetária, (ii) seu conjunto de instrumentos disponível, e; (iii) sua comunicação. Trata-se de algo na linha de um “*spending review*” periódico, tal como faz o Federal Reserve – que, em 2020, alterou o seu regime para “*average inflation targeting*” diante dos novos fatos da experiência, ou seja, de uma economia frequentemente próxima do *effective lower bound*, com expectativas de inflação bem ancoradas e com um histórico de inflação abaixo da meta.

5 Considerações Finais

Este artigo procurou fazer uma reflexão sobre possíveis aperfeiçoamentos para o regime de metas de inflação no Brasil, que já completa 23 anos de história. Após um breve diagnóstico da performance macroeconômica do país desde 1999, foram feitas dez propostas para balizar a condução da política monetária no Brasil. São elas: (i) Duplo mandato efetivo para o Banco Central; (ii) Metas de inflação de médio prazo ao invés de ano-calendário; (iii) Mais transparência para o BCB; (iv) Extensão da quarentena dos (ex-)diretores do BCB; (v) Mudança na composição e na explicação dos votos do Copom; (vi) Transmissão ao vivo das reuniões fechadas com o mercado; (vii) Repensar a meta de 3% com base em estudos para o caso brasileiro; (viii) Metas de núcleo de inflação; (ix) Alterar a composição do CMN para a escolha das metas de inflação; (x) Reavaliações periódicas do regime de metas

De forma geral, estas propostas buscam aprimorar a institucionalidade do arcabouço vigente, dar maior flexibilidade e transparência para a atuação da política monetária, tendo em vista as características da inflação no país – que sofre forte influência de choques de oferta – e a necessidade de dar maior peso às flutuações da atividade econômica e do desemprego nas decisões do Banco Central.

O objetivo último, obviamente, é estimular um debate que vá na direção de melhorar o desempenho macroeconômico do país. Afinal, crescer 1% ou 2% a.a. não corresponde ao projeto de quem quer que seja para o Brasil. Reconhecemos, no entanto, que a política monetária é apenas uma peça de uma engrenagem bastante complexa. Para que o país volte a apresentar taxas de crescimento satisfatórias, outras peças precisam ser também aprimoradas – o que deve ser complementado com uma agenda de reformas que remova as principais restrições ao desenvolvimento do país.

6 Referências bibliográficas

Aghion, P., Askenazy, P., Berman, N., Clette, G. e Eymard, L. “Credit Constraints and the Cyclicalidade of RD Investment: Evidence from France.” *Journal of the European Economic Association* 10(5):1001–1024, 2012.

Araújo, A. P. D., Santos, R., Lins, P. D. C., e Valk, S. D. (2020). Inflation targeting under fiscal fragility.

Araújo, A. P. D., Lins, P. D. C., (2018). É um erro diminuir mais a meta de inflação. Blog do IBRE FGV. Ver: <https://blogdoibre.fgv.br/posts/e-um-erro-diminuir-mais-meta-de-inflacao>.

Ball, L. M., Onken, J. (2021). Hysteresis in unemployment: evidence from OECD estimates of the natural rate (No. w29343). National Bureau of Economic Research.

Barboza, R. M; Borges, B. (2020). Reformas e Crescimento. *Valor Econômico*.

Bernanke, B. S., Laubach, T., Mishkin, F. S., Posen, A. S. (2018). *Inflation targeting: lessons from the international experience*. Princeton University Press.

Bianchi, F., Comin, D., Kung, H., Kind, T., e Matusche, A. (2019), “Slow Recoveries through Fiscal Austerity: New Insights in the Effects of Fiscal Austerity.”

Blanchard, O., Cerutti, E., Summers, L. (2015). Inflation and activity—two explorations and their monetary policy implications (No. w21726). NBER.

Borges, B. (2022). IVAR-FGV: Por que é preciso uma “Boskin Commission” brasileira. Blog do IBRE.

Bogdanski, J., Tombini, A. A., Werlang, S. R. D. C. (2000). Implementing inflation targeting in Brazil. Banco Central do Brasil Working Paper, (1).

Bryan, M. F., Cecchetti, S. G. (2007). 6. Measuring Core Inflation (pp. 195-220). University of Chicago Press.

Cerra, M. V., Fatás, A., Saxena, M. S. C. (2020). Hysteresis and business cycles. International Monetary Fund.

Cecchetti, S. G. (1996). Measuring short-run inflation for central bankers. NBER working paper, (w5786).

Dincer, Eichengreen and Geraats. (2022). "Trends in Monetary Policy Transparency: Further Updates," *International Journal of Central Banking*, March 2022.

Fatás, A., 2000, "Do Business Cycles Cast Long Shadows? Short-run Persistence and Economic Growth." *Journal of Economic Growth* 5(2):147–162.

Forbes, K. (2019). Inflation dynamics: Dead, dormant, or determined abroad? (No. w26496). National Bureau of Economic Research.

FMI (2020). Brazil: 2020 Article IV Consultation-Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for Brazil

Guillén, D. (2021). O Futuro da política monetária no Brasil. Em "O Futuro do Brasil" Org. Fábio Giambiagi, São Paulo. Editora Atlas.

Ha, J., Kose, M., Ohnsorge, F. (2019). Inflation in emerging and developing economies: Evolution, drivers, and policies. World Bank Publications.

Jordà, Ò. e Singh, S. R. e Taylor, A. M., "The Long-Run Effects of Monetary Policy." (January 2020). NBER Working Paper No. 26666.

Leeper, E. M. (1991). Equilibria under 'active' and 'passive' monetary and fiscal policies. *Journal of monetary Economics*, 27(1), 129-147.

Martin, P., e Rogers, C. A. (1997). "Stabilization Policy, Learning-by-doing, and Economic Growth." *Oxford Economic Papers* 49(2):152–166.

MCM. (2021). Efeito de choques sobre o núcleo de inflação. Relatório para clientes.

Nakamura, E., Steinsson, J., Sun, P., Villar, D. (2018). The elusive costs of inflation: Price dispersion during the US great inflation. *The Quarterly Journal of Economics*.

Rojas, A. F. M. (2008). Estimativa do viés de substituição na inflação ao consumidor e seu impacto na previdência (Doctoral dissertation, Universidade de São Paulo).

Sargent, T. J., Wallace, N. (1981). Some unpleasant monetarist arithmetic. *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, 5(3), 1-17.

Schmitt-Grohé, S., Uribe, M. (2010). The optimal rate of inflation. In *Handbook of monetary economics* (Vol. 3, pp. 653-722). Elsevier.

Schmidt-Hebbel, K., Carrasco, M. (2016). The past and future of inflation targeting: implications for emerging-market and developing economies. In *Monetary policy in India* (pp. 583-622). Springer, New Delhi.

Stiglitz, J. E., 1993, "Endogenous Growth and Cycles." NBER Working Paper No. 4286. National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.

Taleb, N. N. (2018). Arriscando a própria pele: Assimetrias ocultas no cotidiano.

Warsh, K.; (2016). Institutional Design: Deliberations, Decisions, and Committee Dynamics; In: Cochrane, J.; Taylor, J.; Central Bank Governance Oversight Reform; Hoover Institution press.

Werlang, S. (2021). Em Defesa de um Monetarismo Fiscalista. Broadcast.

Woodford, M. (2001). Fiscal requirements for price stability. NBER Working Paper No. 8072. National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.