

**Macroeconomia**

**Breve nota sobre regime de metas de inflação e crescimento econômico**

*Norberto Montani Martins\**

**Resumo:** O crescimento econômico brasileiro na história recente é, no mínimo, decepcionante: nos últimos anos, o Brasil cresceu menos que o mundo e que as economias emergentes, em geral. A reestruturação do arcabouço de política econômica em 1999, pautada, dentre outras medidas, na adoção da sistemática de metas para inflação, não logrou romper a trajetória de baixo crescimento da economia brasileira. Pelo contrário, o novo regime apenas reforçou o resultado agonizante do país segundo esta métrica. Nesse contexto, o artigo tem por objetivo analisar se o fraco desempenho brasileiro é um caso particular ou se a implementação do regime de metas para inflação, genericamente, pode ser associada a resultados inferiores quanto ao crescimento, conforme a experiência de outras jurisdições.

**Palavras-chave:** Regime de Metas para Inflação, crescimento econômico, Brasil.

**Classificação JEL:** E52; E60; O50.

---

\* Doutorando do Programa de Pós-Graduação em Economia do Instituto de Economia da UFRJ.  
E-mail: [norberto.martins@anbima.com.br](mailto:norberto.martins@anbima.com.br)

## 1 Introdução

O crescimento econômico brasileiro desde a adoção do regime de metas de inflação (RMI) pode ser considerado frustrante. Via de regra, a economia brasileira cresceu a taxas inferiores em relação à economia mundial e significativamente inferiores quando confrontadas com as taxas de seus pares emergentes, como ilustrado na Tabela 1.

A decepção também deriva do fato de que o crescimento pós-1999 não rompeu o padrão anterior, marcado pela instabilidade e/ou baixo dinamismo, que vigorava desde a crise do início dos anos 1980. Ainda, conforme o levantamento histórico realizado por Gonçalves (2014), que abarca o período desde o início da República, o desempenho recente é, no máximo, classificável como “fraco” ou “mediocre”.

**Tabela 1 - Crescimento Real do PIB (% a.a.)**

	99	00	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11	12	13
<b>Brasil</b>	0,3	4,3	1,3	2,7	1,1	5,7	3,2	4,0	6,1	5,2	-0,3	7,5	2,7	1,0	2,3
<b>Mundo</b>	3,7	4,7	2,3	2,8	3,8	5,1	4,7	5,2	5,3	2,7	-0,4	5,2	3,9	3,2	3,0
<b>Emergentes</b>	3,7	5,7	3,8	4,6	6,3	7,8	7,3	8,2	8,7	5,9	3,1	7,5	6,3	5,1	4,7

Fonte: FMI (World Economic Outlook Database, abril de 2014).

Ainda que a principal preocupação do novo regime estivesse associada ao controle inflacionário<sup>1</sup>, era notável a perspectiva de que o arcabouço lograsse maior estabilidade da atividade econômica e, a partir desta estabilidade, a retomada de taxas mais elevadas de crescimento. Como apontado pelo próprio Banco Central do Brasil (2014: 3): “há consenso na sociedade sobre as vantagens da estabilidade de preços, condição necessária para que possa haver crescimento autossustentado”.

Entretanto, o novo regime apenas reforçou o resultado agonizante do país segundo esta métrica.

Diante deste quadro, dois questionamentos podem ser levantados. O primeiro relativo às causas do fenômeno do baixo crescimento no Brasil: seria possível associar a continuidade, em relação às décadas de 1980 e 1990, do fraco desempenho da atividade econômica no país à própria adoção do RMI? O segundo, que ajuda a explicar o primeiro, diz respeito à experiência de outros países com este regime: a subordinação do objetivo do crescimento econômico ao controle inflacionário nos países que adotaram o RMI implicou, genericamente, um desempenho menos favorável em termos daquela variável?

Esta breve nota tem por objetivo responder às duas perguntas anteriores conjuntamente. Genericamente, busca-se analisar o desempenho, em termos de crescimento econômico, dos países que adotaram o RMI como pedra fundamental

<sup>1</sup> “A opção pelo sistema de metas para a inflação em momento de crise e incerteza refletiu uma enorme preocupação com o risco de perda de controle sobre as expectativas de inflação. Num país com nossa história de inflação, tal des controle traria consigo a ameaça da reindexação e o pesadelo do retorno à instabilidade que existia antes do Plano Real.” (Fraga Neto, 2011: 25-6).

de seu arcabouço de política econômica. Mais especificamente, busca-se avaliar se o fraco desempenho brasileiro é um caso particular ou se a implementação do RMI, genericamente, pode ser associada a resultados inferiores quanto ao crescimento econômico.

Ela está dividida em quatro partes, sendo a primeira esta introdução. A segunda seção analisa a evolução das taxas de crescimento econômico da totalidade dos países que adotaram o RMI face à economia mundial. A terceira seção reproduz essa análise dividindo a amostra entre países avançados e emergentes. A quarta seção conclui o artigo.

## **2 Regime de Metas de Inflação e Crescimento: a Experiência Mundial**

A Nova Zelândia foi o primeiro país a implementar o regime de metas para inflação (RMI), o que ocorreu em dezembro de 1989, e desde então uma série de jurisdições, heterogêneas no que se refere às experiências desenvolvimento econômico, optou por adotar esta sistemática de condução da política monetária e da política econômica em geral.

Em breve definição, o RMI consiste numa estratégia de política monetária que define a estabilidade de preços como principal objetivo desta política. Metas explícitas para a evolução de um indicador de inflação são anunciadas previamente e as ações dos bancos centrais pautadas e direcionadas a esse objetivo, com a mobilização dos instrumentos correspondentes – para uma descrição mais acurada do RMI, ver Modenesi (2005: Capítulo 3) e Hammond (2012).

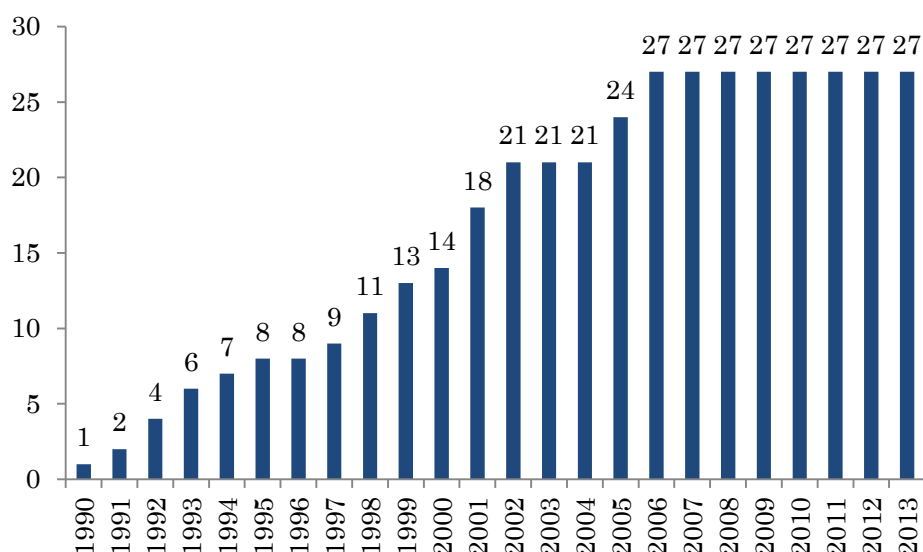
Em geral, neste regime, a política monetária assume um papel hierarquicamente superior às outras frentes de política econômica, em especial, a política fiscal, pautando as ações dos formuladores de política e associando a estabilidade da economia em geral à estabilidade dos preços. O crescimento econômico, nesse contexto, fica em segundo plano, sendo um subproduto da referida estabilidade.

A partir dessa caracterização, buscamos avaliar se a subordinação do objetivo do crescimento ao controle inflacionário nos países aderentes ao RMI implicou um desempenho mais fraco em termos de crescimento. Para tal, analisamos basicamente a evolução da taxa de crescimento real do PIB nos países que adotaram o RMI perante o PIB mundial, a partir dos dados da World Economic Outlook Database do Fundo Monetário Internacional (FMI).

O Gráfico 1 detalha o número de países que implementaram o referido regime. Ele permite observar a evolução positiva e a difusão dessa sistemática nos bancos centrais ao redor do mundo. Para nosso interesse momentâneo, o relevante é constatar que a amostra ganha consistência a partir de 2002, quando o número de países aderentes supera a marca dos 20, sendo que desde 2007 este número se mantém estável em 27 países. Países que adotaram o RMI e depois o desmancharam entraram e saíram da amostra nos períodos correspondentes.

São eles Espanha e Finlândia, que desmancharam a base institucional do RMI internamente devido à adoção do Euro.

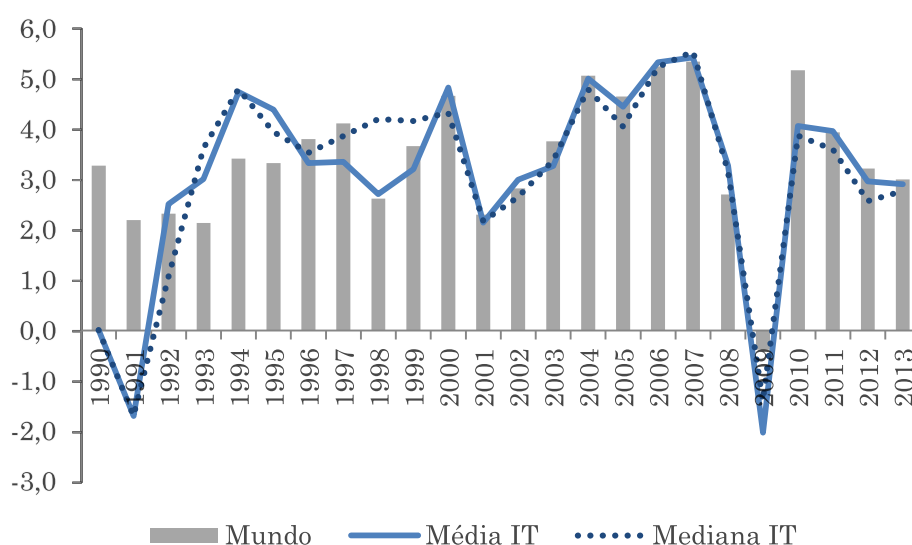
**Gráfico 1: Número de Países que adotaram o RMI**



Fonte: Elaboração própria a partir de Hammond (2012).

A partir da amostra anterior, foram calculados a média e a mediana da taxa de crescimento para o conjunto de países que adotaram efetivamente o RMI, estatística que comparamos ao crescimento real do PIB mundial. O resultado é ilustrado no Gráfico 2. Desde 2002, quando temos uma amostra relevante e menos viesada pelo peso individual de cada país, podemos observar que o crescimento real do PIB dos países aderentes ao RMI não difere substancialmente do crescimento do PIB mundial.

**Gráfico 2: Crescimento Real do PIB, Países Seleccionados e Mundo (% a.a.)**



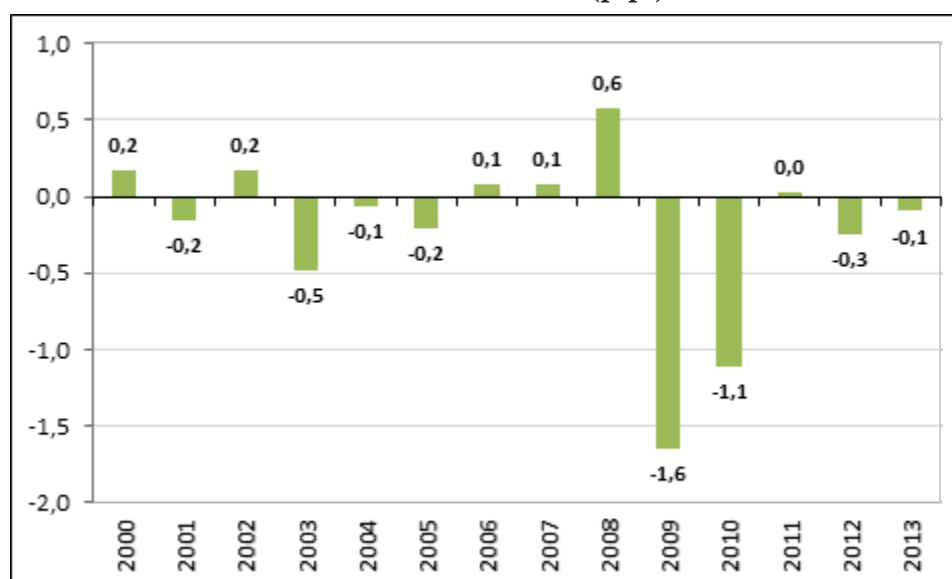
Fonte: Elaboração própria a partir de FMI (World Economic Outlook Database, abril de 2014).

Com mais detalhe, o Gráfico 3 ilustra que, em média, o desempenho dos países aderentes ao RMI é bastante semelhante ao desempenho mundial no período 2000-2008 – a discrepância negativa de 2003 é compensada pela discrepância positiva de 2008. Já o biênio 2009-2010, marcado pela eclosão da crise financeira e sua difusão internacional, demonstra um resultado claramente inferior destes países: aparentemente, os países que utilizaram a sistemática de metas de inflação durante a crise, viram seu crescimento se reduzir mais que a média mundial.

Uma hipótese a ser levantada é que, como a redução da inflação se deu de forma defasada em relação à queda na atividade e no emprego, estes países demoraram ou foram mais conservadores na redução das taxas de juros que os demais que não aderem ao RMI. O caso brasileiro é ilustrativo, valendo lembrar a menção ao “erro de Meirelles” para se referir à elevação da taxa Selic às vésperas da quebra do banco Lehman Brothers em setembro de 2008 e sua manutenção no patamar de 13,75% até janeiro de 2009.

Já a partir de 2011, contudo, retornamos à situação exterior de mimetismo da taxa de crescimento mundial.

**Gráfico 3: Diferencial entre o crescimento real do PIB dos países aderentes ao RMI e mundial (p.p.)**



Fonte: Elaboração própria a partir de FMI (World Economic Outlook Database, abril de 2014).

Da análise deste simples indicador, podemos chegar à conclusão de que, salvo pelo biênio marcado pela crise internacional de 2008-2009, a subsunção do crescimento econômico ao controle da inflação nos países que adotaram o RMI não parece ter implicado um resultado menos favorável em termos da primeira variável: a taxa de crescimento do PIB se comportou de forma razoavelmente semelhante à média mundial.

Seria o Brasil, nesse contexto, um caso único dentre os países aderentes ao RMI?

### 3 Regime de Metas de Inflação e Crescimento: Economias Avançadas *versus* Emergentes

Um exercício derivado da abordagem mais simplória da seção anterior diz respeito à separação dos países aderentes ao RMI em dois grupos: o primeiro, congregando as economias ditas avançadas; o segundo, as economias emergentes; ambos conforme a classificação sugerida pelo FMI.

Com efeito, como destacamos acima, a sistemática das metas para inflação foi adotada por jurisdições com elevado grau de heterogeneidade em termos de experiências desenvolvimento econômico. Ainda que não devam nos restringir numa análise de desenvolvimento à dimensão da renda – no caso, da renda *per capita* –, esse critério de classificação permite que observemos uma característica interessante em nosso exercício.

**Tabela 2 - Países aderentes ao RMI e média do crescimento real do PIB após a adesão (% a.a.)**

Países Avançados			Economia Emergentes		
País	Ano de adoção do RMI	Média crescimento real do PIB com RMI (% a.a.)	País	Ano de adoção do RMI	Média crescimento real do PIB com RMI (% a.a.)
Austrália	1993	3,4	Armênia	2006	4,6
Canadá	1991	2,4	Brasil	1999	3,1
Rep. Tcheca	1997	2,3	Chile	1999	4,0
Finlândia*	1993	3,6	Colômbia	1999	3,7
Islândia	2001	2,3	Gana	2002***	6,9
Israel	1992**	4,5	Guatemala	2005	3,6
Coréia do Sul	1998	4,0	Hungria	2001	1,6
Nova Zelândia	1989	2,6	Indonésia	2005	5,9
Noruega	2001	1,5	México	2001	2,1
Espanha*	1994	3,7	Peru	2002	6,3
Suécia	1995	2,6	Filipinas	2002	5,2
Reino Unido	1992	2,4	Polônia	1998	3,8
			Romênia	2005	2,7
			Sérvia	2006****	1,6
			Áfr. do Sul	2000	3,4
			Tailândia	2000	4,1
			Turquia	2006	4,0

Fonte: Elaboração própria a partir de Hammond (2012) e FMI.

\* RMI desmanchado em função da adesão ao Euro.

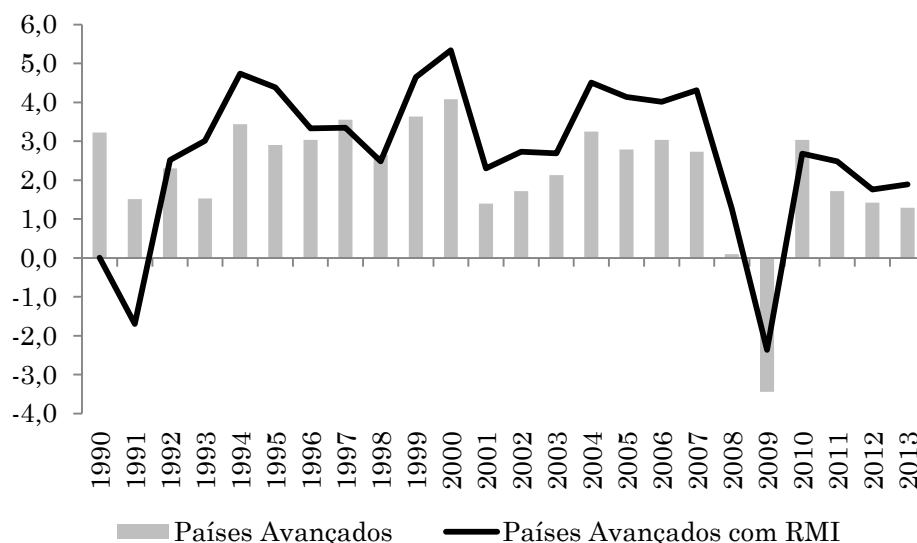
\*\* Informalmente; formalmente a partir de 1997.

\*\*\* Informalmente; formalmente a partir de 2007.

\*\*\*\* Informalmente; formalmente a partir de 2009.

Notadamente, ao comparar a taxa de crescimento real do PIB dos países avançados que aderiram ao RMI com a média dos países avançados, podemos observar, conforme disposto no Gráfico 4, que o desempenho daqueles foi superior. Em outras palavras, a subordinação do objetivo do crescimento econômico ao combate da inflação nos países avançados que adotaram o RMI parece ter implicado uma performance não menos, porém mais favorável em termos de dinamismo da economia.

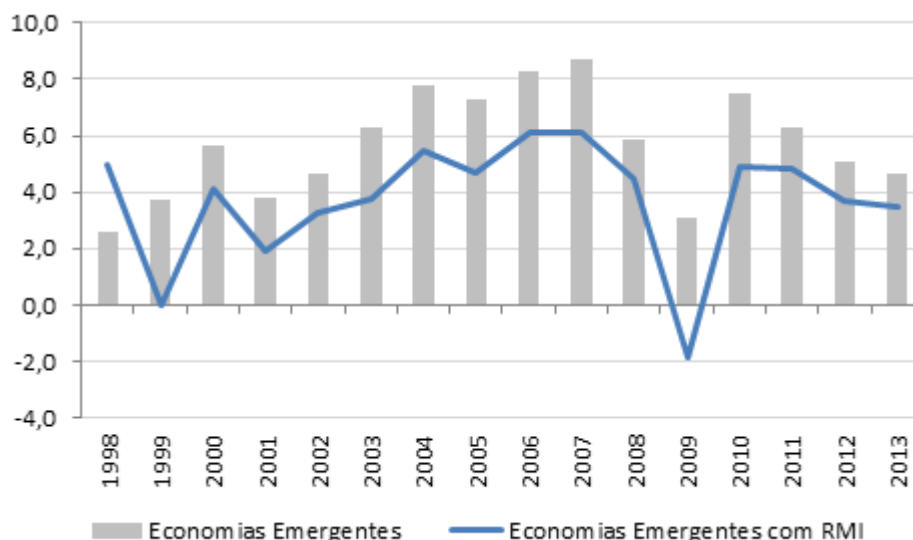
**Gráfico 4 – Crescimento real do PIB, Países Avançados e Países Avançados aderentes ao RMI (% a.a.)**



Fonte: Elaboração própria a partir de FMI (World Economic Outlook Database, abril de 2014).

No caso dos países emergentes, entretanto, podemos observar uma situação diametralmente contrária: ao comparar a taxa de crescimento real das economias emergentes que utilizam metas para inflação com a média das economias emergentes, observamos que a performance sob o RMI é significativamente inferior, como ilustrado no Gráfico 5. Ou seja, para este conjunto de países, a subordinação do objetivo do crescimento econômico ao combate da inflação nos países avançados que adotaram o RMI parece ter implicado uma performance menos favorável em termos de dinamismo da economia.

**Gráfico 5 – Crescimento real do PIB, Economias Emergentes e Economias Emergentes aderentes ao RMI (% a.a.)**



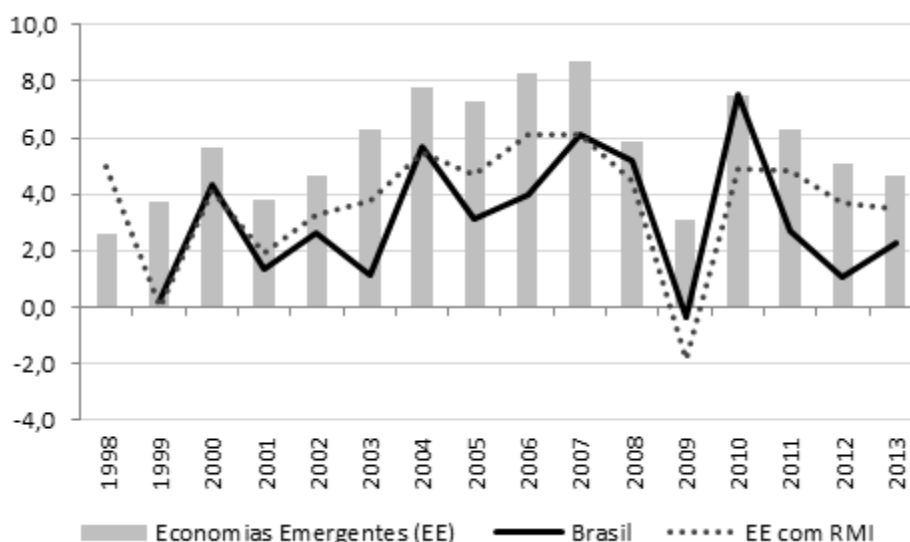
Fonte: Elaboração própria a partir de FMI (World Economic Outlook Database, abril de 2014).

O Brasil, em seu particular, não é exceção a esta (aparente) regra. Assim como outros países emergentes que adotaram o RMI, a economia brasileira cresceu abaixo da média dos países emergentes em todo período de vigência do RMI, exceto pelo ano de 2010, conforme ilustrado no Gráfico 6. Além disso, pode-se observar também que, salvo pelo biênio 2009-2010, o Brasil cresceu a taxas inferiores aos demais países emergentes que adotaram o RMI. Isso fornece evidências de que o fraco desempenho brasileiro deve ser associado não só ao regime de política econômica, mas também às idiossincrasias da nossa economia<sup>2</sup>.

Esta nota não tem como objetivo explicar essas idiossincrasias, mas tão somente pontuar o fato empírico de que após a adoção do RMI no Brasil, o país apresentou um desempenho inferior à média mundial e significativamente inferior à média dos países emergentes, destacando que essa situação parece não ser uma exclusividade brasileira, mas sim uma condição inerente a todos os países em desenvolvimento que adotaram o referido regime de política monetária.

<sup>2</sup> Ver, neste caso, Modenesi (2010).



**Gráfico 6 – Crescimento real do PIB, Brasil, Economias Emergentes e Economias Emergentes aderentes ao RMI (% a.a.)**

Fonte: Elaboração própria a partir de FMI (World Economic Outlook Database, abril de 2014).

## 4 Conclusão

Na introdução desta breve nota definimos como objetivo principal responder, conjuntamente, duas perguntas. A primeira, se seria possível associar o fraco desempenho da economia brasileira nas últimas duas décadas à adoção do RMI. A segunda, se o RMI pode ser associado genericamente a um desempenho pouco favorável em termos de crescimento econômico.

Optamos por uma análise simples dos indicadores de crescimento real do PIB dos países que adotaram o RMI perante a média mundial e a média do grupo de países desenvolvidos ou emergentes a que pertencem.

Invertendo a ordem das respostas, há evidências de que o RMI não pode ser genericamente associado a uma performance fraca em termos de crescimento econômico. Com efeito, nos países avançados, os dados analisados sugerem que essa hipótese não é verdadeira. Contudo, nos países emergentes, os dados analisados sugerem a validade da hipótese: aquelas economias emergentes que adotaram metas para inflação como guia da política monetária tiveram um desempenho significativamente inferior à média dos países emergentes.

Nesse sentido, a resposta à primeira pergunta parece ser que o fraco desempenho brasileiro nas últimas décadas pode sim ser associado à adoção do RMI, ainda que os dados analisados nos permitam constatar que, via de regra, o crescimento brasileiro foi também inferior à média dos países emergentes que adotaram o RMI. Obviamente, esse resultado deve ser relativizado, já que o exercício empírico realizado nesta nota é deveras simplório. Entretanto, constitui um ponto de partida importante para investigações futuras sobre o tema.

Por que a discrepância entre os países avançados e emergentes que

adotaram o RMI quanto aos resultados relativos em termos de crescimento? Em particular, o que justifica o desempenho relativamente negativo dos países emergentes que adotaram o regime? Seria ele a explicação ou devemos olhar para as particularidades de cada jurisdição? Por fim, frente à evidência empírica negativa, seria apropriado a adoção do RMI nestes países? Ou seria mais razoável se estes países buscassem explorar novas experiências em termos de arranjo institucional de política monetária?

Obviamente a resposta a estas perguntas foge ao escopo desta breve nota. O mérito aqui é fixar as bases para o desenvolvimento de pesquisas futuras.

## Referências

- Banco Central do Brasil (2014). *Regime de Metas para a Inflação no Brasil*. Série Perguntas Mais Frequentes. Brasília: Banco Central do Brasil.
- FMI (2014). World Economic Outlook Database. Abril de 2014. Disponível em: << <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2014/01/weodata/index.aspx>>> (acesso em 30/01/2015).
- Fraga Neto, A. (2011). “Dez Anos de Metas para a Inflação”. In: Banco Central do Brasil. *Dez Anos de Metas para a Inflação no Brasil: 1999-2009*. Brasília: Banco Central do Brasil.
- Gonçalves, R. (2014). “Balanço crítico da economia brasileira nos governos do Partido dos Trabalhadores”. In: Sá Earp, F.; Bastian, E. F.; Modenesi, A. M. *Como vai o Brasil?: A economia brasileira no terceiro milênio*. Rio de Janeiro: Imã Editorial.
- Hammond, G. (2012). *State of the art of inflation targeting – 2012*. Handbook – No. 29. Londres: Centre for Central Banking Studies, Bank of England.
- Modenesi, A. M. (2005). *Regimes Monetários: teoria e a experiência do Real*. Barueri, Manole.
- Modenesi, A. M. (2010). “Política Monetária no Brasil pós Plano Real (1995-2008): um breve retrospecto”. *Economia & Tecnologia* 21, Abr./Jun.