

28/08/2025 10:00:23 - AE NEWS

ARTIGO/MARCELO KFOURY MUINHOS: QUAIS AS REAIS METAS DE INFLAÇÃO PERSEGUIDAS PELOS BCS?

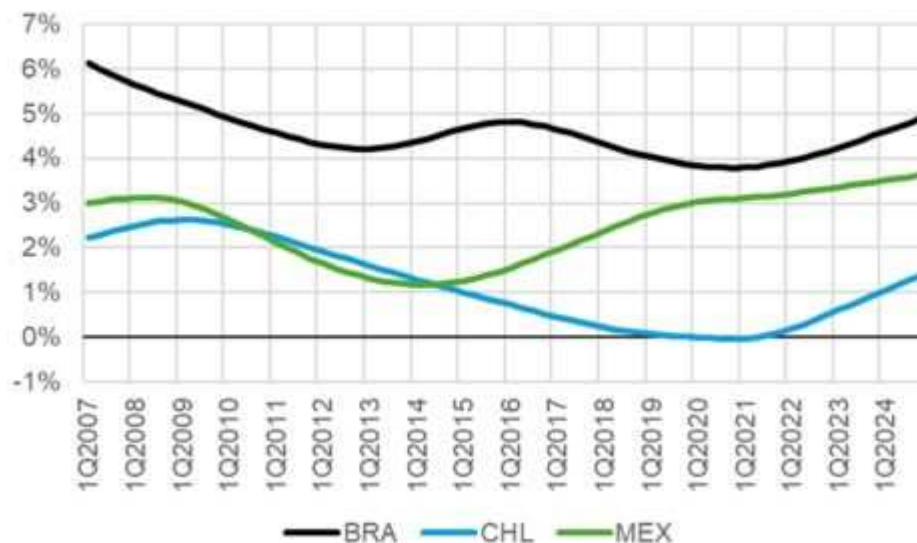


No regime de metas para a inflação, geralmente uma autoridade monetária acima dos bancos centrais (BC) define a meta a ser perseguida e o próprio BC implementa a estratégia para se chegar ao objetivo. Porém há circunstâncias em que os BCs podem desviar um pouco da meta estabelecida e há expedientes econométricos para determinar, com alguma precisão, qual é o objetivo que está sendo realmente perseguido. Em uma dissertação orientada por mim defendida na FGV-EESP, Matheus Ferreira fez [esse estudo](#) para o Brasil, Chile e México. Esse artigo apresenta um resumo do trabalho.

Há toda uma literatura mostrando que políticas econômicas que misturam um pouco de regra e alguma discricionariedade são superiores a situações de esquina onde há somente discricção ou somente regra. A fixação de uma regra que não é seguida fielmente e há alguma liberdade de atuação para o BC é o que se tem verificado atualmente. Por exemplo, nos momentos posteriores à Covid, houve necessidade de alguma discricionariedade. A dissertação investiga o comportamento dos bancos centrais de três países latino-americanos: Brasil, México e Chile. Para tanto, são estimadas metas implícitas de inflação do primeiro trimestre de 2007 ao último trimestre de 2024, com base em regras de política monetária em um modelo de espaço de estados.

Todo o arranjo econométrico começa com a estimação de uma regra de Taylor, que é uma equação que tenta reproduzir a ação dos BCs, determinando qual seria a taxa de juros adequada para fazer com que a inflação se iguale a meta. A discricionariedade vem do fato da meta ser tratada como uma variável, significando que esse parâmetro seja variante no tempo. O estudo ainda inova ao calcular a meta implícita de duas maneiras alternativas: uma que utiliza a média da taxa de juros real ex-ante do período estimado diretamente na regra de Taylor e outra que estima a taxa de juros real neutra de cada período utilizando outra equação.

Figura 1 – Taxas de Juros Reais de 2007T1 até 2024T4



As estimativas das taxas de juros neutras reais indicam um declínio - comum a todas as economias analisadas - desde o período posterior à crise financeira global de 2007-09 até o final de 2012 (Figura 1). Ao final desse período, estima-se que a taxa neutra tenha atingido aproximadamente 4,2% no Brasil, 1,7% no Chile e 1,4% no México. Para a economia chilena, as estimativas sugerem que a taxa de juros neutra continuou em trajetória descendente até o início de 2021, quando atingiu valores próximos a zero. Mais recentemente, a variável retomou a trajetória ascendente, atingindo 1,4% no último trimestre de 2024, segundo as estimativas.

No Brasil e no México, as taxas de juros reais neutras apresentam maior volatilidade. Para o Brasil, as estimativas sugerem que a taxa de juros real neutra aumentou durante a crise econômica do segundo mandato da presidente Dilma Rousseff, caiu entre 2017 e 2021 e, em seguida, retomou uma trajetória ascendente, atingindo 4,9% no final de 2024. No México, estima-se que a taxa de juros real neutra tenha subido desde o final de 2014, embora em um ritmo mais moderado desde 2020. No quarto trimestre de 2024, a taxa de juros real neutra do México atingiu 3,6%.

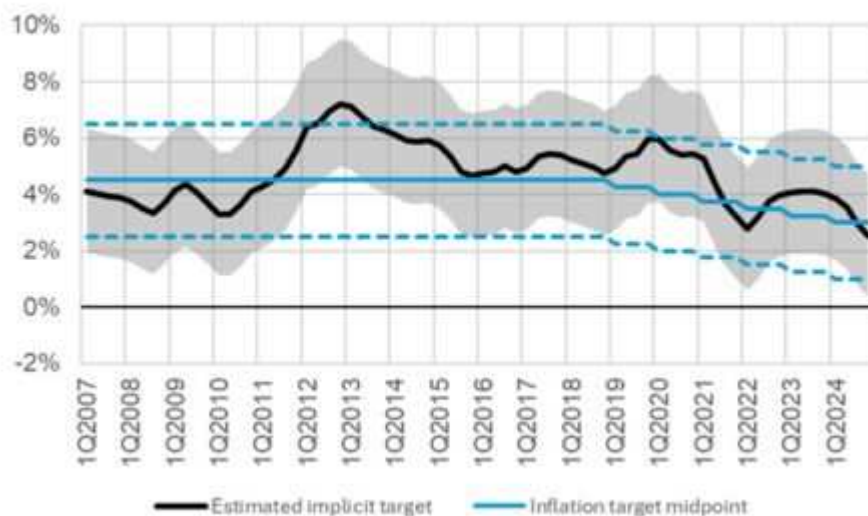


Figura 2 - Meta Implícita para o Brasil com Juros Variáveis ($\pm$ dois desvios-padrão)

As duas estimativas da meta implícita para o Brasil (Figura 2) com taxa de juros real neutra constante e com variante no período sugerem que a política monetária brasileira tem apresentado um padrão volátil desde 2007. Entre aquele ano e 2011, o Banco Central do Brasil adotou uma postura agressiva em relação à inflação, visando uma taxa ligeiramente abaixo do centro da meta oficial. Nos anos subsequentes, contudo, a instituição adotou uma abordagem mais leniente, visto que a meta implícita estimada superou o limite superior da meta oficial de inflação entre 2012 e meados de 2013.

Após um período em que a meta implícita de inflação oscilou em torno do ponto médio da banda oficial, as estimativas indicam que, imediatamente após a pandemia de Covid-19, a autoridade monetária voltou a ser mais tolerante com a inflação. A partir de 2021, o Banco Central do Brasil gradualmente adotou uma postura mais agressiva. No último trimestre de 2024, a meta implícita foi estimada em 2,4%, abaixo do ponto médio oficial de 3,0%.

Com essa mesma característica de uma postura mais acomodatória em relação à inflação entre 2020 e o início de 2021, os bancos centrais dos países analisados começaram a normalizar a política monetária em meados de 2021 e adotaram uma postura mais agressiva no combate à inflação. Isso levou a uma queda substancial nas metas de inflação implícitas estimadas para os três países entre 2022 e 2023.

Uma contribuição importante da dissertação é a constatação de que os resultados variam dependendo de como a taxa de juros natural é modelada - seja como constante ou variável ao longo do tempo -, particularmente no Chile e no México. Dado que mudanças demográficas, mudanças tecnológicas e condições fiscais desafiadoras podem ter implicações importantes para a taxa natural, nossos resultados ressaltam a relevância de contabilizar essa variável na estimativa das regras de política monetária.

Em termos de Brasil, há dois períodos interessantes a observar: o inicial é no do primeiro governo Dilma até 2013, quando a meta de inflação implícita ultrapassou o limite superior do intervalo, sugerindo um banco central mais leniente (dovish) e o outro período é o mais recente, no qual os juros reais aumentaram e a meta de inflação implícita caiu, indicando um Banco Central até um pouco mais hawkish, menos leniente com a Inflação.

Marcelo Kfoury Muinhos é professor da FGV-EESP e consultor econômico. Foi economista-chefe do Citi Brasil e chefe do Departamento de Pesquisa Econômica do Banco Central.

Os artigos publicados na **Broadcast** expressam as opiniões e visões de seus autores.