

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
MONOGRAFIA DE BACHARELADO EM ECONOMIA

O Regime de Metas para Inflação com grandes choques de oferta: A Experiência Brasileira de 1999 a 2005

Victor Silva Dubois

Matrícula: 103101521

Email: victordubois01@gmail.com

Orientador: Prof. Antonio Luis Licha

Março 2012

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
MONOGRAFIA DE BACHARELADO EM ECONOMIA

O Regime de Metas para Inflação com grandes choques de oferta: A Experiência Brasileira de 1999 a 2005

Victor Silva Dubois
Matrícula: 103101521
Email: victordubois01@gmail.com

Orientador: Prof. Antonio Luis Licha

Março 2012

As opiniões expressas neste trabalho são da exclusiva responsabilidade do autor

Dedicatória

Dedico esse trabalho aos meus pais, Maria Lucia Silva Mucha e Aurelio Medina Dubois, que muito contribuíram para minha formação acadêmica e moral, e àqueles que me ajudaram em todos os momentos da minha vida.

Agradecimentos

Gostaria de agradecer ao meu orientador, o professor Antonio Luis Licha, pela grande paciência e excelente orientação que foram fundamentais no desenvolvimento desta monografia.

Aos funcionários da secretaria da graduação do Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro: Anna Lucia e Darci, pela disposição em ajudar ao longo do curso.

A todos os professores do Instituto de Economia da UFRJ pelos conhecimentos transmitidos em sala de aula.

A minha gratidão por todos vocês será para sempre.

Resumo

O trabalho de monografia a seguir tem por objetivo analisar os aspectos empíricos e operacionais, além das condições iniciais desejáveis nos países e as características do regime de metas de inflação. Nesse sentido, foi realizada uma extensa revisão bibliográfica e resenha da literatura sobre as hipóteses do regime de metas de inflação. Em relação aos aspectos operacionais, foi realizada, primeiramente, um estudo das características gerais do modelo, para depois analisar as suas características específicas e finalmente, a implementação desse modelo no Brasil. Em relação ao aspecto empírico, foi avaliado o desempenho do regime de metas em manter a taxa oficial de inflação dentro do intervalo de tolerância estabelecido pelo Conselho Monetário Nacional. Por fim, conclui-se que a ocorrência de choques adversos de grande magnitude são fundamentais para o cumprimento ou não da meta de inflação.

Sumário

Introdução	9
Capítulo 1 - Análise do Modelo de Metas de Inflação	
1.1 – Introdução	11
1.2 - Características Gerais	12
1.3 - Condições Iniciais Requeridas	15
<i>1.3.1 - Mandato e Responsabilidade</i>	15
<i>1.3.2 - Estabilidade Macroeconômica</i>	17
<i>1.3.3 - Estabilidade e Desenvolvimento do Sistema Financeiro</i>	20
<i>1.3.4 – Forma de Condução da Política Monetária</i>	21
1.4 - Vantagens e Desvantagens	25
<i>1.4.1 - Vantagens</i>	25
<i>1.4.2 - Desvantagens</i>	27
Capítulo 2 - A Experiência Brasileira com o Regime de Metas de Inflação	
2.1 – Introdução	29
2.2 – A Implementação do Regime de Metas no Brasil	30
2.3 – Características Gerais e Específicas no Caso Brasileiro	33
2.4 – A Performance do Regime de Metas de Inflação no Brasil (1999 - 2005)	39
<i>2.4.1 – Estabilidade Inflacionária (1999 – 2000)</i>	39
<i>2.4.2 – Período de Grandes Choques (2001 – 2003)</i>	44
<i>2.4.3 – Choques de Demanda e Commodities (2004 – 2005)</i>	54
	7

Conclusão	59
Referências Bibliográficas	62
Lista de Ilustrações	
Figura 1 – Indicadores de Política Monetária em Países com Metas de Inflação	14
Gráfico 1 – Evolução da Taxa de Câmbio em 1999	41
Gráfico 2 – Evolução da Inflação em 1999	42
Gráfico 3 – Evolução da Inflação Mensal em 2000	43
Gráfico 4 – Evolução da Taxa de Câmbio em 2000	44
Gráfico 5 – Evolução da Inflação Mensal em 2001	45
Gráfico 6 - Taxa de Câmbio em 2001	46
Gráfico 7 – Contribuição para Inflação em 2001	47
Gráfico 8 – Evolução da Inflação Mensal em 2002	48
Gráfico 9 – Evolução da Taxa de Câmbio em 2002	49
Gráfico 10 – Depreciação Cambial e Inflação em 2002	50
Gráfico 11 - Evolução da Inflação Mensal em 2003	52
Gráfico 12 - Evolução da Taxa de Câmbio em 2003	53
Gráfico 13 - Contribuição para Inflação em 2003	54
Gráfico 14 - Evolução da Inflação Mensal em 2004	55
Gráfico 15 – IPCA e Metas de Inflação Acumulados em 12 Meses	57

Introdução

Dificuldades para controlar a inflação que se mostrava cada vez mais persistentes nos países desenvolvidos a partir dos anos 1980 levaram autoridades monetárias e economistas acadêmicos a buscarem uma nova alternativa para a política monetária no combate à inflação, uma vez que a utilização de um regime de âncora cambial e do controle da oferta de moeda já não se mostravam instrumentos eficazes para esse objetivo.

Desse modo, nos anos 1990, um número cada vez maior de países desenvolvidos entre eles Canadá, Reino Unido, Nova Zelândia, Suécia, Austrália, Espanha e Israel, passaram a utilizar uma nova estratégia para a condução da política monetária conhecida como metas de inflação baseada no anúncio oficial de intervalos de tolerância para a meta da taxa de inflação e no reconhecimento explícito de que obter e preservar uma inflação baixa e estável é o objetivo principal da política monetária.

Da mesma maneira, as experiências mal sucedidas de países da América Latina e do Leste Asiático com o regime de âncoras cambiais e conseqüentemente com as fortes crises financeiras que atravessaram nos anos 1990, levou também diversos países emergentes a procurarem alternativas de âncoras nominais para as suas políticas monetárias com objetivo de ajudar no combate eficiente à inflação.

Assim, o regime de metas de inflação, que já vinha sendo utilizado com sucesso por alguns países desenvolvidos, se tornou então uma alternativa atraente para se atingir esse objetivo e, portanto passou a ser adotado por um número cada vez maior de economias emergentes como Brasil, África do Sul, Chile, México, Coréia do Sul, Polônia e Hungria.

No caso do Brasil o regime de metas de inflação foi adotado em junho de 1999, menos de seis meses após a mudança do regime cambial para um sistema de câmbio flutuante e ainda nas conseqüências da forte depreciação sofrida pelo Real no início daquele ano. A âncora cambial que juntamente com um variado programa de reformas econômicas havia contribuído para o processo de estabilização inflacionária após a introdução do Plano Real em 1994, trazendo a inflação anual para ordem de um dígito em menos de três anos, teve de ser abandonada no início de 1999 após a forte crise de confiança que se abateu sobre as economias emergentes com a moratória russa em agosto de 1998 e a conseqüente enorme fuga de capitais desses mesmos países, forçando o Banco

Central do Brasil a abandonar a âncora cambial em relação ao dólar e a permitir a desvalorização da moeda brasileira.

Assim, sob o novo regime de câmbio flutuante e com a deterioração iminente dos fundamentos macroeconômicos brasileiros, o governo definiu metas de inflação para os anos seguintes e atribuiu ao Banco Central a responsabilidade e a independência operacional para conduzir a política monetária com vistas a se atingir o objetivo de inflação.

O trabalho tem como objetivo geral analisar o regime monetário de metas de inflação, seus pressupostos teóricos e sua efetiva implantação e operacionalização no Brasil. O objetivo específico do trabalho é discutir a eficiência desse regime na manutenção da estabilidade de preços no Brasil, mantendo a taxa de inflação dentro dos intervalos pré-definidos pelo Conselho Monetário Nacional, e também em garantir certo crescimento econômico para o país.

A hipótese desse trabalho é a de que a adoção do regime de metas para inflação pelo Banco Central no Brasil teve impacto na estabilização de preços da economia e também revolucionou a política monetária brasileira durante o período analisado.

Este trabalho será dividido em duas partes. Na primeira, analisará as características gerais do regime de metas de inflação, as condições iniciais requeridas antes da adoção do regime e suas principais vantagens e desvantagens. O segundo capítulo tratará especificamente da experiência brasileira e suas especificidades, e analisará o desempenho do regime durante o período de 1999 a 2005. No final, a conclusão irá resumir as principais ideias contidas nos capítulos anteriores.

CAPÍTULO 1 – Análise do Modelo de Metas de Inflação

1.1 – Introdução

Acreditava-se, nos anos 1950 e 1960, que a política monetária podia manter o produto e o emprego próximos dos seus níveis de plena utilização. Entendia-se que existia uma relação de longo prazo negativa entre inflação e desemprego, conhecida como curva de Phillips, que permitia obter maior nível de atividade (ou menor nível de desemprego) ao custo de um aumento da inflação. Achava-se assim que, por meio da política monetária, era possível escolher uma combinação entre inflação e desemprego de modo a estabilizar a economia nessa posição de forma permanente.

No entanto, a partir de meados da década de 1970, as políticas monetárias ativas dos anos anteriores começaram a mostrar dificuldade crescente em conciliar crescimento com controle da inflação. O baixo crescimento e a inflação moderada nos países desenvolvidos de um lado e, de outro, o baixo crescimento e a alta inflação nos países em desenvolvimento mudaram o pensamento dos formuladores da política monetária sobre a relação entre inflação e crescimento.

Dessa forma, a teoria macroeconômica moderna dá evidências de que não há possibilidades de se lograr em caráter permanente aumentos da taxa de crescimento da economia em contrapartida de uma postura mais flexível em relação à inflação. Não há uma relação de longo prazo, positiva e estável, entre crescimento e inflação. Portanto, trocar no curto prazo maior crescimento por maior inflação não implica que essa relação se mantenha no longo prazo. Em razão da impossibilidade de se realizar de forma perene um intercâmbio entre inflação e crescimento, a moderna política monetária tem se concentrado em cuidar da estabilidade de preços, ou seja, ela é muito cautelosa sobre as possibilidades de afetar a atividade econômica de forma sistemática e no longo prazo.

Assim, passou a ser consenso geral entre economistas acadêmicos e formuladores de política que a política monetária moderna deve estar disciplinada por regras ou âncoras nominais que ajudem a determinar o nível de preços de uma economia e que limitem o comportamento discricionário das autoridades monetárias. As âncoras nominais servem, portanto, para limitar pressões para que o banco central persiga políticas excessivamente expansionistas e convencer os formadores de preços de que a autoridade monetária está efetivamente comprometida com a inflação baixa.

De acordo com essas idéias, a partir da década de 1990, um número cada vez maior de países desenvolvidos passou a utilizar uma nova estratégia para a condução da política monetária conhecida como metas de inflação baseada no anúncio oficial de intervalos de tolerância para a meta da taxa de inflação e no reconhecimento explícito de que obter e preservar uma inflação baixa e estável é o objetivo principal da política monetária.

Portanto, o objetivo desse capítulo é apresentar o que significa o regime monetário de metas de inflação, suas principais características gerais e operacionais, onde destacam-se o anúncio público de metas de médio prazo para a taxa de inflação, o compromisso institucional com a estabilidade de preços ser o objetivo primordial da autoridade monetária e a transparência da estratégia de política monetária acerca dos objetivos, planos e decisões dos formuladores de política com o público em geral, assim como também apresentar as condições iniciais requeridas nos países que desejam adotar com sucesso essa estratégia de política onde destacam-se a necessidade de estabilidade macroeconômica e a existência de um sistema financeiro sólido e robusto para que os instrumentos adotados sejam realmente efetivos na condução da política monetária e por fim, analisar as principais vantagens e desvantagens dessa estratégia de política.

Para se atingir esse objetivo, esse primeiro capítulo se apresenta da seguinte maneira: a primeira parte apresentará as características gerais e operacionais de um regime de metas para inflação, a segunda descreverá as condições iniciais desejáveis nos países para se implementar com sucesso o regime de metas, e a terceira e última discutirá as principais vantagens e desvantagens de se utilizar essa estratégia para a condução da política monetária.

1.2 - Características Gerais

Metas de inflação é uma estratégia de política monetária que compreende cinco principais elementos. Conforme afirma Mishkin (2000, p.01):

“1) The public announcement of medium-term numerical targets for inflation; 2) an institutional commitment to price stability as primary goal of monetary policy, to which other goals are subordinated; 3) an information inclusive strategy in which many variables, and not just monetary aggregates or the exchange rate, are used for deciding the setting of policy instruments; 4) increased transparency of monetary policy strategy through communication with the public and

the markets about the plans, objectives, and decisions of the monetary authorities; and 5) increased accountability of the central bank for attaining its inflation objectives.”

Isso quer dizer que essa recomendação de política é caracterizada, como o próprio nome sugere, pelo anúncio de intervalos de tolerância pré-definidos para a taxa de inflação num determinado horizonte de tempo e pelo consenso geral de que uma inflação baixa e estável é o objetivo principal a ser perseguido pela política monetária. Isso significa que no futuro o banco central irá utilizar de todos os instrumentos à sua disposição para procurar manter a inflação em torno de algum nível específico.

Ainda nesse sentido, outros importantes destaques dessa estratégia de política são o aumento da comunicação com o público em geral à respeito dos planos e objetivos dos formuladores de política monetária e em muitos casos a crença de que o banco central perseguirá fielmente esses objetivos previamente anunciados.

Na maioria dos regimes de metas de inflação utilizados, o banco central procura deixar espaços para conseguir acomodar volatilidades excessivas que possam vir a ocorrer com o produto e a taxa de câmbio. Além disso, metas de inflação são geralmente definidas em intervalos de tolerância dadas as incertezas em relação aos instrumentos de política utilizados e a defasagem temporal que ocorre para que esses instrumentos produzam resultados na inflação mas também intencionalmente para permitirem algum grau de flexibilidade para o banco central. Portanto as metas são desenhadas para conseguir acomodar possíveis choques de oferta e outras mudanças exógenas que possam afetar a taxa de inflação e que escapam ao controle do banco central.

Ao fazer da inflação o foco da política monetária sob o regime de metas, o banco central busca produzir previsões a cerca do comportamento geral do nível de preços na economia analisando e acompanhando de perto uma enorme variedade de indicadores que no passado já demonstraram possuir algum grau de influência no comportamento da taxa de inflação entre eles os preços das commodities, a capacidade de utilização da indústria, o nível geral de salários na economia junto com a análise de agregados monetários e creditícios.

Dessa forma um dos principais objetivos do regime de metas de inflação é melhorar constantemente a comunicação com o público em geral à respeito dos objetivos da política monetária e em particular explicar as implicações de longo-prazo das políticas adotadas no presente. Nesse sentido, o banco central busca publicar regularmente relatórios de inflação com avaliações

detalhadas do comportamento dos preços com análise dos fatores que possam influenciá-los e discutindo as políticas necessárias para se manter a inflação sob controle.

No quadro abaixo, podemos observar algumas das principais variáveis econômicas analisadas pelas autoridades monetárias para produzir seus relatórios de inflação:

Figura 1: Indicadores de Política Monetária em Países com Metas de Inflação

Demanda Agregada	Oferta Agregada	Indicadores Financeiros	Índices de Preços
Consumo	Produção	Agregados Monetários	Preços no Atacado
Invest. Residencial	Taxa de Desemprego	Agregados Creditícios	Preços das Commodities
Outros Investimentos	Produtividade	Taxa de Câmbio	Preços das Exportações/Importações
Orçamento Público	Margem de Lucro	Spreads Bancários	Preços das Matérias Primas
Exportações	Nível de Salários	Juros de Mercado	Índices de Preços ao Consumidor
Importações	Índices dos itens acima	Condições Monetárias	Preços dos Derivativos

Fonte: Carare, A., *et al.* (2002, p.34)

A adoção de um regime de metas de inflação está geralmente associada com mudanças nas leis ou no arranjo administrativo do banco central. Geralmente reformas são feitas com o intuito de se aumentar a independência do banco central, particularmente em relação à configuração dos seus instrumentos. Isso acontece porque ao se fazer da busca pela estabilidade de preços o objetivo geral da política monetária, o banco central é o melhor lugar para se tomar as decisões técnicas necessárias para se atingir essa estabilidade e também para se fazer julgamentos se a busca por outros objetivos está consistente com essa meta.

Conforme mencionado, uma das principais características dessa recomendação de política monetária é o aumento da comunicação e da transparência da autoridade monetária com o público em geral. Nesse sentido, o banco central ao anunciar quais são as suas metas de inflação busca deixar claro para os mercados e para o público quais são as suas intenções de política, procurando dessa maneira reduzir as incertezas em relação ao comportamento futuro da inflação. Isso ocorre devido ao fato de as incertezas no nível geral de preços complicarem as decisões de poupança e investimento de longo-prazo, agravarem também a volatilidade de preços relativos e ainda tenderem a aumentar os riscos nominais de contratos financeiros e de salários. Do mesmo modo, incertezas à respeito das intenções de política da autoridade monetária podem produzir volatilidades excessivas nos mercados financeiros. Portanto, o anúncio dos intervalos de tolerância para a meta de inflação

oferece transparência à política monetária ao tornarem explícitas as intenções de política do banco central, melhorando dessa maneira o planejamento do setor privado, aumentando a possibilidade de debate público em torno da política utilizada e por fim fortalecendo a credibilidade do público na autoridade monetária.

Transparência já foi considerada um destaque positivo em outras estratégias de política monetária, como a de metas para o crescimento da oferta de moeda, mas é consenso geral de que nenhum índice de qualquer agregado monetário é tão facilmente compreendido pelo público em geral quanto o índice de variação de preços ao consumidor.

1.3 - Condições Iniciais Requeridas

Esta seção irá tratar das condições iniciais que podem ser estabelecidas em apoio a uma recomendação de política monetária atuando sob metas de inflação. De acordo com Carare, A. *et al.* (2002, p.04), essas condições são divididas em quatro áreas principais: um mandato institucional em apoio de um objetivo de inflação e a responsabilidade para se atingir esse objetivo; estabilidade macroeconômica; um sistema financeiro estável e bem desenvolvido e por fim instrumentos efetivos para se implementar política monetária.

1.3.1 – Mandato e Responsabilidade

Um mandato para se perseguir uma meta de inflação, um grau considerável de independência de instrumentos e responsabilidade pública constituem o primeiro conjunto de condições iniciais desejáveis para se adotar um regime de metas de inflação. Dessa forma, outras variáveis como taxa de câmbio e o nível de emprego devem estar subordinadas ao objetivo principal de inflação.

Dessa forma, países que desejam adotar metas de inflação como objetivo primordial de suas políticas monetárias devem estabelecer um mandato político de se perseguir essas metas e seus bancos centrais devem ter a discricão suficiente para ajustar suas políticas conforme a necessidade para se atingir essas metas.

Portanto, bancos centrais ao decidirem adotar metas de inflação devem ser responsabilizados por suas ações na perseguição dessas metas devido ao fato dos mecanismos de transmissão da

política monetária possuírem uma defasagem temporal para produzirem resultados na economia, o que por sua vez os tornam difíceis para o público acompanhar e avaliar constantemente a sua performance.

Por esse motivo que a política monetária atuando sob metas de inflação deve ser transparente para o público. Transparência essa que na prática apresenta a seguinte idéia de acordo com Carare, *et al.* (2002, p.08):

“The inflation target needs to be made explicit and public. The definition of the inflations target should comprise not only the numerical target values, but also the underlying price index and the time horizon in which the target is to be achieved.”

Ou seja, isso quer dizer que o público deve ter um entendimento claro dos objetivos das operações da política monetária que estão sendo utilizados e que qualquer mudança na postura da política deve ser comunicada imediatamente para o público.

Ainda de acordo com essa idéia, anúncios de mudanças na postura de política devem ser acompanhados de explicações dos fatores que motivaram essas mudanças e seus possíveis efeitos na perspectiva de inflação, o que por sua vez ajudará o público a monitorar o compromisso do banco central com a meta de inflação previamente estabelecida.

Dessa forma, a fim de se evitar situações em que a credibilidade do sistema possa ser prejudicada por rupturas nesses intervalos de tolerância previamente estabelecidos para a meta de inflação, a autoridade monetária deve assinalar antecipadamente suas justificativas do porque dessa ruptura e explicar as ações que está tomando para trazer a inflação de volta para a meta.

Portanto, comunicados para a imprensa após os encontros dos formuladores de política são frequentemente utilizados para informar imediatamente ao público das decisões de política monetária implementadas assim como a publicação de relatórios de inflação que buscam fornecer detalhes dos últimos acontecimentos econômicos e financeiros juntamente com seu impacto esperado no comportamento da inflação. E por último, publicações de própria autoria do banco central, discursos do presidente e dos diretores da autoridade monetária para o setor privado e para imprensa juntamente com a divulgação das atas dos encontros do comitê de política monetária contribuem para esse objetivo de aumento da transparência na condução da política monetária.

1.3.2 - Estabilidade Macro

A instabilidade macroeconômica que geralmente motiva a mudança para metas de inflação pode apresentar riscos para sua própria credibilidade uma vez que pode sobrecarregar o banco central a lidar com interesses conflitantes. A sustentação para tal argumento é que a meta de inflação pode entrar em conflito com o processo de suavização da volatilidade excessiva ocorrida na taxa de câmbio durante o período de crise ou de acontecimentos econômicos desfavoráveis se a configuração de políticas de taxas de juros são excessivamente dominadas por preocupações com a taxa de câmbio no curto prazo. Essa idéia pode ser ainda + importante em países com históricos de instabilidades em suas moedas. Conforme afirma Mishkin (2000):

“This risk is especially important for emerging market economies because they tend to be more prone to fiscal imbalances and financial and exchange rate crises due to their more concentrated real economies and less developed financial systems.”

Além disso, de acordo com (Masson, Savastano & Sharma, 1997), conduzir uma política monetária sob metas de inflação exige que essa política não seja dominada por preocupações fiscais. Isso quer dizer que ao se minimizar a possibilidade de monetização de um grande déficit fiscal, uma posição fiscal consolidada colabora para reforçar a credibilidade da estratégia de metas de inflação e assim conseguir limitar o custo real para a economia caso haja a necessidade de se fazer uma redução na inflação.

Nesse sentido, afirmam Fraga, Goldfajn & Minella (2003, p.24):

“The success of inflation targeting requires the absence of fiscal dominance. Therefore, implementation of inflation targeting needs to be accompanied by a strong fiscal regime. But even with that, in the case of past weakness, it takes time for government to gain the full confidence of private agents. This fear of fiscal dominance affects inflation expectations, requiring a tighter monetary policy, which in turn negatively affects the fiscal balance.”

Desta forma, o quanto uma posição fiscal consolidada se faz importante na estratégia de metas depende do passado de cada país com a inflação, do histórico de cada governo em influenciar a política monetária para satisfazer suas necessidades fiscais de curto prazo e a também da habilidade de cada governo em conseguir acessar os mercados financeiros para satisfazer suas necessidades de financiamento. Desta forma, essas condições iniciais requeridas para o sucesso do

regime de metas ajudam a determinar a extensão dos arranjos institucionais, como o limite do financiamento do governo por parte do banco central ou a existência de regras fiscais sólidas, que são necessárias para construir a credibilidade em torno da estratégia de metas.

De acordo com essa idéia, temos dois casos a serem analisados:

O primeiro envolve países que possuem um histórico de alta inflação, geralmente como resultado de financiamentos diretos ou indiretos de déficits no orçamento do governo por parte do banco central ou do acesso limitado e até mesmo da incapacidade desses governos em acessar o mercado financeiro para conseguir financiar seus déficits orçamentários. Nesses casos, um fortalecimento da posição fiscal é uma pré-condição primordial para se estabelecer a credibilidade do regime de metas, uma vez que o público em geral pode temer que as metas de inflação anunciadas serão comprometidas por prioridades fiscais. Nesse sentido, o tamanho da dívida do governo e a vulnerabilidade da economia a choques também desempenham papel determinante na possibilidade da estratégia de metas ser comprometida por prioridades fiscais.

O segundo caso inclui países que já possuem histórico de baixa inflação e conseguem acessar os mercados financeiros para complementar as suas necessidades fiscais. Isso significa que dada a habilidade do governo em acessar os mercados para financiar seus déficits orçamentários e seu histórico relativo de baixa inflação, a credibilidade do regime de metas se mostra menos sujeita a ser comprometida pela situação fiscal do governo. Dessa maneira, uma recomendação de política sob metas de inflação pode na verdade ajudar a fortalecer o fato de que preocupações na situação fiscal não serão agravadas por incertezas na condução da política monetária.

Assim, ainda de acordo com essa idéia, bons exemplos de arranjos institucionais que podem ajudar a evitar o receio de que déficits fiscais serão monetizados pelo banco central são a independência de instrumentos da autoridade monetária e a imposição de limites claros ao governo no uso de instrumentos de financiamento do banco central, como linhas de crédito e balanços positivos, o que por sua vez irão assegurar que o financiamento do governo não interfere na habilidade da autoridade monetária conseguir controlar o nível de liquidez no sistema financeiro. Desse modo, estabelecer esses dois elementos antes da adoção do regime de metas pode contribuir ainda mais para fortalecer a confiança do público que esse regime dará certo.

Portanto, uma formulação conjunta de governo e banco central no desenho da configuração do regime de metas, explicitamente construída na vigilância da situação fiscal se mostra relevante a

fim de se evitar conflitos entre as políticas monetária e fiscal, uma vez que em países onde o déficit fiscal já está relativamente grande e a taxa de inflação se mostra acima do teto previamente estabelecido, isso pode vir a resultar numa meta que é menos ambiciosa com a inflação do que nos países onde a política monetária não necessita acomodar prioridades fiscais.

Em relação ao cenário externo, de acordo com Fraga, Goldfajn & Minella (2003, p.26), choques externos possuem a tendência de desempenhar um papel mais importante em economias emergentes do que em países desenvolvidos, uma vez que os emergentes estão mais sujeitos à paradas repentinas nos fluxos de capitais estrangeiros para suas economias. Esses choques afetam significativamente suas taxas de câmbio e conseqüentemente a taxa de inflação, levando a maiores taxas de juros para diminuir as pressões inflacionárias. Como resultado, esses países possuem a tendência de apresentar maiores volatilidades de taxas de juros e de taxas de câmbio.

Paradas repentinas nos fluxos de capitais podem refletir fundamentos macroeconômicos mais fracos e piores avaliações de riscos, entre outros problemas. Porém, a presença de grandes e frequentes choques externos provocam enormes instabilidades na economia e assim podem prejudicar o cumprimento das metas de inflação, que por sua vez podem vir a prejudicar a credibilidade do regime.

Dessa maneira, o fortalecimento de fundamentos econômicos no sentido de se implementar um regime que permita flutuações na taxa de câmbio em que essa taxa não seja o objetivo principal da política monetária e a existência de um grau suficiente de abertura econômica e flexibilidade podem vir a colaborar com a estabilidade macroeconômica de cada país e por sua vez com o regime de metas de inflação.

Assim, para se colaborar com a adoção do regime de metas a posição externa de um determinado país deve mostrar estabilidade suficiente para permitir que a política monetária seja focada em perseguir o objetivo de inflação sem estar sendo prejudicada por longos períodos de tempo por crises e acontecimentos desfavoráveis nos mercados cambiais.

Dessa maneira, medidas de política estão disponíveis a fim de se evitar conflitos potenciais entre uma meta de inflação e a instabilidade externa. Entre essas medidas a que mais se destaca é a supervisão prudencial e o monitoramento constante de instituições financeiras bancárias e não bancárias, supervisão essa que deve ser mantida sob os mais altos padrões de modo que a estabilidade do sistema financeiro não fique comprometida por movimentos na taxa de câmbio.

Ao mesmo tempo, medidas também devem ser adotadas com o intuito de fortalecer e expandir os mercados financeiros, uma vez que um mercado cambial fortalecido e que apresente um bom funcionamento pode ajudar a diminuir o risco de que a busca pela meta de inflação possa ser comprometida pela necessidade do banco central ajustar a sua conduta monetária por prolongados períodos de tempo a fim de se conter turbulências nesses mercados.

1.3.3 – Estabilidade e Desenvolvimento do Sistema Financeiro

De acordo com Fraga, Goldfajn & Minella (2003, p.25), um problema para a condução da política monetária pode surgir quando existe o temor de que um eventual aperto monetário leve à ocorrência de uma crise financeira. Esse temor pode surgir como consequência de um sistema financeiro mal desenvolvido ou altamente alavancado e assim gerar uma expectativa de que a política monetária não será conduzida com o objetivo de defender a âncora nominal da economia, ou seja, a meta para a taxa de inflação. Esse problema pode ser caracterizado como uma forma de dominância chamada de “dominância financeira”.

Estabilidade financeira permite que a política monetária persiga as metas de inflação sem ser desviada por preocupações referentes à saúde do sistema financeiro. Conforme afirma Carare, A. *et al.* (2002): “*Financial stability is defined here as a financial system which markets view as having a minimal vulnerability to crisis, as manifested, for example, in low risk premium.*” Isso quer dizer que um sistema financeiro estável contribui para a credibilidade da política monetária no sentido de ajudar a ancorar as expectativas de inflação em direção a meta. Dessa maneira, estabilidade financeira é uma questão de grande preocupação para os bancos centrais dos países emergentes que desejarem adotar o regime de metas de inflação uma vez que suas economias estão mais vulneráveis à crises.

Desse modo, duas preocupações potenciais são levantadas para os bancos centrais que desejam atuar sob metas de inflação. Primeiramente, um grande socorro de instituições financeiras através de provisões de liquidez da autoridade monetária pode vir a aumentar as dúvidas de que o banco central possa não ser capaz de conseguir esterilizar por completo o impacto monetário e como resultado gerar pressões inflacionárias. Além disso, a outra preocupação se refere ao fato de que a habilidade da autoridade monetária em perseguir a meta de inflação possa ser prejudicada se no caso de um aumento nas taxas de juros necessárias num cenário de aperto monetário passar a ameaçar sistematicamente a saúde de importantes instituições financeiras ou instituições com posições altamente alavancadas. Ainda de acordo com essa idéia, se um regime de âncora cambial

estiver sendo abandonado, medidas também se fazem necessárias para reduzir a vulnerabilidade do setor financeiro à depreciações na taxa de câmbio assim como realizar a liquidação de instituições insolventes e de se adotar práticas consistentes de supervisão com objetivo de se fortalecer a robustez do sistema financeiro.

Seguindo esse raciocínio, mercados financeiros eficientes asseguram que os movimentos nos preços dos ativos financeiros estão de acordo com as informações fornecidas pela autoridade monetária acerca dos fundamentos econômicos e das expectativas de mercado em relação às ações futuras de política monetária. Além disso, mercados financeiros eficientes ajudam na absorção de choques, permitindo assim com que a autoridade monetária concentre as suas atenções mais no comportamento da trajetória da meta de inflação invés de procurar minimizar o impacto de choques de curto prazo ou de agir para preservar a estabilidade do sistema financeiro.

Desse modo bancos centrais possuem a necessidade de conduzir suas operações em grande escala e sem distorções de preços de mercado, provocadas por mercados financeiros ineficientes, com objetivo de implementar a política monetária de forma clara e eficiente, assim como administrar o seu balanço e também as reservas internacionais do país e quando necessário fornecer crédito as instituições financeiras em necessidade como prestador de última instância. Dessa forma a relevância de se possuir mercados financeiros bem desenvolvidos e eficientes se torna especialmente importante para os países que desejam implementar suas políticas monetárias sob a estratégia de metas de inflação como forma de reduzir ao mínimo as incertezas em relação as operações de seus bancos centrais.

1.3.4 – Forma de condução da Política Monetária

Um banco central operando com um objetivo de metas de inflação deve escolher os instrumentos monetários apropriados e seu guia operacional para perseguir esse objetivo. Dessa forma, o instrumento operacional controlado pela autoridade monetária e os mecanismos de transmissão da política monetária e seus efeitos na inflação devem ser os mais confiáveis possíveis.

A partir daí, a autoridade monetária pode escolher como seu guia operacional tanto a taxa de juros de curto prazo como algum agregado monetário para influenciar a quantidade de liquidez agregada circulando no sistema financeiro. Isso quer dizer que o banco central de um determinado país que possua um sistema financeiro suficientemente sofisticado deve ser capaz de influenciar as condições no mercado monetário através do controle de reservas bancárias e dos saldos de

liquidação depositados no banco central. Assim, de modo geral, condições no mercado monetário são tipicamente transmitidas para os outros mercados de créditos através da curva de rendimento.

A maioria das autoridades monetárias atuando sob estratégia de metas de inflação utiliza a taxa de juros de curto prazo como seu guia operacional, em parte pela tendência observada nos últimos tempos de se afastar do estoque de quantidade de moeda como meta alvo para se controlar o nível de preços assim como também pela escolha do banco central em acomodar flutuações na demanda por reservas bancárias ou por saldos de liquidação depositados na autoridade monetária.

Desse modo, como mencionado anteriormente, a maioria dos bancos centrais atuando sob o regime de metas de inflação empregam instrumentos indiretos de mercado para a política monetária em função da sua melhor capacidade de administrar a liquidez do sistema numa base diária, respondendo prontamente a choques inflacionários, assinalando as intenções de política da autoridade monetária para o público em geral, minimizando o risco de crédito e contribuindo para o desenvolvimento do mercado financeiro.

Além disso, bancos centrais utilizam de operações de mercado aberto tanto como comprador ou vendedor de títulos públicos e títulos de sua própria autoria assim como títulos estrangeiros. Recompras regulares dos títulos em circulação no mercado e transações rápidas também são instrumentos utilizados com objetivos de fornecer ou retirar liquidez de acordo com as circunstâncias do mercado.

Ainda de acordo com essa idéia, a maioria dos países atuando sob metas de inflação ajustam a sua taxa de juros de curto prazo em resposta à desvios da inflação ou da inflação esperada em relação à meta estabelecida e ao hiato do produto. Sob o regime de metas, a função de reação da taxa de juros possui um olhar mais para o futuro do que em outras recomendações de política monetária devido à defasagem temporal entre as ações de política implementadas e seus resultados na inflação e a vontade de se evitar volatilidades excessivas no produto.

Ainda de acordo com Carare, A. *et al.* (2002, p.19):

”For inflation targeting to work, the central bank needs to be able to set its monetary instruments to steer inflation toward the target. The transmission mechanism of monetary policy is the connection between changes in the monetary stance and their effect on the operating target, and ultimately, inflation.”

Desse modo, quanto mais fortes os mecanismos de transmissão se conectarem e quanto melhor eles são compreendidos, mais eficazes serão os impactos dos instrumentos monetários visando alcançar os objetivos de inflação.

O mecanismo de transmissão da política monetária considerando a taxa de juros como guia operacional se realiza por diversos canais. A partir de um aumento na taxa de juros, em uma economia aberta, pode se esperar reduzir a inflação através da apreciação da taxa de câmbio que por sua vez diminui o preço dos bens importados, aumenta os custos de empréstimos bancários e não bancários, prejudicando assim o investimento e o consumo de bens duráveis e por sua vez aumentando o hiato do produto, diminuindo a riqueza através de uma maior taxa de desconto e assim reduzindo consumo, reduzindo o patrimônio líquido das empresas, levando instituições bancárias a reduzir o crédito bancário, levando à quebra de firmas altamente alavancadas e assim deteriorando as expectativas de atividade econômica.

Conforme mencionado anteriormente neste trabalho, a previsão de inflação desempenha um papel fundamental na estratégia de metas de inflação. Nessa estratégia de política monetária a conduta de política é ajustada sempre que a inflação futura estiver demonstrando estar se desviando persistentemente da trajetória para se atingir a meta. Se caso através desse relatório de previsão ficar demonstrado que o nível de preços estará sistematicamente acima ou abaixo da meta, a conduta de política deverá ser expandida ou restringida de acordo.

Desse modo, o relatório de inflação do banco central deve procurar fazer uso de toda informação de perspectiva de inflação disponível e procurar obter informações relevantes com objetivo de apresentar relatórios que contenham informações em que os participantes do mercado financeiro e o público em geral possam confiar.

A partir daí, bancos centrais que desejam aderir ao regime de metas de inflação como objetivo principal de suas políticas monetárias devem estar aptos a complementar a informação obtida dos agregados monetários e creditícios com aquela obtida dos principais indicadores de inflação. Nesse sentido, para fortalecer a confiabilidade das informações sob as quais as decisões monetárias são tomadas é importante se organizar uma extensa base de dados com indicadores de inflação coletados e analisados pelas autoridades e pelo setor privado junto com participantes do mercado financeiro com objetivo de se analisar o estado da economia, suas implicações para a inflação futura e também fornecer referências quanto às expectativas de inflação do setor privado,

assim como também indicadores chave construídos pelo banco central nos quais se acredita conseguirem prever mudanças no comportamento do nível de preços.

De modo geral, esses dados coletados e analisados envolvem variáveis de demanda e oferta agregada, agregados monetários, taxas de juros e de câmbio, índices de preços e medidas de expectativas. Pesquisas sobre expectativas de inflação, diferenciais de taxas de juros e rendimento dos títulos públicos (indexados ou não à inflação) são alguns indicadores úteis amplamente utilizados.

Portanto, após reunir e analisar todas essas informações, os relatórios de previsão e os modelos estatísticos fornecem os instrumentos nos quais os formuladores de política monetária discutem as condições do cenário econômico e por fim explicam as ações de política adotadas pelo banco central para o público. No entanto, modelos servem para ajudar e nunca devem substituir o julgamento dos formuladores de política uma vez que o julgamento sempre terá um papel fundamental para se determinar a política mais adequada a ser adotada.

A meta de inflação deve ter prioridade em relação à um objetivo de taxa de câmbio. Bancos centrais atuando sob metas de inflação devem procurar ter o cuidado para não possuir metas de inflação e de taxa de câmbio nominal ao mesmo tempo, o que significa tentar influenciar a taxa real de câmbio, mesmo existindo preocupações de competitividade ou pressões no saldo de transações correntes do balanço de pagamentos. Isso quer dizer que no médio e longo prazo a política monetária afeta somente a taxa nominal de câmbio e não a taxa real e, além disso, ajustes na situação externa de uma determinada economia devem ser realizados através de políticas fiscais e estruturais.

No entanto, pequenos países de economia aberta, especialmente aqueles com mercados cambiais pouco desenvolvidos, podem vir a precisar intervir ou ajustar suas taxas de juros com objetivo de procurar limitar o efeito temporário de choques nas taxas de câmbio na inflação e na estabilidade financeira.

De modo geral, bancos centrais que desejam atuar sob recomendação de metas de inflação devem deixar claro que políticas para influenciar a taxa de câmbio serão direcionadas apenas no sentido de suavizar os efeitos de choques temporários e se atingir o objetivo de inflação. Dentre as políticas que costumam ser utilizadas para influenciar a taxa de câmbio estão intervenções no mercado cambial e as mudanças nas taxas de juros. Transparência nesse caso, certamente ajuda a

reafirmar aos mercados que as políticas direcionadas a influenciar a taxa de câmbio estão intencionadas apenas para limitar seu impacto na inflação e manter a estabilidade financeira ao invés de se perseguir um objetivo de taxa de câmbio.

Formuladores de política devem ter uma clara compreensão da maneira como os diferentes instrumentos de política econômica operam, seu potencial de reforçar um ao outro e a maneira pela qual problemas de coordenação entre eles podem surgir. Dessa maneira, a administração da dívida pública, da política monetária e da política fiscal podem reforçar uma a outra, colaborando para reduzir o risco de prêmio na estrutura das taxas de juros de longo prazo.

Em alguns casos, conflitos entre administração da dívida pública e da política monetária podem surgir devido aos seus diferentes objetivos, uma vez que a administração da dívida pública busca minimizar o dilema entre custo da dívida e risco enquanto que a política monetária é direcionada para se atingir o objetivo de inflação. Nesse sentido, alguns bancos centrais preferem que o governo emita seus títulos indexados à inflação ou tome recursos emprestados no exterior em moeda estrangeira, enquanto que gestores da dívida pública acreditam que títulos públicos indexados à inflação e dívidas em moeda estrangeira trazem um maior risco ao balanço do governo.

Portanto, clareza em relação ao objetivo da gestão da dívida pública e da política monetária minimizam potenciais conflitos e colaboram por sua vez para demonstrar ao público que as decisões de política monetária não estão sendo dominadas por considerações com a dívida pública.

1.4 – Vantagens e Desvantagens do Regime de Metas de Inflação

1.4.1 – Vantagens

O regime de metas de inflação possui diversas vantagens como uma estratégia de médio-prazo para a política monetária. Conforme afirma Mishkin (2000, p.02):

“In contrast to an exchange rate peg, inflation targeting enables monetary policy to focus on domestic considerations and to respond to shocks to the domestic economy. In contrast to monetary targeting, another possible monetary policy strategy, inflation targeting has the advantage that a stable relationship between money and inflation is not critical to its success: the

strategy does not depend on such a relationship, but instead uses all available information to determine the best settings for the instruments of monetary policy.”

Ele ainda completa dizendo: *“Inflation targeting also has the key advantage that it is easily understood by the public and is thus highly transparent.”* Mishkin (2000, p.02).

Isso quer dizer que em função da estratégia de política monetária sob metas de inflação possuir uma meta numérica explícita para a inflação, que por sua vez aumenta a responsabilidade do banco central e assim reduz a probabilidade potencial de que a autoridade monetária cairá em inconsistência ao longo do tempo. Além disso, uma vez que a fonte de inconsistências geralmente vem de pressões políticas para o banco central empreender políticas monetárias excessivamente expansionistas, o regime de metas de inflação possui a vantagem de abrir o debate político em relação ao que a autoridade monetária pode fazer no longo-prazo, controlar a inflação, e aquilo que ela não pode fazer, elevar o crescimento do produto, reduzir o desemprego e aumentar a competitividade externa da economia através da política monetária.

Desse modo, para o regime de metas de inflação apresentar esses resultados deve existir o compromisso institucional de se fazer da estabilidade de preços o objetivo principal do banco central. Esse compromisso institucional envolve apoio legislativo para um banco central independente no qual precisam conter pelo menos dois destaques principais. Isolamento suficiente da diretoria do banco central responsável por implementar a política monetária da classe da política, excluindo-se membros do governo, os membros da diretoria da autoridade monetária devem ser nomeados para desenvolver um trabalho de longo-prazo, protegendo-os de demissões arbitrárias e também é recomendável fornecer ao banco central total e exclusivo controle da configuração dos instrumentos de política monetária.

O compromisso com a estabilidade de preços também requer que a autoridade monetária possua um mandato que inclua a estabilidade de preços como seu objetivo principal, deixando claro de que quando houver um conflito com outros objetivos como, por exemplo, a estabilidade da taxa de câmbio ou alcançar um alto nível de emprego, promover a estabilidade de preços deve ser entendida como a prioridade principal.

Assim, conforme mencionado anteriormente nesse trabalho, regimes de metas de inflação também colocam bastante ênfase na necessidade de se fazer a política monetária transparente e de manter canais de comunicação regulares com o público. Dessa forma, bancos centrais atuando sob estratégia de metas de inflação procuram estar em constante comunicação com o governo e seus

diretores procuram aproveitar todas as oportunidades para fazer explicações públicas à respeito de suas estratégias de política monetária, ao mesmo tempo que buscam publicar e divulgar relatórios de inflação com o objetivo de apresentar claramente suas opiniões em relação à performance passada e futura da inflação e da política monetária.

Outra vantagem dos regimes de metas de inflação é que a transparência de política associada com a divulgação da meta levou o banco central a ser altamente responsável com o público. Sucesso permanente na condução da política monetária medida em relação a uma meta de inflação pré-anunciada e bem definida pode se tornar um instrumento para construir apoio público para um banco central independente, mesmo na ausência de um padrão legal e rigidamente definido de avaliação de performance e punição para a autoridade monetária.

1.4.2 – Desvantagens

Críticos do regime de metas de inflação apontam sete principais desvantagens nessa estratégia de política monetária. Quatro dessas desvantagens se referem ao fato de que tentar se atingir a meta de inflação é algo muito rígido, de que essa recomendação permite discricionariedade excessiva na condução de política, de que essa estratégia possui o potencial de aumentar a instabilidade do produto e assim diminuir o seu crescimento. A quinta desvantagem é que buscar se atingir uma meta de inflação possa ser produzida uma responsabilidade fraca para o banco central uma vez que a inflação é difícil de controlar e porque existem longas defasagens de tempo entre a implementação dos instrumentos de política monetária e seus resultados na taxa de inflação, especialmente para países de economia emergente.

A sexta e sétima desvantagens se referem ao fato de que tentar atingir uma meta de inflação não se consegue prevenir dominância fiscal e que a flexibilidade necessária na taxa de câmbio pode causar instabilidade financeira, sobretudo para países emergentes.

Em outras palavras, a taxa de inflação não é facilmente controlada pelo banco central e, além disso, resultados na inflação que incorporem os efeitos de mudanças na configuração dos instrumentos de política monetária são revelados apenas uma substancial passagem de tempo.

Dessa forma, a dificuldade de se controlar a inflação cria particularmente um problema severo para países emergentes num cenário em que a inflação está sendo diminuída após estar em níveis bastante elevados. Nesses casos, erros na previsão de inflação podem ser grandes, metas

tenderão a não serem atingidas e assim será difícil para autoridade monetária ganhar credibilidade num regime de metas e para o público constatar os motivos dessa divergência. Nesse caso, conforme sugerido por Masson, Savastano & Sharma (1997), metas de inflação se revelam uma estratégia mais efetiva se adotadas após um processo de desinflação prévio de sucesso.

Outro fator que revela a dificuldade do banco central em controlar o nível de preços é a forte incidência de preços controlados pelo governo no índice utilizados para se avaliar o comportamento da inflação. Nesse sentido, metas de inflação podem demandar um alto grau de coordenação entre autoridades fiscais e monetárias em relação ao momento certo e magnitude de mudanças futuras nos preços controlados ou alternativamente, excluir os preços controlados do índice alvo usado como referência para o regime de metas.

Em relação à sexta desvantagem da estratégia de metas de inflação é que ela pode não ser suficiente para assegurar disciplina fiscal ou prevenir dominância fiscal. Governos ainda podem colocar em prática políticas monetárias irresponsáveis mesmo com a estratégia de metas em andamento. No longo prazo, enormes déficits fiscais causarão o fracasso do regime de metas de inflação, uma vez que déficits fiscais terão que eventualmente serem monetizados ou a dívida pública sofrerá uma grande desvalorização e assim uma alta inflação prevalecerá. Ausência de dominância fiscal é por sua vez um pré-requisito para metas de inflação e assim, de acordo com Masson, Savastano & Sharma (1997) o arranjo institucional que ajudará a manter a política fiscal sob controle se revelam cruciais para o sucesso da estratégia de política monetária atuando sob recomendação de metas de inflação.

Finalmente, altos níveis de dolarização podem criar um problema sério para o regime de metas na medida em que muitos países, sobretudo os emergentes, possuem balanços de suas empresas e bancos dolarizados tanto no lado dos ativos como no lado dos passivos e uma substancial parcela de suas dívidas de longo prazo está denominada em dólar. Assim, uma vez que metas de inflação necessitam de flexibilidade de taxas de câmbio nominais, flutuações na taxa de câmbio são inevitáveis. Dessa maneira, grandes depreciações podem aumentar o peso das dívidas denominadas em dólar, produzindo assim uma forte deterioração de balanços e aumentando por sua vez os riscos de crise financeira. Essa afirmação sugere que um regime de metas de inflação em países de economia dolarizada pode não ser viável ao menos que existam severas regulações prudenciais em curso e também supervisão estrita de instituições financeiras que assegurem que o sistema financeiro é plenamente capaz de suportar choques na taxa de câmbio.

Capítulo 2 - A Experiência Brasileira com o Regime de Metas de Inflação

2.1 – Introdução

As altas taxas de inflação verificadas no Brasil ao longo dos anos 1980 juntamente com as mal sucedidas tentativas de estabilização inflacionárias afetaram negativamente a reputação do Banco Central do Brasil e prejudicaram a credibilidade de suas políticas monetárias.

O Plano Real implementado em meados de 1994 resolveu parcialmente o problema da credibilidade da autoridade monetária ao estabelecer uma âncora nominal, no caso a taxa de câmbio, para a política monetária. Dessa forma, o processo de estabilização iniciado em 1994 conseguiu reduzir com sucesso a taxa de inflação anual para ordem de um dígito em menos de três anos. Esse processo que buscou utilizar a moeda internacional de referência, o dólar norte-americano, como veículo de credibilidade mesmo implicando em uma perda de autonomia de política para o banco central também incluiu um vasto programa de reformas econômicas, entre elas a redução substancial do setor público brasileiro através da privatização de companhias estatais atuando em setores de telecomunicações, ferrovias, bancário e mineração. O setor financeiro nacional também foi submetido a uma grande reestruturação com instituições liquidadas, fundidas e regulações prudenciais foram atualizadas.

A principal fonte de inércia inflacionária da economia brasileira, a indexação automática de preços, salários e contratos foi bastante reduzida e o crescimento anual médio do produto ficou em torno de 3.4% em termos reais no período de 1994-1998, imediatamente anterior à adoção do regime de metas de inflação no Brasil.

No entanto, dificuldades de se aprovar um ajuste fiscal definitivo no Congresso Nacional fizeram o Brasil continuar altamente vulnerável à crises de confiança internacionais. Dessa maneira, após a forte crise de confiança que se abateu sobre as economias emergentes com a moratória russa em agosto de 1998 e a consequente inversão no fluxo de capitais para esses mesmos países, o Banco Central do Brasil diante da deterioração nas contas externas e consequente aumento da vulnerabilidade externa do país foi forçado a abandonar a âncora cambial em relação ao dólar em janeiro de 1999 e a permitir a desvalorização da moeda brasileira.

Na ausência de uma direção bem definida para a política monetária, a taxa de câmbio fechou numa média de R\$1.51/US\$1 em janeiro e R\$ 1.91/US\$1 em fevereiro comparado a uma média de R\$ 1.21/US\$1 antes da mudança de regime cambial, levando a fortes pressões inflacionárias com o índice de preços no atacado aumentando 7.0% em fevereiro enquanto o índice de preços ao consumidor aumentando na ordem de 1.4% nesse mesmo período.

Assim, sob o novo regime de câmbio flutuante e com a deterioração iminente dos fundamentos macroeconômicos brasileiros, o governo adotou formalmente o regime de metas de inflação como estratégia de política monetária em julho de 1999 e definiu metas de inflação para os anos seguintes com objetivo de se assegurar a estabilidade de preços no país e atribuiu ao Banco Central a responsabilidade e a independência operacional para conduzir a política monetária com vistas a se atingir o objetivo de inflação.

Portanto, o objetivo desse capítulo é apresentar de que maneira e sob quais circunstâncias ocorreu a implementação do regime de metas de inflação no Brasil, suas características gerais e específicas e avaliar o desempenho desse regime em manter o índice oficial de inflação, o Índice de Preços ao Consumidor Amplo, IPCA, dentro dos intervalos de tolerância pré-definidos pelo Conselho Monetário Nacional no período de 1999 a 2005 e em garantir certo crescimento econômico.

Para se atingir esse objetivo, o presente capítulo se apresenta da seguinte forma: a primeira parte apresenta a implementação do regime de metas de inflação no Brasil, a segunda apresenta suas características gerais e específicas no caso brasileiro e a terceira e última analisará o desempenho do regime de metas no controle da inflação dentro do período 1999 a 2005.

2.2 – A Implementação do Regime de Metas no Brasil

O abandono da âncora cambial e a conseqüente forte desvalorização da moeda brasileira ocorrida no início de 1999, levaram o Banco Central do Brasil a buscar um novo mecanismo para ajudar na estabilização de preços e reconstruir a credibilidade da política de estabilização inflacionária em curso desde a adoção do Plano Real em 1994.

Dessa maneira, a nova diretoria do banco central empossada em março de 1999 comandada por Armínio Fraga tinha como desafio principal encontrar uma nova estratégia de política monetária com objetivo de garantir a estabilidade de preços conquistada com o Plano Real.

Nesse sentido, metas de inflação que já vinha sendo utilizado com sucesso por vários países se mostrou a estratégia de política mais apropriada para se atingir a estabilização de preços em um regime de cambio flutuante, com a meta de inflação desempenhando o papel de ancora nominal da política monetária.

Assim em 1º de julho de 1999 o Brasil adotou formalmente o regime de metas de inflação como estratégia de sua política monetária através da emissão do decreto nº 3088 de 21 de junho de 1999 pelo presidente Fernando Henrique Cardoso que definia os aspectos gerais do novo regime, destacando-se os seguintes pontos principais:

- . As metas de inflação serão estabelecidas com base na variação de um índice de preços amplamente conhecido;

- . As metas de inflação assim como seus intervalos de tolerância serão definidos pelo Conselho Monetário Nacional com base na proposta enviada pelo Ministro de Estado da Fazenda;

- . As metas de inflação para os anos de 1999, 2000, 20001 serão divulgadas até 30 de junho de 1999; para o ano de 2002 e anos subsequentes as metas serão anunciadas até 30 de junho, com dois anos de antecedência;

- . O Banco Central do Brasil tem a responsabilidade de implementar as políticas necessárias para se atingir as metas;

- . O índice de preços a ser adotado para as propostas de recomendação de metas de inflação será escolhido pelo Conselho Monetário Nacional com base em proposta enviada pelo Ministro de Estado da Fazenda;

- . As metas serão consideradas cumpridas sempre que a inflação acumulada durante os meses de janeiro a dezembro de cada ano (medida com base nas variações no índice de preços adotado para essa finalidade) esteja de acordo com o intervalo de tolerância;

. No caso do rompimento do intervalo de metas, o presidente do Banco Central do Brasil precisará emitir uma carta aberta ao Ministro da Fazenda explicando as causas desse rompimento, as medidas a serem adotadas para fazer a inflação voltar para os seus intervalos de tolerância e o período de tempo necessário para que essas medidas produzam efeitos;

. O banco central emitirá relatórios de inflação trimestrais que fornecerão informações relativas à performance da estratégia de metas de inflação, os resultados das ações de política monetária e as perspectivas de inflação.

Nesse sentido, em 30 de junho de 1999 o Conselho Monetário Nacional emitiu uma resolução a cerca da definição do índice de preços assim como as metas de inflação a serem perseguidas. O Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) divulgado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) foi então escolhido com a proposta de se averiguar o cumprimento das metas de inflação previamente estabelecidas. As metas foram estabelecidas em 8% para 1999, 6% para 2000 e 4% para 2001, variações anuais acumuladas ao final de cada ano. Intervalos de tolerância também foram definidos em + ou - 2% para cada ano.

O índice de preços selecionado (IPCA), cobre uma cesta de consumo de famílias com rendimentos entre 1 e 40 salários mínimos e tem uma ampla cobertura geográfica, incluindo algumas das principais áreas metropolitanas do país (São Paulo, Rio de Janeiro, Belo Horizonte, Porto Alegre, Recife, Belém, Fortaleza, Salvador, Curitiba, Goiânia e o Distrito Federal).

Isso significa que as características do sistema de metas de inflação no Brasil não diferem da prática internacional. Para um determinado ano as metas são estabelecidas com antecipação de dois anos e a política monetária pode perseguir seu objetivo com uma margem de tolerância para cima e para baixo do ponto central da meta de inflação. Foram implementados diversos mecanismos para assegurar transparência e prestação de contas, à semelhança do que ocorre em outros países com metas de inflação.

A implementação desse sistema foi acompanhada por várias medidas fiscais para melhorar o desempenho e a percepção da sustentabilidade das contas públicas. A principal mudança foi a geração de superávits primários, acompanhada de outras medidas, como a renegociação das dívidas com os governos estaduais, as reformas no sistema de seguridade social e Lei de Responsabilidade Fiscal aprovada no ano 2000 que estabeleceu normas de finanças públicas voltadas para a responsabilidade na gestão fiscal nas três esferas de governo fixando limites de gasto com pessoal e

de endividamento público, determinando a definição de metas fiscais anuais para os três exercícios seguintes, estabelecendo mecanismos de compensação para despesas permanentes, determinando que o governante não pode criar despesa continuada sem indicar fonte de receita ou redução de outra despesa e, ao mesmo tempo criando dispositivo para controle das finanças públicas em anos de eleição.

As metas iniciais foram altas e refletiam a aceleração da inflação em 1999, como resultado da desvalorização que se seguiu à adoção do regime de câmbio flutuante, provocando um choque que forçou o realinhamento de preços relativos. Antes da adoção do regime de câmbio flutuante o Brasil estava experimentando uma fase de estabilidade de preços com uma taxa de inflação da ordem de 1.7% medida pelo Índice de Preços ao Consumidor (IPC/FIPE) na cidade de São Paulo no ano de 1998. Dessa maneira, a estratégia ao se implementar o regime de metas de inflação no país previa um rápido recuo no nível geral de preços, buscando atingir taxas de inflação próximas a 6% em 2000 e a 4% em 2001 e assim manter o nível de estabilidade conquistado pela economia e evitar a volta de mecanismos informais de indexação.

2.3 – Características Gerais e Específicas do Regime de Metas no Brasil

Conforme mencionado anteriormente, o sucesso de uma estratégia de política monetária atuando sob regime de metas de inflação necessita de algumas pré-condições desejáveis: independência da autoridade monetária, a busca pela estabilidade de preços ser o objetivo primordial da política monetária, a habilidade para se produzir projeções de inflação, o objetivo de taxa de inflação ser a âncora fundamental da política monetária assim como ausência de dominância fiscal e transparência na condução de política.

Dessa forma, uma das primeiras preocupações do Conselho Monetário Nacional e do Banco Central do Brasil foi a de ajustar a economia brasileira às necessidades requeridas para a implementação imediata da estratégia de metas para a inflação.

Em relação à política monetária, foi criado um departamento de pesquisas no âmbito do Banco Central do Brasil com objetivo de desenvolver modelos confiáveis de previsão de inflação e avaliar os mecanismos de transmissão da política monetária e estimar a trajetória de inflação. Também foram desenvolvidos uma série de ferramentas para ajudar no processo decisório. Dentre

eles estão modelos estruturais de transmissão da política monetária aos preços, complementados por modelos de previsão de inflação de curto prazo junto com pesquisas sobre as expectativas de inflação do mercado, crescimento do produto interno bruto e outras importantes variáveis econômicas coletados pelo Departamento Econômico.

Para desenvolver seus modelos macroeconômicos estruturais o banco central avaliou os vários mecanismos de transmissão da política monetária aos preços, incluindo a taxa de juros, a taxa de câmbio, a demanda agregada, os preços dos ativos, expectativas, agregados de crédito e monetários, salários e riqueza. De acordo com as características macroeconômicas da economia brasileira, as principais conclusões de acordo com Bogdanski, *et al.*(2000, p.14) são:

“(...)interest rate affects consumer durables and investment in a period between 3 to 6 months. Moreover, the output gap takes additional 3 months to have a significant impact on inflation. In sum, the monetary policy transmission through the aggregate demand channel takes between 6 to 9 months to fully operate (...)”

Isso quer dizer que as variações ocorridas na taxa de juros irão afetar o nível de demanda agregada com uma defasagem de 3 a 6 meses e que variações no nível de demanda agregada são em geral transmitidos para o nível de preços com uma defasagem temporal de 3 meses. Desse modo, conclui-se que a defasagem temporal da política monetária de juros sobre a taxa de inflação leva entre 6 e 9 meses.

Eles ainda completam afirmando que:“ *(...) changes in nominal interest rates affects contemporaneously nominal exchange rate, and the later affects, also contemporaneously, the inflation rate through “imported” inflation (...)*” Assim, mudanças na taxa nominal de juros também afetam a taxa de câmbio após um certo período de tempo e essa por sua vez a taxa de inflação.

Em razão da baixa alavancagem do setor corporativo brasileiro juntamente com políticas monetárias e creditícias extremamente rígidas implementadas com o Plano Real, o mercado de crédito e sua importância em termos de impactar a taxa de juros e conseqüentemente a inflação foram minimizados na elaboração dos modelos macroeconômicos estruturais que colaboram no processo decisório da autoridade monetária.

Esses modelos estruturais são complementados por um conjunto de modelos econométricos de curto prazo, destacando-se o modelo VAR (vetor auto-regressivo) e o ARMA (média móvel auto-regressiva) que servem para fornecer uma alternativa de curto prazo para previsão da taxa de inflação e assim permitir uma verificação consistente com as previsões resultantes dos modelos estruturais; permitir utilizar a previsão de inflação resultante desses modelos para estimar juntamente com o modelo estrutural a *ex ante* taxa de juros real (que é uma variável explicativa na equação de demanda agregada em alguns dos modelos estruturais) assim como uma projeção de taxa de juros real na regra (uma das equações nos modelos estruturais) e assim; permitir a simulação de choques em componentes específicos do IPCA como por exemplo, mudanças nos preços administrados pelo governo.

Dessa maneira, os modelos permitiram à autoridade monetária estimar os mecanismos de política monetária e avaliar as defasagens temporais da política implementada sobre a demanda e sobre o nível de preços.

Assim, o Banco Central do Brasil estimou um grupo de modelos estruturais com objetivo principal de identificar e simular o mecanismo de transmissão monetária no Brasil, incluindo seus principais canais de transmissão assim como as defasagens temporais envolvidas. O modelo estrutural do banco central possui quatro equações básicas: uma equação IS padrão, que analisa os efeitos da taxa de juros e da taxa de câmbio real sobre a demanda agregada, uma curva de Phillips, para uma economia aberta, que representa o dilema entre a inflação e o produto, do lado da oferta, uma equação para a taxa de câmbio real e uma regra para a taxa de juros.

Dessa maneira, o Banco Central do Brasil calcula o impacto inflacionário de choques atuais de oferta assim como o impacto secundário de choques passados devido á inércia existente no processo inflacionário. A ideia é simplesmente acomodar o impacto direto dos choques atuais e escolher um horizonte de tempo para suavizar os impactos secundários de choques passados.

Desse modo, diante de choques de oferta o Banco Central do Brasil inicialmente considera a natureza e persistência do choque e elabora diferentes trajetórias de inflação e produto associado com os diferentes valores de taxas de juros. Baseado no seu grau de aversão à variações no nível de preços, escolhe a trajetória ótima para a inflação e o produto.

No entanto, se os choques são grandes e persistentes, seus efeitos inflacionários podem durar um ano ou mais. A trajetória ótima de inflação pode implicar em uma inflação futura de 12 meses

superior à meta anual previamente estabelecida. Nessa situação o Banco Central do Brasil utiliza uma “meta ajustada”, de modo que a meta é ajustada de maneira a levar em consideração os efeitos primários de mudanças nos preços relativos e a inércia passada que será acomodada. A nova meta é então anunciada publicamente.

Assim, embora possa existir uma perda de credibilidade pela mudança de meta, os ganhos obtidos em termos de transparência e comunicação são mais significantes. Agentes privados sabem qual a meta o Banco Central do Brasil está perseguindo e na verdade, manter a meta antiga afetaria a credibilidade da autoridade monetária uma vez que poderia ser considerada inatingível.

Na “meta ajustada” os efeitos primários de um choque na inflação dos preços regulados e a inércia herdada do ano anterior a ser acomodada no ano atual são acrescentados na meta antiga definida pelo Conselho Monetário Nacional. Diante de um choque de custos, como um aumento de preços regulados acima de outros preços da economia, a política monetária deve ser calibrada de modo a acomodar o impacto direto desses choques no nível de preços assim como combater seus efeitos secundários. Além disso, uma vez que o Banco Central do Brasil leva em consideração os efeitos sobre o nível de produto envolvidos no processo desinflacionário, os impactos inerciais da inflação do ano anterior não devem ser combatidos completamente.

De fato, choques significativos como aumento nos preços regulados e na taxa de câmbio têm sido um dos principais desafios encarados pelo Banco Central do Brasil. Geralmente mudanças nos preços relativos se traduzem em maior inflação. Se esses aumentos forem tratados como choques de oferta, a política monetária deve ser orientada para eliminar apenas seu impacto secundário na inflação, enquanto preserva o realinhamento inicial de preços relativos. Portanto os esforços do banco central para quantificar os impactos inflacionários de primeira ordem de uma variação de preços regulados se revelam importantes uma vez que ajudam a implementar a política monetária de maneira flexível e sem perder de vista o objetivo principal de atingir a meta de inflação.

Assim, a decisão de perseguir uma trajetória de inflação baseada nessas “metas ajustadas” considera que a política monetária será capaz de levar a inflação a convergir para o intervalo de tolerância em dois anos. No entanto, isso depende do tamanho e da natureza do choque. Trajetórias com quedas mais bruscas na taxa de inflação podem implicar numa perda excessiva de produto.

A decisão de neutralizar o choque em um período de tempo mais longo, baseado na estimativa do tamanho e persistência desse choque pode levar a problemas de inconsistência temporal: demasiada acomodação no curto prazo levando à perda de credibilidade no longo prazo.

Na realidade, é essencial que todo o procedimento seja explicado publicamente de maneira bem detalhada de modo que os agentes possam julgar efetivamente se o tamanho e persistência do choque justificam a decisão adotada pelo banco central. A transparência é, portanto, quem impõe disciplina suficiente para evitar problemas de consistência temporal.

No regime de metas de inflação, uma medida do núcleo da inflação ou o estabelecimento de cláusulas de escape foram sugeridos como formas de lidar com os choques e as volatilidades. O principal argumento contrário é que o uso do núcleo da inflação é menos representativo da perda de poder aquisitivo da moeda, num determinado período de tempo. Agentes econômicos na verdade estão preocupados com toda a sua cesta de consumo. No caso brasileiro, exclusão de preços regulados implicaria em excluir mais de 30% da cesta de consumo representativa. Nesse sentido, os agentes podem questionar uma política monetária que não esteja comprometida com o índice de preços ao consumidor em sua totalidade.

Talvez o melhor procedimento técnico tivesse sido excluir alguns itens da totalidade do índice de preços utilizado como referência pelo regime de metas, dispensando-os de choques temporários. No entanto, adotar um índice de referência em sua totalidade e sem exclusões foi fundamental por motivos de credibilidade, pelo menos no início da implementação do regime de metas no Brasil. Infelizmente a sociedade brasileira experimentou diversas manipulações nos índices de preços num passado não muito distante e assim seria suspeito realizar qualquer tipo de exclusão de itens do índice utilizado como meta.

Assim, existem duas vantagens no uso de “metas de inflação ajustadas”. Primeiramente, a medida de núcleo da inflação não é necessariamente isolada do efeito dos choques e por último, a construção da “meta ajustada” está diretamente baseada na idéia de que a política monetária deve neutralizar os efeitos de segunda ordem de choques de oferta e acomodar os efeitos de primeira ordem e também por levar em consideração a volatilidade do produto na sua função objetivo. Desse jeito, os princípios pelos quais a política monetária é conduzida se tornam mais transparentes.

No caso de se utilizar cláusulas de escape, as circunstâncias sob as quais o banco central pode não conseguir cumprir as metas previamente estabelecidas são justificadas antecipadamente.

Elas possuem mais semelhanças com a utilização de “metas ajustadas” do que com o uso de núcleos de inflação uma vez que não excluem itens da meta de inflação e sim definem circunstâncias nas quais o não cumprimento da meta pode ser justificado. Portanto é um procedimento de se combater a inflação futura ao definir a nova meta a ser perseguida pela autoridade monetária e ao mesmo tempo explicando como essa nova meta será atingida.

No arranjo institucional do regime de metas de inflação adotado no Brasil não existem cláusulas de escape. No caso do não cumprimento das metas, o Presidente do Banco Central do Brasil deverá redigir uma carta aberta endereçada ao Ministro de Estado da Fazenda explicando as causas desse não cumprimento, as medidas a serem adotadas para assegurar a convergência das metas e o período de tempo necessário para que essas medidas produzam o efeito desejado.

A combinação do uso da inflação “cheia” e sem exclusões com a ausência de cláusulas de escape justificam a adoção do intervalo de tolerância relativamente largo de dois pontos percentuais em torno da meta central e certamente transformam as metas anunciadas em muito mais apertadas do que elas inicialmente parecem.

Com objetivo de facilitar a comunicação com o público e a melhorar a transparência de política utilizada, o Banco Central do Brasil passou a divulgar as atas de reunião do Comitê de Política Monetária (Copom) e os relatórios trimestrais de inflação, onde são apresentadas detalhadas explicações sobre as decisões de política monetária implementadas, as principais questões relacionadas à performance do regime de metas, os resultados obtidos com as decisões de políticas passadas e também as projeções sobre o comportamento da economia e da inflação futura.

Em relação à política fiscal, conforme citado anteriormente, para se evitar a dominância fiscal e permitir uma combinação mais eficiente da política fiscal com a política monetária na busca pela estabilidade de preços, o governo adotou diversas medidas em busca do equilíbrio fiscal de longo prazo e também para melhorar o desempenho e a percepção da sustentabilidade das contas públicas.

Medidas de curto prazo de aumento de receita e diminuição de gastos foram implementadas com objetivo de se criar uma condição fiscal favorável à adoção do regime de metas de inflação no Brasil, destacando-se entre elas a manutenção da Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira (CPMF), o aumento da Contribuição para Fins Sociais (COFINS) e sua extensão para

instituições financeiras e o acréscimo de 8% para 12% na Contribuição Social sobre Lucro Líquido (CSSL).

No entanto, a principal mudança foi a adoção de metas de superávits primários, firmadas junto com o acordo com o Fundo Monetário Internacional (FMI) no final de 1998. O resultado foi rápido e logo no primeiro trimestre de 1999, o superávit primário atingiu a marca de 4,1 % do PIB, ultrapassando a meta estabelecida no acordo com o FMI que era de 4,0% ao ano.

Outras medidas, como a renegociação das dívidas com os governos estaduais, as reformas no sistema de seguridade social e Lei de Responsabilidade Fiscal aprovada no ano 2000, estabelecendo normas de finanças públicas voltadas para a responsabilidade na gestão fiscal nas três esferas de governo fixando limites de gasto com pessoal e de endividamento público, determinando a definição de metas fiscais anuais para os três exercícios seguintes, estabelecendo mecanismos de compensação para despesas permanentes, determinando que o governante não pode criar despesa continuada sem indicar fonte de receita ou redução de outra despesa e, ao mesmo tempo criando dispositivo para controle das finanças públicas em anos de eleição, serviram também por sua vez para demonstrar ao mercado a preocupação do governo em relação à busca do equilíbrio fiscal de longo prazo e que a política fiscal a partir daquele momento estava compatível com o objetivo de estabilidade de preços da política monetária.

A importância do equilíbrio fiscal no sucesso do regime de metas de inflação no Brasil foi enfatizada pelo Comitê de Política Monetária (COPOM) do Banco Central que destacou:

“The primary objective of the Central Bank is to maintain price stability. In a floating exchange regime, price stability is guaranteed by sustained fiscal austerity together with a compatible monetary austerity.” (COPOM, 2001)

2.4 – A Performance do Regime de Metas de Inflação no Brasil (1999-2005)

2.4.1 – Estabilidade Inflacionária (1999 – 2000)

Ao implementar o regime de metas em junho de 1999, o Brasil estava com uma aceleração inflacionária, com taxas próximas de 9% a.a., e decidiu retornar em três anos para uma inflação

mais baixa, em torno de 4% a.a. Essa decisão arriscada pode ser entendida pelo fato de que a inflação brasileira antes da saída do regime de âncora cambial para o regime de câmbio flutuante e a consequente desvalorização da moeda brasileira, havia sido muito baixa, na ordem de 1,7% em 1998. Dessa maneira, com a adoção do novo regime monetário buscava-se voltar rapidamente para níveis mais baixos de inflação e assim evitar a volta de mecanismos informais de indexação de contratos e salários, os quais podem ser gerados por inflações anuais em torno de 10%.

Desse modo, de acordo com Minella, *et al.* (2003), a política macroeconômica nos primeiros anos do regime de metas no Brasil consistiu na combinação de três elementos principais: regime de câmbio flutuante, política fiscal sólida e metas para inflação. Nos dois primeiros anos do novo regime a taxa de inflação anual conseguiu atingir suas metas, absorvendo o impacto inicial da depreciação cambial ocorrida em janeiro de 1999. Essa transição de sucesso para o sistema de metas foi apoiada por uma melhora significativa do balanço fiscal do setor público consolidado, atingindo superávits primários na ordem de 3.23% do PIB em 1999 e 3.51% do PIB no ano 2000.

Dessa forma, em termos práticos de resultado, a inflação medida pelo IPCA fechou no ano de 1999 em 8,94%, se situando dentro do intervalo de tolerância previamente estabelecido para aquele ano que era entre 6% e 10%. O resultado obtido pode ser considerado extremamente positivo em razão das condições de incertezas associada à desvalorização cambial, aumento dos preços dos combustíveis e dos preços administrados por contrato.

As medidas de política fiscal e monetária contribuíram decisivamente para o controle da inflação em 1999 e por sua vez serviram para amortecer o repasse da desvalorização do câmbio sobre a inflação.

O Comitê de Política Monetária (COPOM) do Banco Central do Brasil aumentou a taxa de juros SELIC de 31,19% a.a. em janeiro de 1999, para 43,25% a.a. em março e do lado fiscal, o governo passou a cumprir as metas de superávits primários firmadas no acordo com Fundo Monetário Internacional em 1998, sinalizando a intenção do governo de se atingir um equilíbrio nas contas públicas e recuperar a confiança do mercado financeiro na política econômica do governo.

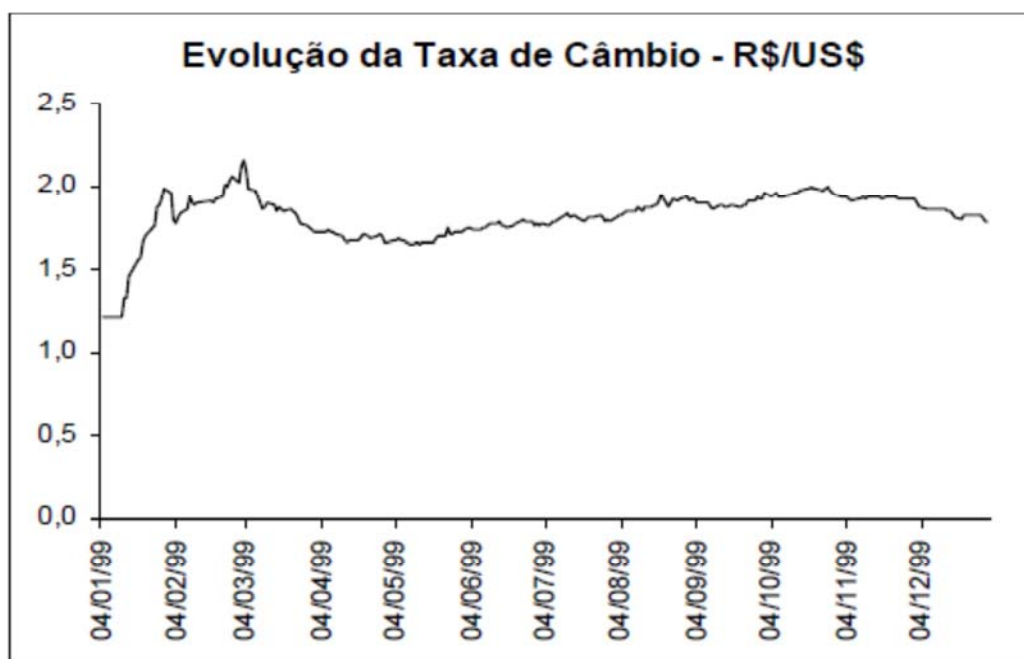
Assim de acordo com Fachada (*apud* Monteiro, 2006, p.147):

“All those initiatives succeeded in bringing the Exchange rate down from R\$2,20 in the first week of March to R\$ 1,66 at the end of April. Strong evidences of declining inflation were also

registered in April, as a result of the overshooting correction and the low pass-through of the exchange rate devaluation to consumer prices.”

Dessa forma, ocorreu uma recuperação do mercado nas ações do governo ao longo do ano e a taxa de câmbio inverteu sua trajetória de depreciação, conforme mostra o gráfico abaixo:

Gráfico 1

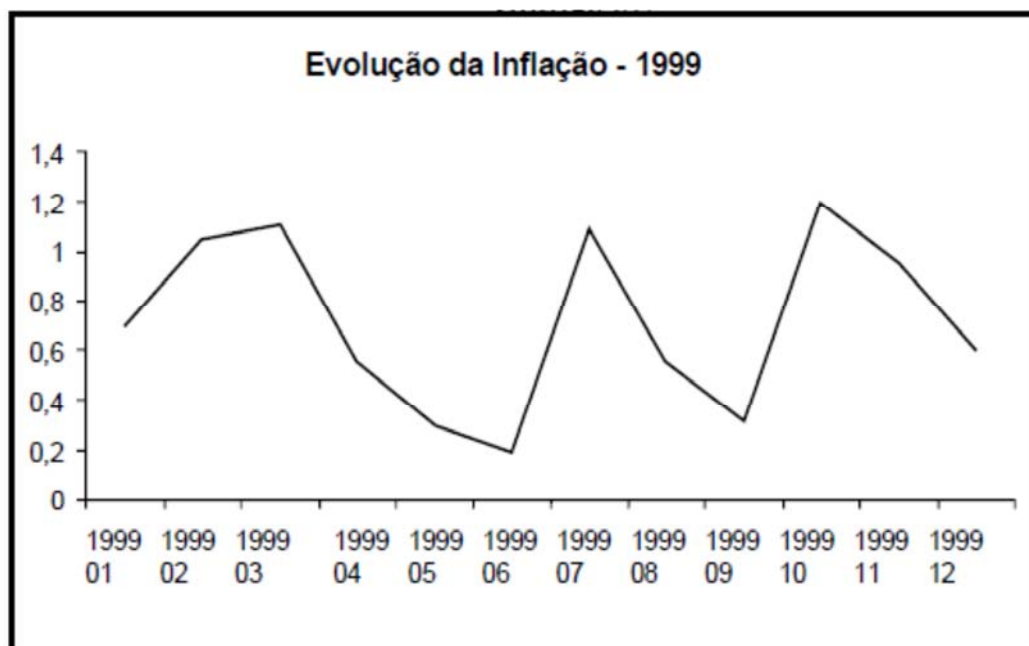


Fonte: Banco Central do Brasil

A apreciação cambial ao longo do ano e o baixo repasse da taxa de câmbio para o nível geral de preços tiveram um impacto imediato nas expectativas de inflação e na taxa de inflação efetiva. As expectativas que estavam na ordem de 20% a.a., em janeiro de 1999, reduziram para algo em torno de 13% a.a. em março e rapidamente atingiram 7,7% a.a. em maio. No ano o índice de inflação medido pelo IPCA fechou em 8,94%.

Com a melhora das expectativas, a taxa de juros SELIC iniciou uma trajetória de queda, sendo reduzida de 22% a.a. na primeira reunião do COPOM sob o novo regime para 21% a.a. com viés de baixa, continua sua trajetória de queda até abril de 2001.

Gráfico 2



Fonte: IBGE

Ao analisarmos a evolução do comportamento da inflação em 1999 pelo gráfico acima, constatamos que o IPCA demonstrou um comportamento volátil durante o ano. No primeiro trimestre apresentou uma tendência crescente em função do efeito da desvalorização cambial e seu repasse sobre os preços. A partir de março, ocorreu uma mudança de tendência em seu comportamento e a inflação entrou numa trajetória decrescente, chegando ao seu mínimo de 0,19% em junho. A partir do segundo semestre observa-se algumas oscilações em razão das desvalorizações ocorridas na taxa de câmbio juntamente com incertezas em relação à inflação futura, apresentando uma inflação média mensal nesse segundo semestre de 0,78% contra uma média de 0,65% obtida na primeira metade do ano.

Portanto, o repasse da desvalorização cambial sobre os preços juntamente com o forte aumento dos preços monitorados e administrados por contratos que foram da ordem de 19,04% contra uma variação total de preços medida pelo IPCA de 8,94% foram os principais responsáveis pela taxa de inflação ocorrida no ano de 1999.

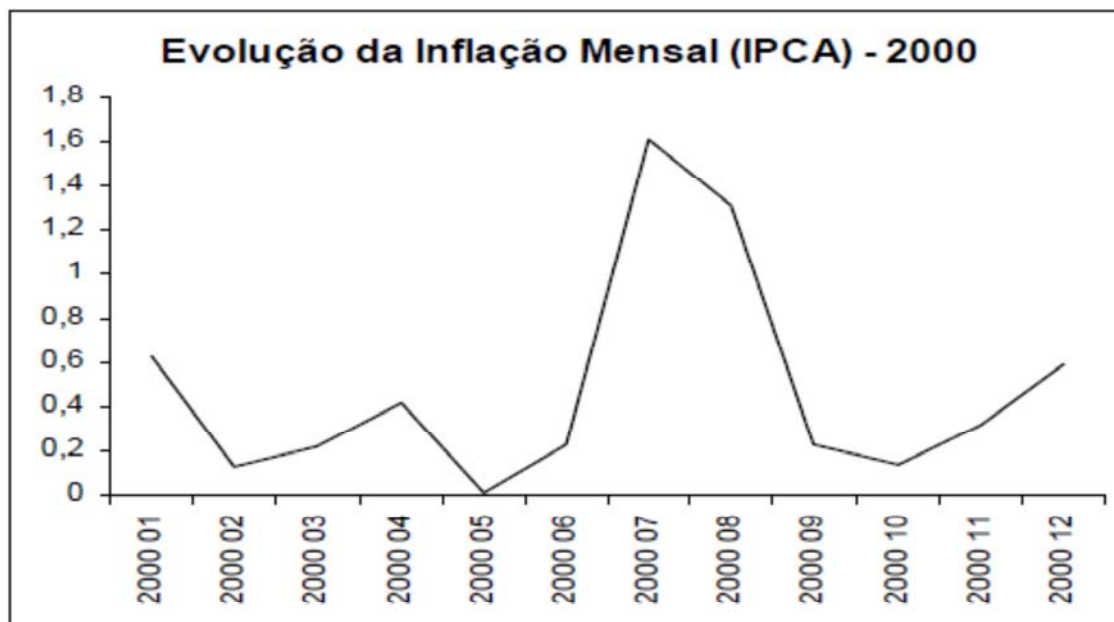
A aceleração da inflação no segundo semestre de 1999 foi provocada por choques temporários e não por processos generalizados de alta nos preços. Dessa forma, o Banco Central do

Brasil iniciou o ano 2000 com uma postura cautelosa mantendo a taxa de juros SELIC em 19% no primeiro trimestre, iniciando uma trajetória de queda a partir de abril que se estendeu até janeiro de 2001 quando a SELIC atingiu um mínimo de 15,25% a.a.

Em relação ao resultado obtido, em 2000 a meta central foi exatamente obtida com o IPCA fechando o ano em 6%. A situação da economia internacional que se mostrava bastante favorável nesse ano, com a ausência de choques externos e estabilidade cambial permitiram a combinação de crescimento econômico com inflação sob controle e queda acentuada na taxa de juros no Brasil.

Dessa forma, a taxa de juros SELIC que estava num patamar de 19% a.a. em janeiro, foi sendo reduzida até fechar o ano em 15,75% a.a., contribuindo positivamente para a recuperação da economia brasileira, que teve um crescimento do PIB de 4,4% no ano 2000 contra um crescimento de apenas 0,8% em 1999. Além da redução da taxa Selic, outros fatores também contribuíram para o crescimento do PIB brasileiro ao longo do ano 2000, dentre eles o aumento da confiança do consumidor, a expansão do crédito assim como a redução nas taxas de juros dos empréstimos e a redução do spread bancário.

Gráfico 3



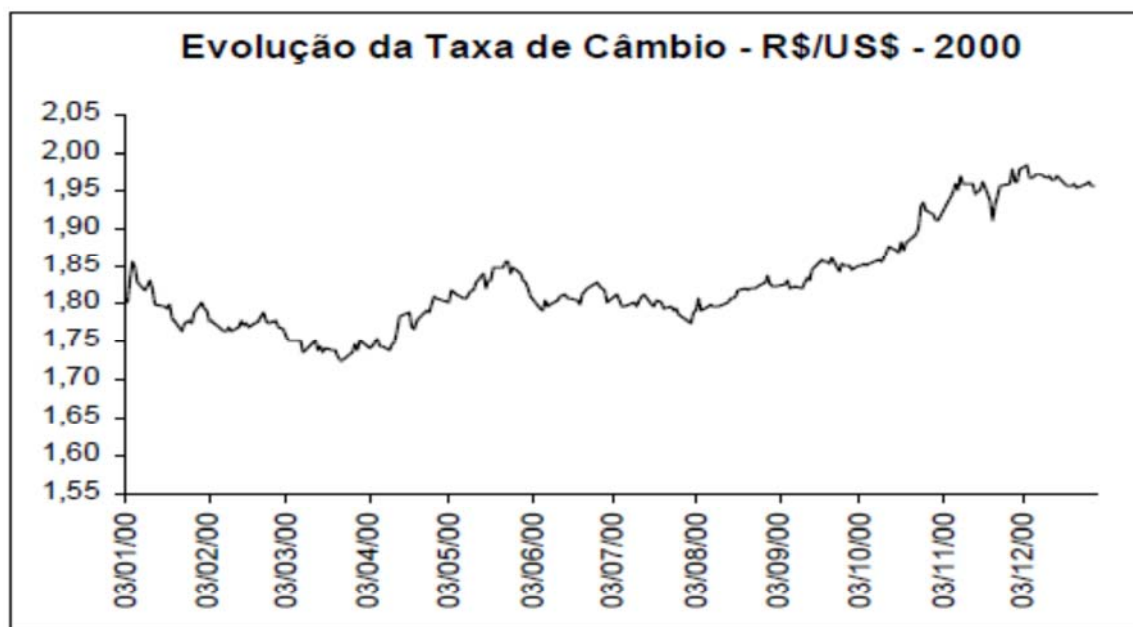
Fonte: IBGE

Conforme demonstrado pelo gráfico acima, o IPCA no ano 2000 esteve abaixo de 0,6% no primeiro semestre, porém apresentou uma tendência de alta no meio do ano, mais precisamente em julho quando chegou a 1,61% a.m., novamente influenciado pelo aumento nos preços monitorados e

administrados por contrato, destacando-se o aumento dos derivados de petróleo, energia elétrica e telefone fixo.

No entanto, o IPCA voltou a apresentar uma tendência de queda no segundo semestre atingindo 0,14% em outubro. Porém, a partir do último trimestre, ocorreu um aumento da incerteza provocada pelo risco de colapso da economia argentina e, possível contágio das economias dos países emergentes. Com isso ocorreu uma desvalorização da taxa de câmbio provocada pelo aumento do risco-país e a inflação ganhou novamente um pequeno aumento a partir de novembro e dezembro.

Gráfico 4



Fonte: Banco Central do Brasil

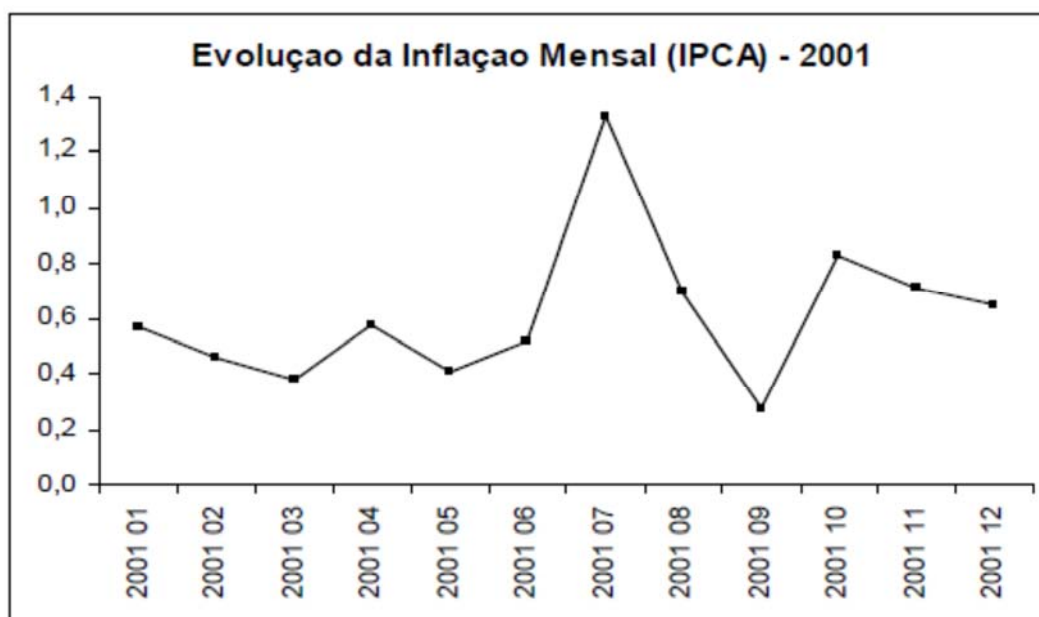
Apesar do aumento da incerteza econômica e sua repercussão desfavorável nos preços no final do ano, o IPCA acumulado em 2000 fechou em 6,0%, exatamente o centro da meta que havia sido estabelecido pelo Conselho Monetário Nacional para aquele ano.

2.4.2 – Período de Grandes Choques (2001 – 2003)

Os anos 2001 e 2002 foram verdadeiros testes de estresse para o regime de metas de inflação no Brasil. Diversos choques externos e domésticos atingiram a economia brasileira provocando impactos significativos na inflação. A taxa de inflação oficial medida pelo IPCA atingiu 7,7% em 2001, ou seja, 1,7 p.p. acima do teto do intervalo de tolerância definido para a taxa de inflação

naquele ano que era de 2% a 6%. A crise doméstica de energia provocada pelo racionamento aumentou a incerteza sobre a evolução futura da economia brasileira juntamente com a desaceleração do ritmo de crescimento da economia mundial, os ataques terroristas de 11 de setembro nos Estados Unidos e a crise econômica argentina que elevou a percepção de risco dos mercados emergentes, provocaram fortes pressões na taxa de câmbio e conseqüentemente pressionaram a desvalorização da moeda brasileira. Desse modo, a dominância externa combinada com fatores domésticos dificultou a operação da política monetária em 2001, impedindo que a inflação ficasse dentro do limite superior da meta inflacionária.

Gráfico 5



Fonte: IBGE

No primeiro trimestre do ano, a inflação demonstrou um comportamento estável ainda de acordo com o bom desempenho da economia brasileira em 2000. Com a deterioração das expectativas o COPOM atuou de maneira preventiva com o objetivo de reduzir os potenciais efeitos inflacionários das novas trajetórias da taxa de câmbio e dos preços administrados por contrato para evitar a propagação desses choques e assim, iniciou uma trajetória de alta na taxa de juros SELIC, elevando-a de 15,25% a.a. em janeiro, para 15,75% em março até 19,00% a.a. em julho e mantendo-a nesse patamar até o final do ano.

No âmbito interno, destacou-se o crescimento dos preços administrados por contrato, principalmente a energia elétrica (aumento de 18% no ano) e o da gasolina (aumento de 7,2%). A

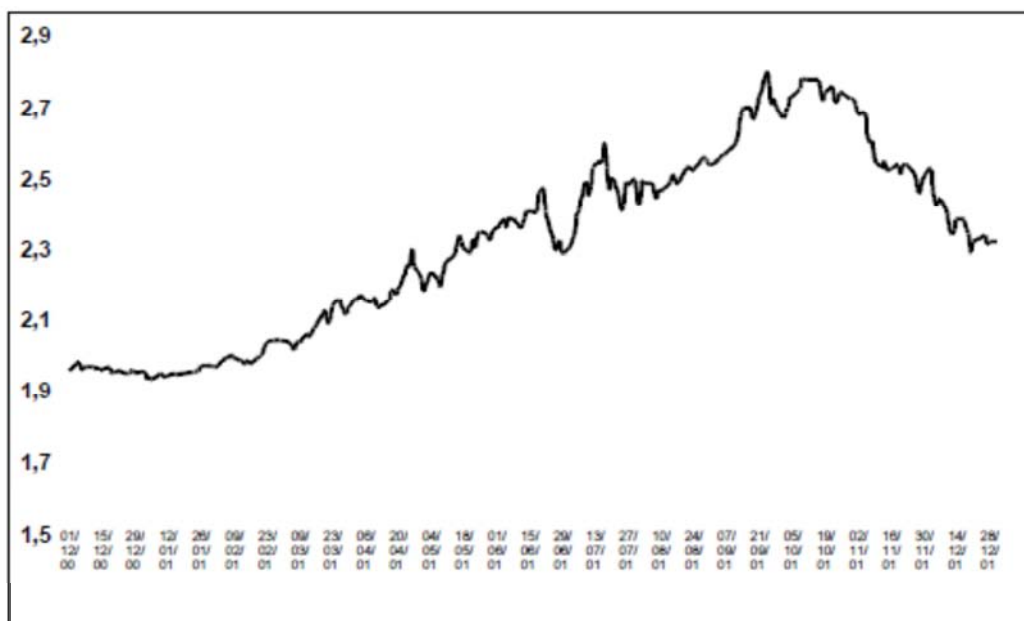
inflação desse conjunto de preços atingiu 10,4% no ano, valor bem superior ao aumento verificado nos preços livres que foi da ordem de 6,5% e da inflação medida pelo IPCA que foi de 7,7%.

Em razão da importância dos preços administrados na determinação da inflação brasileira, o COPOM definiu em julho de 2001 esse conjunto de preços que inclui eletricidade, gasolina, telefone fixo, ônibus urbano, plano de saúde, água e esgoto, gás de bujão, entre outros.

Nesse cenário de incertezas, a forte depreciação do Real em 2001 e o consequente repasse para os preços também tiveram a sua parcela de contribuição para o IPCA ultrapassar o limite superior da meta de inflação no ano.

Gráfico 6

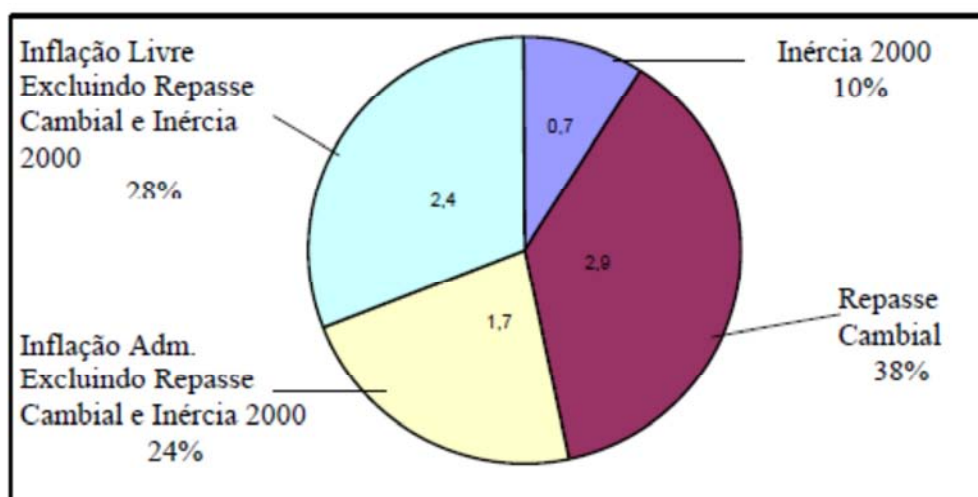
Taxa de Câmbio (R\$/US\$) em 2001



Fonte: Banco Central do Brasil

Em outubro, a cotação do Real atingiu a máxima de R\$2,84 por dólar, acumulando uma depreciação de 42,6% no ano. A apreciação cambial verificada nos últimos dois meses do ano permitiu que a depreciação média acumulada em 12 meses até dezembro fosse de 20,9%. Essa forte depreciação do Real pressionou significativamente os preços internos.

Gráfico 7: Contribuição para Inflação em 2001
Percentual do Total e Variação Percentual no Ano



Fonte: Banco Central do Brasil: Carta Aberta de 2002

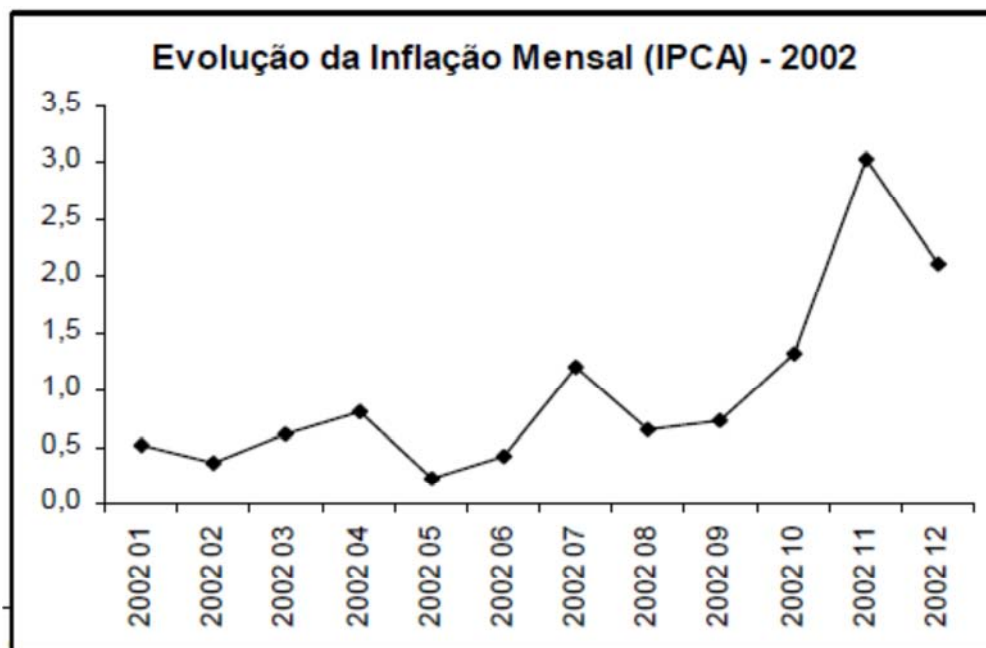
Dessa maneira, o efeito da depreciação cambial sobre a taxa de inflação medida pelo IPCA que fechou em 7,7% no ano de 2001 foi de 2,9 p.p. ou 38% do total e o aumento de preços no conjunto dos preços administrados por contrato representou 1,7 p.p. ou 24% do total no ano. Portanto, o repasse cambial e o aumento dos preços administrados representaram mais de 60% da inflação no ano de 2001.

No ano de 2002, a perspectiva de um novo governo aumentou a incerteza associada à dinâmica da dívida pública, elevando consideravelmente o risco país. Além disso, houve um aumento da aversão ao risco dos investidores internacionais, o que elevou os prêmios de risco da maioria das economias emergentes. Esses fatores colaboraram para a redução da entrada líquida de recursos e pressionaram o mercado de câmbio, gerando uma significativa depreciação nominal da taxa de câmbio. A desvalorização cambial afetou a dinâmica inflacionária da economia e a relação dívida líquida/PIB, aumentando ainda mais a percepção de risco na trajetória da dívida pública.

Dessa forma, a política monetária em 2002 estava diante de uma severa crise de confiança em relação à performance futura da economia brasileira e um forte aumento da aversão ao risco nos mercados internacionais, encontrando assim dificuldades para responder às dominâncias fiscal e externa. A taxa oficial de inflação medida pelo IPCA fechou o ano em 12,5%, bem acima do limite

superior do intervalo de tolerância para a meta inflacionária que era de 1,5% a 5,5%, sendo 3,5% a meta central para o ano.

Gráfico 8



Fonte: IBGE

O comportamento do IPCA foi relativamente estável no primeiro semestre de 2002, ficando numa média de 0,49% a.m., porém, acelerou fortemente no segundo semestre com uma média de 1,5% a.m., sendo que a maior parte aconteceu no último trimestre quando acumulou 6,6%, contribuindo decisivamente para o rompimento do limite superior de tolerância com a taxa de inflação fechando em 12,5% no ano.

Conforme afirma o Banco Central do Brasil (Carta Aberta, item 8, 2003):

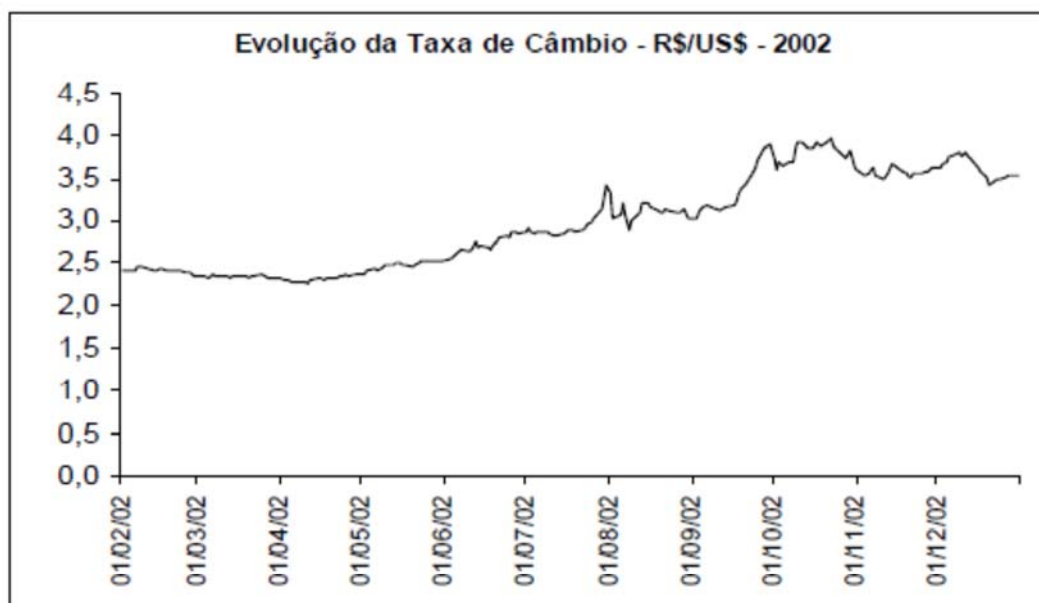
“As dificuldades enfrentadas pelo país se refletiram principalmente sobre a taxa de câmbio e as expectativas de inflação. A depreciação acentuada da taxa de câmbio e a deterioração das expectativas de inflação tiveram fortes impactos sobre a inflação, levando ao descumprimento da meta de inflação para o ano de 2002.”

Neste sentido, a autoridade monetária brasileira continua afirmando que: “o não cumprimento da meta em 2002 pode ser atribuído a três fatores: i) forte depreciação cambial; ii)

evolução dos preços administrados por contrato e monitorados; iii) deterioração das expectativas para a inflação.” (Carta Aberta, item 9, 2003).

Assim, diante de uma severa crise de confiança na evolução futura da economia brasileira e da inversão no fluxo de capitais externos para o país, ocorreu uma forte desvalorização da moeda brasileira.

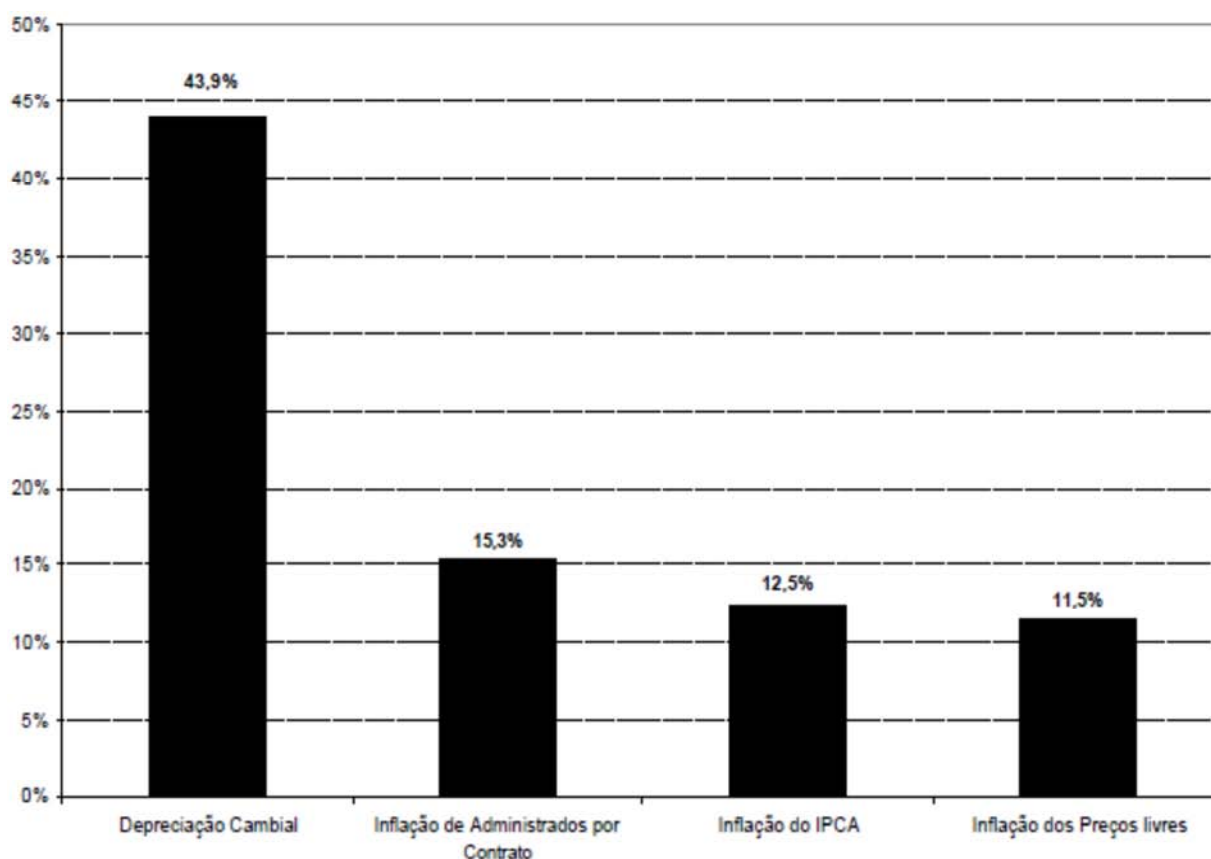
Gráfico 9



Fonte: Banco Central do Brasil

A cotação do dólar subiu de um valor médio de R\$2,55 no quarto trimestre de 2001 para R\$ 3,67 no quarto trimestre de 2002, o que representa uma variação de 43,9% nesse período. Essa depreciação do real pressionou significativamente os preços internos.

Gráfico 10: Depreciação Cambial e Inflação em 2002 (% no ano)



Fonte: Banco Central do Brasil, Carta Aberta de 2003

De acordo com o gráfico de decomposição da inflação do ano de 2002 representado acima, observa-se que a desvalorização da taxa de câmbio responde com aproximadamente 44% da taxa de inflação no ano. A depreciação do câmbio e a inflação dos preços monitorados e administrados por contrato explicam aproximadamente 60 % do IPCA no ano.

Assim, diante do quadro de incertezas, deterioração de expectativas e forte depreciação da taxa de câmbio, o banco central iniciou uma trajetória de alta na taxa de juros SELIC a partir de outubro, aumentando-a de um patamar de 18% a.a. para 25% a.a. em dezembro como forma de controlar as expectativas de inflação e a desvalorização cambial.

Em 2003, a taxa oficial de inflação medida pela variação do IPCA alcançou 9,30%, ultrapassando, assim, o limite superior do intervalo de tolerância para a meta inflacionária para o ano que era entre 1,5% e 6,5%, com uma meta central de 4,0% estabelecida pelo

CMN. No entanto para 2003 o banco central trabalhava com uma meta ajustada de 8,5% em razão dos choques adversos sofridos pela economia brasileira no ano anterior.

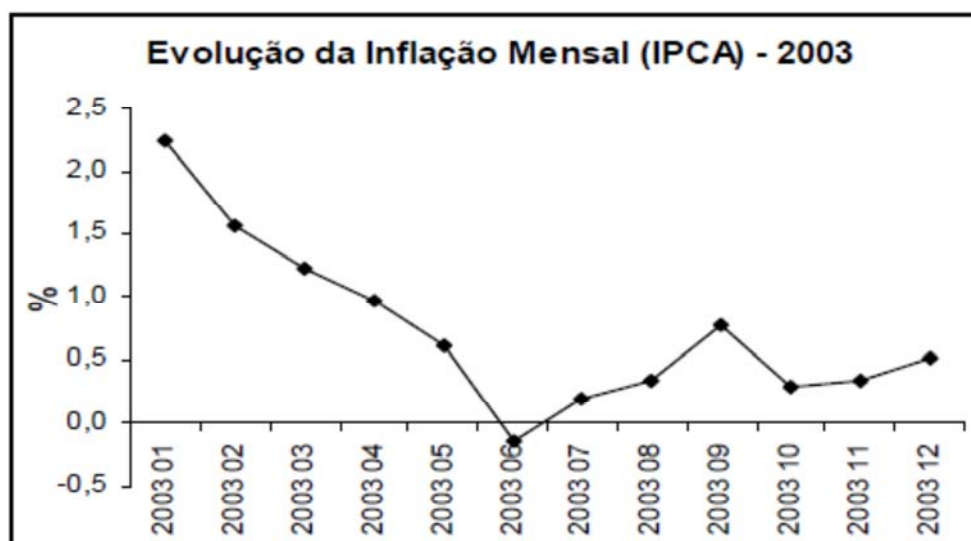
De acordo com o Banco Central do Brasil (Carta Aberta, 2003):

“o COPOM trabalha com o conceito de meta ajustada, onde, à meta preestabelecida pelo CMN, adicionam-se a inércia da inflação herdada do ano anterior a ser acomodada naquele ano e o efeito primário do choque dos preços administrados por contrato e monitorados.”

Isso quer dizer que diante de choques de oferta, como a recente crise de confiança e o aumento recente dos preços administrados acima da inflação dos demais preços da economia, a política monetária deve ser guiada de modo a acomodar o impacto direto desses choques sobre o nível de preços, mas também combater seus efeitos secundários. Além disso, os impactos da inflação do ano anterior, via inércia, não devem ser necessariamente combatidos em único ano calendário de acordo com as melhores práticas internacionais e sim neutralizados em um prazo de tempo mais longo.

A maior parcela da inflação de 2003 ocorreu nos primeiros meses do ano, refletindo os mesmos fatores que levaram à aceleração inflacionária em 2002. No primeiro trimestre, a inflação atingiu 5,1%, ou seja, 55% do total do IPCA no ano. Considerados os cinco primeiros meses, a inflação foi de 6,8%, ou seja, 73% da inflação medida pelo IPCA no ano, conforme demonstrado pelo gráfico abaixo que demonstra a evolução do IPCA ao longo do ano de 2003:

Gráfico 11



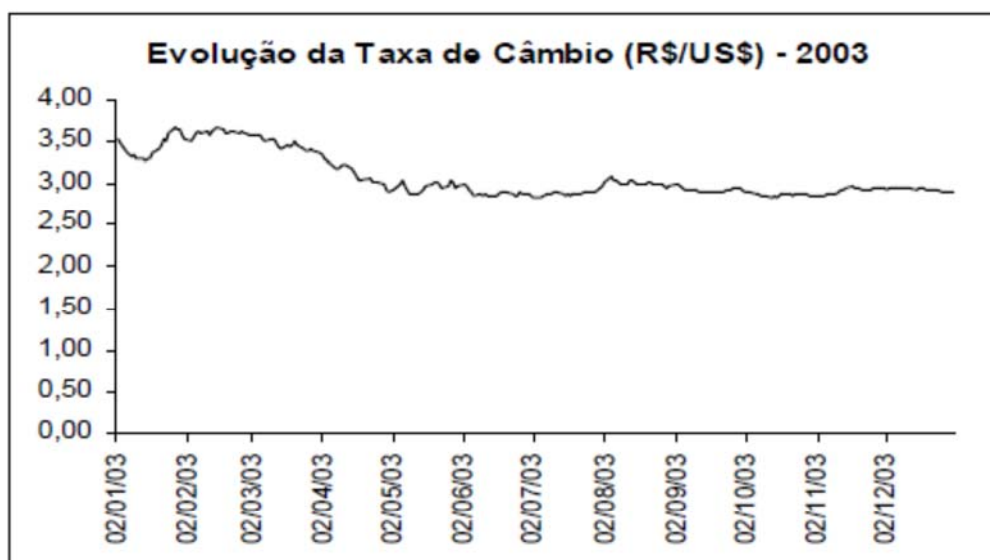
Fonte: IBGE

Esse comportamento da inflação em 2003 foi relatado na Carta Aberta do Banco Central do Brasil (p.03, 2004):

“O resultado do primeiro trimestre pode ser atribuído, principalmente, a um aumento temporário do grau de persistência inflacionária durante aquele período, retroalimentado pela deterioração das expectativas que vinha sendo observada desde o quarto trimestre de 2002.”

A partir de meados de 2003, passou a vigorar um quadro bastante diferente, marcado pela recuperação da confiança nas perspectivas da economia e pela volta à normalidade macroeconômica. Os resultados da política econômica tornaram-se mais evidentes, dissipou-se o ambiente de incertezas acentuadas e a inflação retornou a níveis estáveis e relativamente baixos. Após uma deflação pontual de 0,15% em junho, a inflação no segundo semestre acumulou 2,49%. Contribuíram para esse resultado o aperto monetário realizado pelo banco central a partir do final de 2002 e apreciação da taxa de câmbio ao longo de 2003.

Gráfico 12

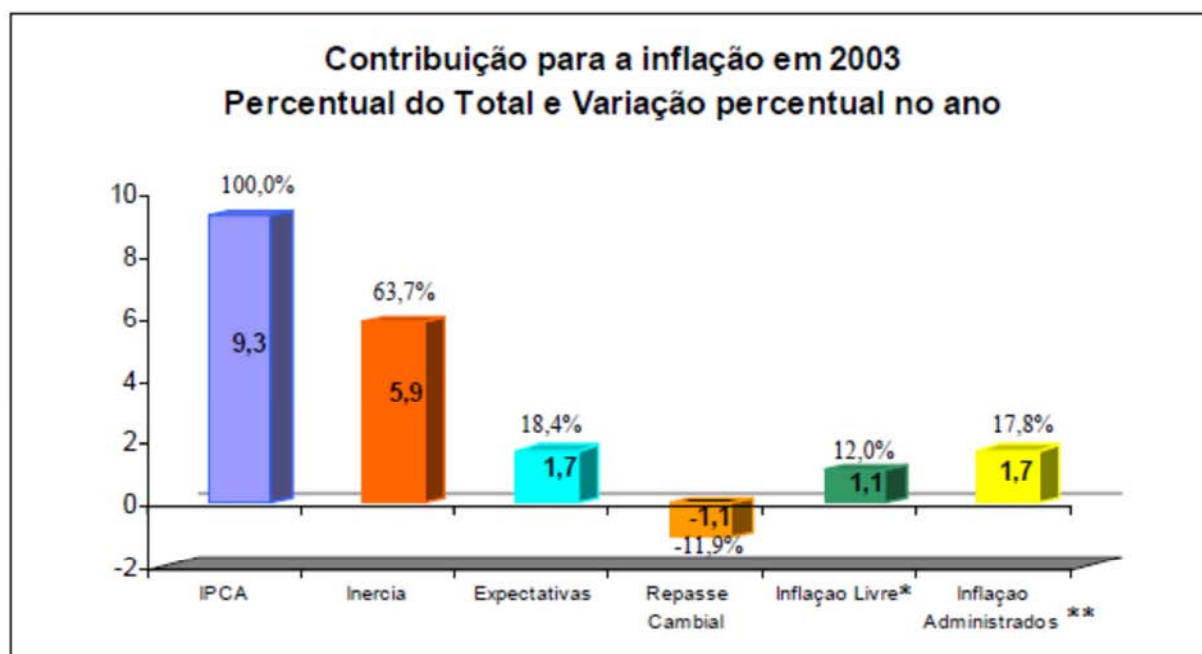


Fonte: Banco Central do Brasil

A redução da saída de capitais estrangeiros do país, a recuperação da confiança em relação ao futuro da economia brasileira e a elevação da taxa de juros SELIC contribuíram para apreciação da taxa de câmbio ao longo do ano que iniciou em R\$3,52 em janeiro para R\$ 2,88 em dezembro.

Dessa forma, diferentemente de anos anteriores, em 2003 a valorização do Real em relação ao dólar serviu para atenuar as pressões inflacionárias, sendo que na composição do IPCA o fator que apresentou maior peso foi a inércia inflacionária herdada do ano anterior, contribuindo com 5,9 p.p., ou seja, aproximadamente 64% dos 9,3% do IPCA no ano.

Gráfico 13



Fonte: Banco Central do Brasil, Carta Aberta de 2004

*Excluindo repasse cambial, inércia e expectativas.

**Excluindo repasse cambial e inércia.

Portanto, de acordo com o gráfico acima, a inércia herdada de 2002 junto com a forte deterioração das expectativas de inflação exerceram influência significativa sobre os preços, respondendo por mais de 80% dos 9,3% alcançados pelo IPCA no ano.

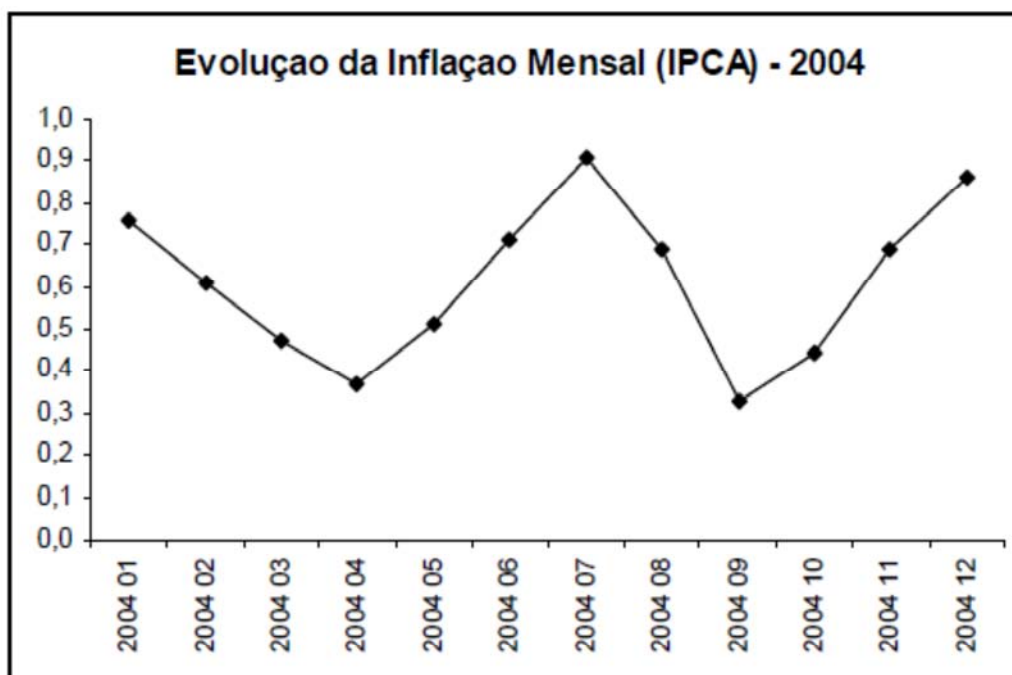
Assim, o quadro de incertezas, a inversão no fluxo de capitais estrangeiros e a elevação da taxa de juros a partir do final de 2002 levaram a uma retração da atividade econômica nesse período. O PIB brasileiro em 2003 teve um leve crescimento de apenas 0,53%, contra 1,93% em 2002 e 1,31% em 2001. A contração, entretanto, concentrou-se principalmente nos dois primeiros trimestres do ano, quando o PIB apresentou quedas de 0,8% e 1,2%, em comparação com o trimestre anterior (dados ajustados sazonalmente). No segundo semestre de 2003, iniciou-se o processo de recuperação da atividade econômica, com crescimento do PIB de 0,4% no terceiro trimestre e um crescimento de 2,5% no último trimestre do ano.

2.4.3 – Choques de Demanda e Commodities (2004 – 2005)

O Conselho Monetário Nacional estipulou que a meta de inflação seria de 5,5% para 2004 e de 4,5% para 2005, ambas com um intervalo de tolerância de 2,5 pontos percentuais para mais ou para menos.

Conforme publicado no Relatório de Inflação de junho de 2003, as expectativas de inflação do mercado começavam a demonstrar uma trajetória de queda. Como resultado da reversão das expectativas, do controle da demanda agregada e da apreciação cambial, a taxa de inflação começou a mostrar sinais de queda e o COPOM decidiu iniciar uma suavização da política monetária, com a taxa de juros SELIC sendo reduzida de 26,5% em junho de 2003 até 16,0% em abril de 2004, patamar em que permaneceu até agosto.

Gráfico 14



Fonte: Banco Central do Brasil

O IPCA fechou o ano em 7,6%, portanto, dentro do intervalo de tolerância da meta inflacionária determinado pelo CMN que era de 3,0% a 8,0%. Os dados fornecidos pelo gráfico acima mostram que o IPCA teve um comportamento volátil na maior parte do ano de 2004, uma vez que o primeiro trimestre iniciou com uma taxa de inflação relativamente alta, fruto da inércia advinda do ano anterior, porém apresentando uma trajetória declinante, chegando a 0,37% em abril. A partir de então, o IPCA iniciou uma trajetória ascendente no segundo trimestre, principalmente em razão do aumento nos preços monitorados e administrados por contrato, levando o índice a sua máxima do ano, quando atingiu 0,91 em julho. Novamente após dois meses consecutivos de queda, o IPCA retomou sua trajetória de alta no último trimestre do ano.

Os preços administrados junto com o grupo dos chamados preços livres foram os principais responsáveis pela inflação verificada em 2004. Os administrados tiveram um aumento na ordem de 10,2% no ano, contribuindo com 2,94 p.p. dos 7,6% alcançados pelo IPCA, enquanto o aumento dos preços livres foi de 6,5%, que de acordo com seu peso na composição do IPCA, representaram 4,66 p.p. no total do índice.

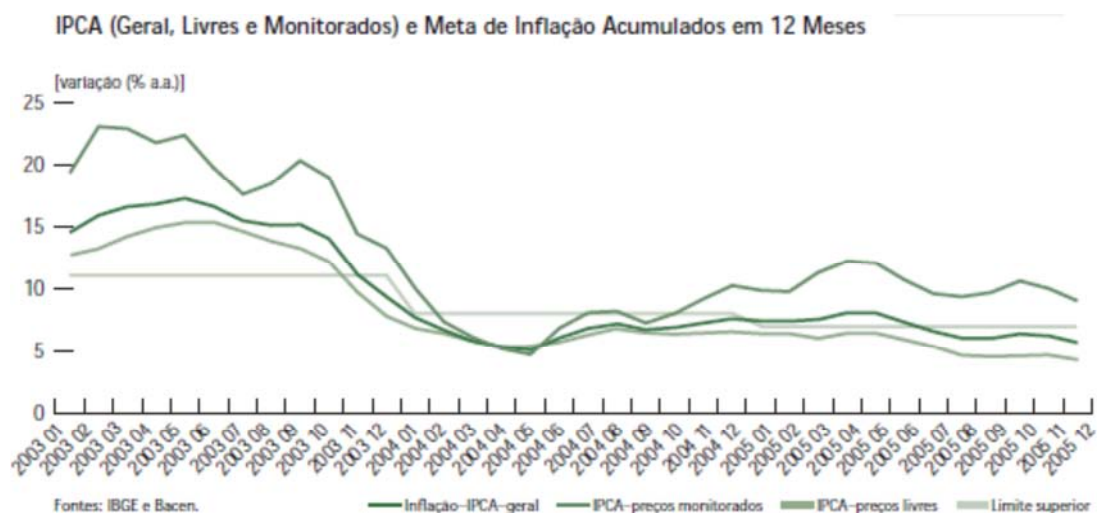
Em relação ao desempenho do PIB, em 2004 a economia brasileira cresceu 4,9%, o que foi uma taxa relativamente elevada quando comparada com um crescimento médio de 1,8% nos cinco anos anteriores. As principais causas desse crescimento estão relacionadas a redução dos juros básicos da economia entre junho de 2003 e abril de 2004, forte desvalorização cambial ocorrida de meados de 2002 ao início de 2003 e ao contexto internacional favorável, caracterizado por ampla liquidez e forte crescimento da economia mundial, com efeitos positivos sobre o comércio internacional e os preços dos principais produtos de exportação do Brasil.

Em 2005, a taxa de inflação medida pelo (IPCA) encerrou o ano em declínio pelo terceiro ano seguido e, pelo segundo ano consecutivo, a meta estabelecida pelo CMN que era entre 2% e 7%, com meta central de 4,5%, foi cumprida. A taxa de 5,69% correspondeu ao menor valor anual verificado desde a implementação do regime de metas de inflação em 1999.

No entanto, foram registrados aumentos de 8,96% nos preços dos bens e serviços monitorados e administrados por contrato, sendo que as maiores pressões ocorreram nas tarifas de energia elétrica, 8,1%; água e esgoto, 13,4%; ônibus urbano, 10,4%, passagens aéreas, 28,1%; e nos planos de saúde, 12%. Já o aumento no grupo dos preços livres (comercializáveis e não-comercializáveis) também foi significativo na ordem de 6% no ano.

Nesse sentido, a alta dos preços dos bens e serviços que já vinha acontecendo desde o ano anterior, foi resultado de diferentes fatores. A alta dos preços das commodities exportadas pelo Brasil foi um dos fatores que influenciaram a alta de preços dos bens comercializáveis que juntamente com os bens não-comercializáveis compõe o conjunto de preços livres da economia. O preço do aço aumentou 60% nesse período, refletindo o comportamento do mercado internacional. O crescimento dos não-comercializáveis foi também significativo e pareceu estar associado à melhora dos rendimentos reais da população e ao crescimento da demanda das famílias.

Gráfico 15



De acordo com o gráfico acima que apresenta as taxas em 12 meses do IPCA cheio, que inclui todos os produtos, e o IPCA dos preços monitorados e livres, assim como o limite superior até o final de 2005, observa-se que a inflação em 12 meses estava relativamente baixa em maio de 2004, porém começou a acelerar a partir daquele momento, refletindo o aumento não só dos preços monitorados, mas também o aumento dos preços livres da economia. Dessa maneira, resulta claro que a combinação de choques de oferta através do aumento dos preços internacionais das commodities e a melhora dos indicadores domésticos de emprego e rendimentos reais no mercado de trabalho, pressionando a demanda interna em razão do crescimento da economia que vinha se desenvolvendo desde o ano anterior pressionaram os preços livres da economia e provocaram uma nova aceleração da inflação no Brasil.

Com o repique inflacionário podendo colocar em risco o não cumprimento da meta em um ambiente de normalidade econômica, sem choque externo ou de confiança, com possível desgaste ao regime de metas e ao esforço de estabilização que o Brasil vinha realizando, um novo ciclo de aperto monetário foi iniciado já no último trimestre de 2004.

Com o IPCA de 12 meses permanecendo em um patamar acima do limite superior do intervalo de tolerância no período de janeiro a junho de 2005, o COPOM decidiu promover aumentos consecutivos na taxa de juros SELIC, que havia iniciado o ano em 17,75% a.a., para 19,25% a.a. no final do primeiro trimestre e adicionalmente para 20,25% a.a. ao final de maio e decidiu pela sua manutenção nesse patamar próximo a 20% a.a. no segundo e terceiro trimestres de 2005.

Assim, o ciclo de expansão da economia brasileira que já durava oito trimestres consecutivos com o PIB crescendo aproximadamente 5% em 2004, apresentou a sua primeira taxa negativa na comparação com o trimestre imediatamente anterior a partir do terceiro trimestre de 2005 com a queda do PIB refletindo os efeitos defasados do aperto monetário iniciado no último trimestre de 2004, em resposta às pressões inflacionárias que começavam a se fazer sentir naquele momento, resultando numa desaceleração do crescimento da economia brasileira para 2,3% em 2005.

Conclusão

A combinação de altas taxas de inflação com baixo crescimento do PIB, que vigorou no Brasil entre o final da década de 1970 e meados da década de 1990, gerou a convicção de que a inflação é um processo extremamente nocivo para o funcionamento da economia brasileira e, portanto perseguir uma inflação baixa e controlada seria uma condição necessária para a criação de um ambiente macroeconômico adequado ao crescimento.

Durante o período analisado por esse trabalho, dois fatores mostraram-se fundamentais no controle da inflação no país. O primeiro deles refere-se à vulnerabilidade externa, que colocaram o Brasil sujeito à choques externos de fluxos de capitais e preços de commodities que afetaram o comportamento da inflação via taxa de câmbio e mudanças na demanda doméstica, conforme ocorrido no período dos grandes choques (2001 a 2003). O segundo fator refere-se ao consenso geral de que os obstáculos ao crescimento mais acelerado da nossa economia estão associados à capacidade de expansão da oferta, uma vez que em momentos que o crescimento se mostrou mais acelerado, sinais de esgotamento de oferta se manifestaram, tornando necessárias medidas de contenção da demanda agregada por parte da autoridade monetária, conforme verificado durante o período dos choques de demanda e de commodities (2004-2005).

A análise empírica revelou que a inflação brasileira estava relativamente baixa no final dos anos 1990 e começo da década de 2000, mas que, a partir de 2001-2002 sofreu uma nova aceleração, mantendo-se relativamente alta até 2004, revelando assim, que os últimos anos do período analisado não pareciam ser o momento apropriado para que a política monetária descuidasse do controle da inflação.

O balanço da experiência da implementação do regime de metas de inflação no Brasil não pareceu ser negativo do ponto de vista do controle inflacionário. O sistema foi capaz de controlar o nível geral de preços mesmo após a forte desvalorização de 1999, levando a inflação a um patamar de 6% a.a. em dezembro de 2000. Depois desse início bem sucedido do regime, o país enfrentou dois anos consecutivos de desvalorizações e forte volatilidade cambial que levaram a uma nova aceleração da inflação. Ainda assim, o regime de metas conseguiu reduzir o ritmo de crescimento da taxa de inflação de aproximadamente 17% a.a. em abril de 2003, para uma taxa de 5,69% nos 12 meses que terminaram em dezembro de 2005. É notório que a política monetária na tentativa de controlar o aumento da inflação afetou o ritmo de crescimento de curto prazo da economia

brasileira, porém, vale ressaltar que foi o sucesso inicial do combate à inflação no primeiro semestre de 2003 que abriu caminho para o forte crescimento de aproximadamente 5,0% em 2004, o mais elevado em dez anos.

O regime de metas de inflação se mostrou bastante adequado à realidade brasileira em razão do país possuir uma experiência de estabilidade econômica ainda muito recente e existência de volatilidade de recursos externos. Na época da implementação do regime, a autoridade monetária brasileira ainda precisava construir uma tradição de defesa da estabilidade de preços e, dessa forma, se mostraram bastante úteis os anúncios dos objetivos antiinflacionários com a adoção do regime como forma de mostrar à sociedade sua capacidade e compromisso de manter a inflação sob controle. Também em economias sujeitas a fortes oscilações no mercado de câmbio, em particular de saídas de recursos para o exterior, conforme observado no Brasil em 1999, 2001 e 2002, a combinação do regime de metas com flexibilidade cambial permitiu ajustamentos via preços, nesse caso o preço da divisa, reduzindo assim a volatilidade do produto. Se ainda vigorasse no país o regime de âncora cambial, essa âncora dificilmente teria resistido, ou se conseguisse, seria à custa de forte alta nas taxas de juros domésticas, com grandes consequências para o nível de atividade.

A administração do regime permitiu, em situações de estresse, como em 2001 e 2002, uma inflação maior do que o limite superior, e aumentou o centro e o intervalo da meta em 2003 e 2004, com o objetivo de sair gradualmente da situação de maior inflação. O Bacen passou a ajustar para cima a meta de um determinado ano de maneira a incorporar a inflação maior herdada do ano anterior, e dessa maneira evitar uma desinflação muito brusca da economia. Isso quer dizer que o regime de metas de inflação no Brasil mostrou flexibilidade para lidar com os choques inflacionários que afetaram a economia brasileira nesse período, e assim buscou-se uma trajetória de desinflação gradual, acomodando-se os efeitos primários dos choques de oferta e combatendo-se seus efeitos de propagação, de modo a evitar que a política monetária influísse muito negativamente no desempenho de curto prazo da atividade econômica e do emprego.

Antes de 2004, os apertos monetários no regime de metas brasileiro foram provocados por choques externos que resultavam na brusca inversão dos fluxos de capitais estrangeiros, produzindo altas desvalorizações na taxa de câmbio, que por sua vez pressionavam significativamente os preços domésticos, obrigando a política monetária a reagir. O aperto monetário no último trimestre de 2004 foi iniciado em condições diferentes dos anteriores e, dessa forma, o repique inflacionário de 2004-2005 colocou em dúvida a condução da política monetária e a credibilidade do Banco Central do Brasil, pois como seria possível justificar um não-cumprimento da meta de inflação em um

ambiente de normalidade econômica, sem a existência de choque externo ou de confiança. Caso isso ocorresse, poderia provocar um importante desgaste à credibilidade do sistema de metas e ao esforço de estabilização inflacionária que o país estava realizando.

O aumento dos preços internacionais e as condições gerais da demanda agregada estavam contribuindo para a aceleração da inflação pela sua influência sobre o conjunto de preços livres da economia. De acordo com a análise empírica realizada, a decisão do Banco Central do Brasil de apertar a política monetária em 2004 e 2005, apesar de difícil, se mostrou correta, pois não atuar seria desgastar a reputação e a credibilidade da autoridade monetária e seu compromisso com o regime. Deixar a inflação subir acima da meta pode ser feito em situações excepcionais no regime de metas, como de fato foram os choques externos e de confiança de 2001 e 2002, mas o Bacen não podia deixar de combater uma alta de preços como a de 2004, que possuía características típicas de uma aceleração inflacionária, com pressões originadas tanto em fatores de custo como de demanda agregada. A reação das autoridades monetárias em 2004-2005 foi, portanto, necessária e adequada para superar o desafio colocado à sua reputação e à credibilidade do sistema.

Referências Bibliográficas

ARESTIS, P. DE PAULA, L.F. FERRARI-FILHO, “*Inflation targeting in Emerging Market Countries: The case of Brazil*”. Rio de Janeiro, 2000. Disponível em: <http://www.ie.ufrj.br/moeda>. Acesso em: 03 de Março de 2012

BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Carta aberta* (Janeiro de 2002, 2003 e 2004). Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/?CARTAMETA>. Acesso em: 17 de Março de 2012

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Comitê de Política Monetária. *Atas da Reunião do Copom*. Disponível em: <http://bcb.gov.br> . Acesso em: 17 de Março de 2012

BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Relatório de Inflação*, diversos números. Disponível em: <http://bcb.gov.br/?RELINF>. Acesso em: 17 de Março de 2012

BERNANKE, B. et al. *Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?*. NBER Working Paper, New York, n.5893, 1997. Disponível em: <http://www.nber.org>. Acesso em: 03 de Março de 2012

BEVILAQUA, A., MESQUITA, M. & MINELLA, A. *Brazil: Taming Inflation Expectations*. Banco Central do Brasil, Working Paper n.129, 2007. Disponível em: <http://bcb.gov.br/?TRABDISC>. Acesso em: 03 de Março de 2012

BLANCHARD, O. *Macroeconomia: Teoria e Política Econômica*. Tradução de Maria José Cyhlar Monteiro. 2ª ed. Rio de Janeiro: Campus, 2001. Título Original: *Macroeconomics*.

BOGDANSKI, J., TOMBINI, A. & WERLANG, S. *Implementing Inflation Targeting in Brazil*. Banco Central do Brasil, Working Paper n.1, 2000. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/?TRABDISC>. Acesso em: 03 de Março de 2012

BRASIL. *Decreto nº. 3088 de 21 de Junho de 1999*. Publicado no DOU de 22/06/1999, pág.4. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br>. Acesso em: 17 de Março de 2012

CARARE, A. et al. *Estabilishing Initial Conditions in Support of Inflation Targeting*. IMF, Working Paper, n.02/102, 2002. Disponível em: <http://www.imf.org/external/pubind.htm>. Acesso em: 03 de Março de 2012

FRAGA, A., GOLDFAJN, I., MINELLA, A. *Inflation Targeting in Emerging Market Economies*. NBER Working Paper n.10019, Cambridge, 2003. Disponível em <http://www.nber.org/papers/w10019>. Acesso em 03 de Março de 2012

GIAMBIAGI, F., CARVALHO, J. C. “*As Metas de Inflação: Sugestões para um regime permanente*”. Rio de Janeiro. Texto para Discussão n°. 86,2001.

HEENAN, G., PETER, M. & ROGER, S. *Implementing Inflation Targeting: Institutional Arrangements, Target Design and Communications*, IMF Working Paper, n°.06/278, 2006. Disponível em: <http://www.imf.org/external/pubind.htm>. Acesso em: 03 de Março de 2012

INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA. *Brasil: o estado de uma nação*. Rio de Janeiro, Brasil. Ministério do Planejamento, Orçamento e Gestão. 2006. Cap.1.

LOHMANN, S. *Optimal Commitment in Monetary Policy: Credibility versus Flexibility*. The American Economic Review, v. 82(1), p.273-286, 1992.

MASSON, P., SAVASTANO, M. & SHARMA, S. *The Scope for Inflation Targeting in Developing Countries*. IMF Working Paper, n.97/130, 1997. Disponível em: <http://www.imf.org/external/pubind.htm>. Acesso em: 03 de Março de 2012

MINELLA, A. et al. *Inflation Targeting in Brazil: Constructing Credibility under Exchange Rate Volatility*. Banco Central do Brasil, Working Paper n.77, 2003. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/?TRABDISC>. Acesso em: 03 de Março de 2012

MISHKIN, F. *Inflation Targeting in Emerging Market Countries*. NBER Working Paper n.7618, Cambridge, 2000.

MONTEIRO, J. *Regime de Metas de Inflação: Teoria e Prática*. Tese (Doutorado em Economia) – Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro. 2006.

