

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

**REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO NO BRASIL:  
1999-2009**

---

DIEGO MAIA VILLALBA  
matrícula n°: 103102218

ORIENTADORA: Prof. Margarida Gutierrez

MAIO 2011

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

# **REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO NO BRASIL: 1999-2009**

---

---

DIEGO MAIA VILLALBA  
matrícula nº 103102218

ORIENTADORA: Prof. Margarida Gutierrez

MAIO 2011

*As opiniões expressas neste trabalho são de exclusiva responsabilidade do autor*

## **RESUMO**

O trabalho tem o objetivo de avaliar o regime de metas de inflação no Brasil durante seus dez primeiros anos. Serão discutidas as principais características deste modelo de política monetária, as condições para seu funcionamento e sua presença no mundo. O enfoque no caso do Brasil se dá através da análise das principais componentes da inflação e sua dinâmica no período determinado. Conclui-se que o banco central obteve sucesso no combate à inflação e na ancoragem das expectativas.

Palavras-chave: política monetária; regime de metas de inflação; banco central.

<b>Introdução .....</b>	<b>5</b>
<b>1 – Metas de Inflação .....</b>	<b>6</b>
<b>Características .....</b>	<b>8</b>
Mandato do Banco Central .....	8
Política de cumprimento e transparência .....	9
Escolha da meta e sua mensuração .....	9
Flexibilidade .....	10
Núcleo do índice.....	10
Cláusulas de escape .....	11
Horizonte de tempo .....	11
Único alvo ou banda de flutuação .....	12
<b>Metas de Inflação no Mundo .....</b>	<b>14</b>
<b>Dificuldades Técnicas para a Implementação do Regime de Metas de Inflação .....</b>	<b>16</b>
Dominância fiscal .....	16
Dominância financeira .....	17
Dominância externa .....	18
<b>2 – O regime de metas no Brasil: de 1999 a 2009.....</b>	<b>19</b>
<b>Implementação .....</b>	<b>19</b>
<b>Primeiro ano, segundo semestre .....</b>	<b>22</b>
Preços Administrados .....	23
<b>2000-2002 .....</b>	<b>24</b>
Ajuste de meta de inflação .....	29
Presença de dominância fiscal .....	29
Repasse cambial.....	30
<b>2003-2005 .....</b>	<b>31</b>
O papel do consumo interno .....	33
<b>2006-2008 .....</b>	<b>34</b>
A crise em relação à inflação .....	38
<b>2009.....</b>	<b>39</b>
Considerações finais .....	41
<b>Conclusão.....</b>	<b>43</b>
<b>Bibliografia .....</b>	<b>44</b>

## **Introdução**

Em 2009 o regime de metas de inflação completou 10 anos. Ao longo desse tempo, o Banco Central assumiu importante papel na condução da política monetária atuando ativamente no combate à inflação. O trabalho procura avaliar a condução do regime de metas de inflação no Brasil nos seus dez primeiros anos.

O primeiro capítulo do trabalho se divide em três partes. Primeiramente são descritas as principais características do regime. Segue-se com a presença do regime no mundo atualmente e a terceira parte destaca as três principais condições que prejudicam a implementação do regime. Busca-se neste capítulo fazer uma revisão teórica sobre o tema.

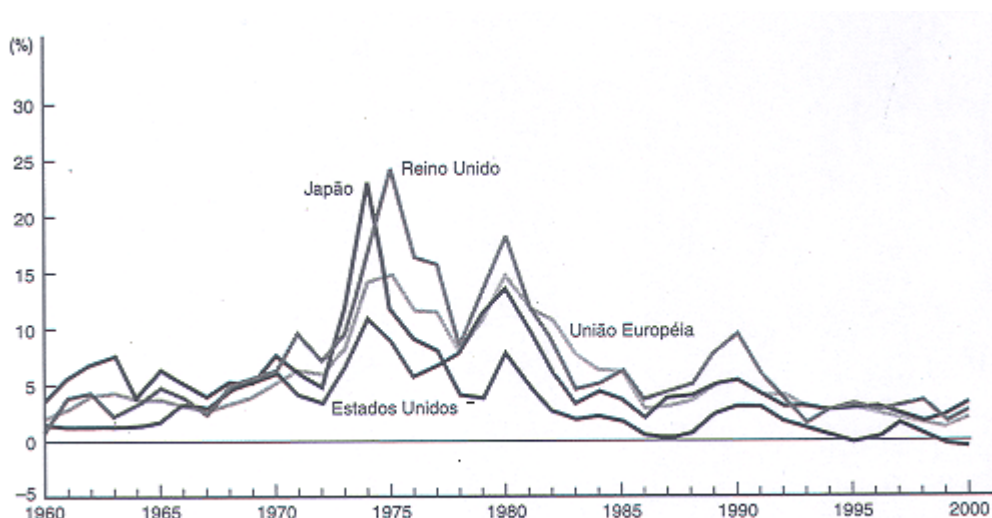
O segundo capítulo aborda o desempenho do regime de metas no Brasil desde sua implementação. Ano a ano são tratadas as principais componentes da inflação e suas contribuições, assim como as medidas de política monetária e seus efeitos. Os impactos trazidos pela flutuação do câmbio e os choques externos enfrentados pela economia brasileira nessa década são analisados em ordem cronológica.

Em suma, o trabalho destaca os avanços conquistados pelo Banco Central na condução da política monetária principalmente a credibilidade adquirida e necessária para o sucesso do regime de metas de inflação.

## 1 – Metas de Inflação

A inflação recebeu atenção dos formuladores de política econômica a partir dos anos 70, com a escalada de preços em todo o mundo decorrente dos choques do petróleo. Até então, a preocupação dos economistas se concentrava em políticas de estímulo ao crescimento do produto, criação de emprego e geração de renda.

### Inflação nas principais economias do mundo



Fonte: International Financial Statistics (março de 2001)

Até a década de 70, havia um consenso de que a política monetária era capaz de afetar variáveis reais da economia. Isso significa que, através de instrumentos monetários, o governo poderia tomar medidas econômicas anticíclicas, estimulando o investimento, a geração de empregos e o aumento da renda. De fato, desde a pós-depressão dos anos 30 as políticas de caráter keynesiano tiveram êxito na recuperação econômica. Acredita-se, segundo esta escola, na intervenção do Estado como força motriz para o crescimento econômico. Tanto a política fiscal quanto a monetária teria esta função.

No entanto, no decorrer da década de 70, com o fim do Sistema de Bretton Woods e os choques do petróleo a inflação tomou destaque maior na agenda monetária. A teoria não respondia às necessidades de estabilidade dos preços. Foi neste cenário que a escola monetarista II surgiu, com o nome de novo-clássica. Trata-se de uma volta aos conceitos clássicos da moeda para a construção de um aparato teórico capaz de explicar os fenômenos econômicos daquele período.

A principal contribuição da escola novo-clássico foi a proposta de um regime de metas inflacionárias como forma de política monetária. De acordo com a tradição monetarista, a inflação é vista como um efeito puramente monetário. Dessa forma, o objetivo único da política monetária deve estar focado na estabilidade de preços. O regime de metas inflacionárias foi o nome dado à política que se mais se aproxima dessa receita.

Na prática, a decisão de adotar o regime de metas de inflação se deu com o fracasso de outras formas de políticas monetárias, por exemplo: o regime de metas monetárias e o regime de câmbio fixo. Ambas se mostraram impraticáveis e foram abandonadas ao longo dos anos 70 e 80. Alguns países ainda tentaram construir uma espécie de regime de câmbio atrelado (*nominal exchange rate pegs*), mas dessa forma a economia se tornava extremamente vulnerável ao fluxo de moedas.

Estava claro que para se obter a estabilidade de preços era necessário uma ancoragem e o regime de metas apareceu como uma solução mais atrativa, pois busca ancorar diretamente a expectativa de inflação futura.

O regime de metas de inflação se resume a um modelo de política monetária cujo objetivo único é a estabilidade de preços. Na prática significa que a autoridade monetária busca controlar a inflação. Porém essa tarefa revela-se impossível, dado que o controle dos preços diretamente pelo banco central é impraticável. Na verdade, o banco central age diretamente na inflação e não nos preços.

A defesa do sistema se baseia na idéia de que o regime é capaz de anular as expectativas inflacionárias dos agentes, impedindo que elas contaminem os preços futuros. O papel do banco central está em ancorar as expectativas do mercado em relação à inflação futura. Enquanto no sistema de câmbio fixo o crescimento dos preços do país cuja moeda serve de referência é o parâmetro para a formação das expectativas da inflação futura, no regime de metas de inflação o Banco Central indica a inflação futura.

Os princípios por trás do modelo, segundo o Fundo Monetário Internacional (2009) são: o banco central não pode perseguir consistentemente e atingir diversos objetivos com apenas um instrumento de política monetária, a taxa básica de juros; no longo prazo, a política monetária pode interferir em variáveis nominais mas não nas



variáveis reais; inflação alta prejudica o crescimento e a distribuição da renda, a expectativa dos agentes econômicos e a credibilidade da autoridade monetária possuem um papel importante para o sucesso da política monetária.

### **Características**

As principais características do regime são resumidas nos seguintes tópicos, segundo (Mishkin, 2004):

- a) Existência de um banco central cujo mandato seja explicitamente buscar a estabilidade de preços, como objetivo principal de política monetária, e a ele confere a responsabilidade de atingir a meta;
- b) Elevado grau de transparência da política monetária e sua condução;
- c) Publicação e divulgação de metas de inflação através de números;
- d) Os modelos de previsão de inflação devem conter toda a informação disponível até o momento;

Três elementos exigem maiores considerações: o mandato do Banco Central, a política de cumprimento da meta e a transparência, a definição e mensuração da meta.

### **Mandato do Banco Central**

O objetivo de buscar a estabilidade de preços frequentemente está explicitamente descrito na legislação como parte do mandato do banco central. A definição da meta tende a ser definida em um consenso entre o banco central e o governo, tendo o segundo a última palavra. É comum que a legislação deixe claro também o grau de liberdade do banco central.

A autonomia operacional ou de instrumentos permite que o banco central controle o instrumento de política monetária – a taxa básica de juros. Este é o nível de independência mais usual e constitui um critério decisivo para o regime. A autonomia de objetivos trata da independência do banco central na definição de objetivos de política monetária unilateralmente, sendo por isso raramente encontrada. Para a implementação do regime não há exigência da liberdade de objetivos, porém é fundamental que haja um comprometimento maior com a busca da meta tanto por parte do banco central como do governo.

## **Política de cumprimento e transparência**

A política de cumprimento da meta e transparência do banco central significa que a ele recai a responsabilidade de atingir a meta de inflação. Em última instância, como o banco central responde diretamente pelo sucesso do regime. Logo é de seu interesse que suas decisões e comunicados sejam bem entendidos pelo público de forma a re-forçar sua credibilidade e aumentar suas chances de trazer a inflação para a meta. A obrigação de ter que explicar ao mercado suas decisões e justificativas funciona no sentido de colocar disciplina e comprometimento com o regime. Ao mesmo tempo em que a responsabilidade pública com o sucesso da meta corrobora sua autonomia, ratifica o compromisso de não ceder a possíveis pressões políticas na condução da política monetária.

Do ponto de vista da transparência, é comum entre os países que adotaram o regime de metas a divulgação periódica de relatórios de inflação. Com o passar do tempo a comunicação entre banco central e o público aumentou assim como a relevância de suas informações na formação das expectativas do mercado. Relatórios trimestrais, minutas da reunião das autoridades monetárias, prestação de contas junto ao congresso e mesmo entrevistas à mídia, contribuem para a transparência do regime e alimentam a credibilidade do mesmo.

## **Escolha da meta e sua mensuração**

Finalmente, a escolha da meta e de seu índice de medida são temas largamente testados. Porém, a possível verificar um padrão entre os países. Houve uma convergência para a utilização do índice de preços ao consumidor devido a sua familiaridade com o público, sua facilidade com que se podem tomar os preços e sua importância na formação das expectativas de inflação do mercado. Tipicamente, se utiliza o índice cheio de inflação e não o núcleo do índice. Isso significa que o índice incorpora componentes mais voláteis como alimentação e energia, que dependem de fatores externos como commodities e petróleo, respectivamente. Por isso, bancos centrais costumam ter poder de interferência maior e mais imediata nos núcleos dos índices, e não nos índices cheias (Mishkin e Hebbel, 2007), pois estes trazem componentes exógenos (à economia doméstica) na formação de preços. Porém sua utilização se tornou obsoleta nos países que adotaram o regime de metas. Isso porque para o mercado, a informação relevante na formação das expectativas de inflação futura

é o índice cheio. Afinal de contas, a cesta dos agentes não pode descartar itens como alimentos e gasolina.

## **Flexibilidade**

Mishkin e Posen (1997) abordam o aspecto da flexibilidade na implementação do regime de metas. Na sua ótica, a condução da política monetária não pode ser tão rígida que torne a variação do produto extremamente custoso para a sociedade. Choques exógenos como choques de oferta são bastante frequentes na economia, obviamente que estes fenômenos repercutem nos preços e nas expectativas dos agentes econômicos. Dada a existência de choques externos, o regime deve ter artefatos que consigam amortecer seus efeitos tanto sobre os preços quanto sobre as expectativas de inflação na economia interna.

As formas mais comuns de se acomodar os choques externos são: na escolha núcleo ou índice cheio, existência ou não de cláusulas de escape, escolha do horizonte de tempo e definição de uma meta ou uma banda de flutuação. Os detalhes e combinações de escolhas entres estes diferentes aspectos da implementação do regime divergem entre os países. Porém, todos os países que adotam o regime, o fazem com algum grau de flexibilidade (FMI, 2009) o quê demonstra sua importância.

## **Núcleo do índice**

Apesar de o índice cheio ser predominantemente utilizado entre os países como medida de parâmetro para a meta de inflação; os relatórios de inflação na sua totalidade consideram relevante a informação trazida pelos núcleos. Os núcleos são os mesmos índices cheios, excluídos os itens mais voláteis e preços administrados. A comparação entre as duas medidas dá pistas de onde se concentram as maiores variações de preços. Choques externos provenientes de aumentos abruptos nos preços das commodities podem trazer uma variação maior ao índice cheio, mas não interfere no núcleo.

Por isso, a utilização de núcleos também é uma forma de flexibilização do regime de metas. Ao invés dele, não é raro ver países aderirem a um índice cheio com ressalvas, ou seja, o índice cheio com alguns itens excluídos. O objetivo é limpar o índice, expurgando componentes que tragam uma inflação inercial, como por exemplo, juros referentes à hipoteca\*. Na prática, o índice deve conter o menor número de preços

administrados e de outros preços que por sua natureza contenham elementos inerciais porque colaboram para a propagação de uma inflação inercial.

O FMI (2004) cita como uma condição favorável a implementação do regime de metas uma “estrutura econômica” desenvolvida. Em outras palavras, isso significa que uma economia com baixa regulação sobre preços e tarifas, com baixa sensibilidade aos preços de commodities e ao câmbio proporcionam um controle da inflação mais eficaz.

### **Cláusulas de escape**

As cláusulas de escape são outra forma de lidar com choques exógenos, concedendo à autoridade monetária uma “fuga” da meta. Através deste aparato, regulamentado por lei, o banco central tem a permissão de desviar temporariamente de sua meta sem comprometê-la. Porém, a autoridade deve vir a público explicar os motivos que o levaram a fazê-lo e quais as medidas ou propostas para que a inflação futura convirja para a meta em um período de tempo determinado.

A idéia por trás da alternativa é que dado eventuais choques exógenos, a elevação na taxa de juros necessária para a convergência da inflação para a meta se torna excessivamente custosa, em termos de variação do produto. Segue-se que a cláusula de escape é utilizada com o objetivo de flexibilizar a condução da meta e busca uma acomodação natural dos preços ao choque.

Também o FMI (2009) considera as cláusulas de escape como uma forma de abrandar a responsabilidade do banco central dada circunstâncias adversas. Ainda sim, esta ferramenta deve estar devidamente regulamentada em legislação.

### **Horizonte de tempo**

Quando se adere ao regime de metas, umas das decisões de política monetária é o horizonte de tempo para avaliar o desempenho da inflação e determinar se a meta foi atingida. A maioria dos países utiliza a inflação projetada acumulada para os próximos 12 meses à frente como horizonte de tempo para avaliar o cumprimento da meta. Ou seja, as decisões de política monetária não são pautadas pelos preços atuais, mas pela projeção de variação do índice em um horizonte de doze meses. Essa projeção deve convergir para a meta dentro do prazo. Assim, dado que há defasagem entre a decisão de política monetária e seu efeito sobre a atividade econômica, determinar prazos mais

longos é uma forma de flexibilizar choques adversos. Isso significa que em alguns períodos dentro do horizonte estipulado, a inflação pode sair da trajetória para a meta, porém espera-se que a acomodação dos preços aconteça no sentido favorável à convergência.

A tendência que se verifica é que países mais desenvolvidos tendem a estipular horizontes mais longos, dada a alta credibilidade de seus bancos centrais e as características de suas economias. No limite, muitos países avançados não determinam um prazo para sua meta. A meta de inflação de 2% por exemplo, seria como a taxa de longo prazo que permitisse o crescimento da economia de forma sustentável.

Países em períodos de desinflação tendem a adotar períodos mais curtos, geralmente focando um ano à frente. A meta nesse caso é temporária e tende a ser declinante ao longo dos anos. Dessa forma a condução do regime exige maiores apertos monetários (“choques de juros”) para se atingir a meta em períodos mais curtos. Frequentemente, esta postura é mais adequada à bancos centrais com menor credibilidade, aqueles que ainda estão construindo sua reputação e precisam mostrar menos flexibilidade na condução da política monetária. Passada a etapa de desinflação, o horizonte costuma ser alongado para prazos maiores, permitindo uma flexibilidade maior.

Quanto mais longos forem os horizontes para cumprimento da meta, mais benéfico para a atividade econômica dado que não são necessárias intervenções drásticas para combater choques exógenos.

### **Único alvo ou banda de flutuação**

Outra forma bastante comum de se flexibilizar o regime de metas é a utilização de uma banda de flutuação. Dessa forma, o cumprimento da meta torna-se mais viável, visto que a possibilidade de sucesso é maior. Assim sendo, eventuais choques exógenos podem ser absorvidos mais facilmente, sem danos à credibilidade ou ao comprometimento com o regime. Naturalmente, quanto maior a flexibilidade da política monetária, menor será a precisão no critério do alvo/banda. Quanto maior a diferença entre a banda inferior e superior, maior será sua flexibilidade, logicamente. Em alguns casos, o banco central não escolhe um centro da banda, restringe-se a comunicar as margens em que a inflação deve oscilar.

A escolha por um alvo central geralmente é indicada a economias que possuem um histórico recente de inflação inercial e optam por implementar o regime de metas. Nesse caso, a meta funciona quase que como um freio diante do processo de inércia inflacionária que impede que os preços convirjam para taxas de inflação mais baixas. Nessa etapa de implementação do regime, quanto menor a flexibilidade melhor serão os resultados.

País	Adoção do IT	Categoria	Autonomia		Transparência / Comunicação		Flexibilidade
			A. de Objetivo	A. de Instrumento	Publicação Ata da Reunião	Relatório de Inflação	Use of Escape Clauses
			Objetivo da Política Monetária	Especificação da meta			
New Zealand	1990	desenvolvido	Estabilidade de Preços	G+BC	Não	Quadrimestral	Não
Canada	1991	desenvolvido	Objetivos Múltiplos	G+BC	Não	2 por ano	Não
United Kingdom	1992	desenvolvido	Estabilidade de Preços	G	Sim	Quadrimestral	Não
Sweden	1993	desenvolvido	Estabilidade de Preços	BC	Sim	3 por ano	Não
Australia	1993	desenvolvido	Objetivos Múltiplos	G+BC	Sim	Quadrimestral	Não
Czech Republic	1997	desenvolvido	Estabilidade de Preços	G+BC	Sim	Quadrimestral	Descrição explícita
Israel	1997	desenvolvido	Estabilidade de Preços	G	Sim	2 por ano	Não
Poland	1998	emergente	Estabilidade de Preços	BC	Não	Quadrimestral	Descrição explícita
Brazil	1999	emergente	Metas de Inflação	G	Sim, 8 dias após	Quadrimestral	Não
Chile	1991	emergente	Estabilidade de Preço/Financeira	BC	Sim, 90 dias após	3 por ano	Não
Colombia	1999	emergente	Estabilidade de Preços	BC	Não	Quadrimestral	Não
South Africa	2000	emergente	Estabilidade da Moeda	G+BC	Não	2 por ano	Descrição explícita
Thailand	2000	emergente	Estabilidade Monetária	BC	Não	Quadrimestral	Não
Korea	2001	desenvolvido	Estabilidade de Preços	G+BC	Não	2 por ano	Não
Mexico	2001	emergente	Estabilidade de Preços	BC	Não	Quadrimestral	Descrição explícita
Iceland	2001	desenvolvido	Estabilidade de Preços	G+BC	Não	Quadrimestral	Não
Norway	2001	desenvolvido	Inflação baixa e estável	G	Não	3 por ano	Não
Hungary	2001	desenvolvido	Estabilidade de Preços	G+BC	Sim	2 por ano	Não
Peru	2002	emergente	Estabilidade Monetária	BC	Não	3 por ano	Descrição explícita
Philippines	2002	emergente	Estabilidade de Preços	G+BC	Sim	Quadrimestral	Descrição explícita
Guatemala	2005	emergente	Estabilidade de Preços	BC	Não	2 por ano	Não
Slovakia	2005	desenvolvido	Estabilidade de Preços	BC	Não	Quadrimestral	Descrição explícita
Indonesia	2005	emergente	Estabilidade da Moeda	G+BC	Não	Quadrimestral	Não
Romania	2005	emergente	Estabilidade de Preços	G+BC	Não	Quadrimestral	Não
Turkey	2006	emergente	Estabilidade de Preços	G+BC	Sim	Quadrimestral	Não
Serbia	2006	emergente	Inflação baixa e estável	G+BC	Não	Quadrimestral	Descrição explícita
Ghana	2007	emergente	Estabilidade de Preços	G+BC	Não	4 - 6 por ano	Não

Fonte: Fundo Monetário Internacional

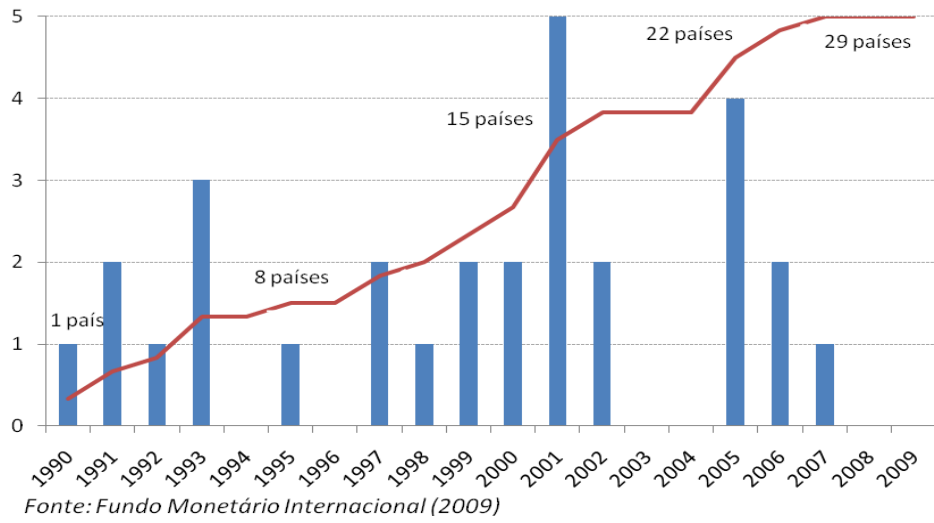
## **Metas de Inflação no Mundo**

O primeiro país a adotar o regime de metas foi a Nova Zelândia. Sua legislação foi alterada no final de 1989 e efetivamente implementado no início de 1990. Durante a primeira metade da década de 90, a maioria dos novos participantes eram países industrializados, com exceção do Chile (1991). A partir de 1996 o ingresso de países emergentes ou em desenvolvimento se tornou visível.

Os motivos que levaram as nações a adotarem tal modelo são basicamente dois. No caso dos países industrializados, a mudança para um novo modelo monetário foi abrupto e forçado pela crise de sistema de câmbio fixo. Entre os anos de 1989 e 1992, a deterioração do antigo regime nos países europeus colocava em cheque a sua continuação. O regime de metas de inflação foi uma saída que se mostrou atrativa. O movimento dos países emergentes apresentou gradualismo, reformas institucionais seriam necessárias para a implementação do novo regime. Adicionalmente, muitos países sofriam de hiperinflação e a até então não se tinha confiança de que metas inflacionárias iriam trazer os efeitos desejados. Porém, o estopim para a quebra desse paradigma foi a crise financeira no final dos anos 90 e início de 2000.

Já no final dos anos 90, o regime de metas era estimulado pelo FMI e a experiência dos países pioneiros já começava a surtir efeitos positivos. A implementação do sistema de metas exigia reformas estruturais e o FMI passou a condicionar sua ajuda através delas. Países do leste europeu foram então encorajados a fazer parte do grupo também no final da década de 90. Os países do leste asiático seguiram o mesmo caminho após a crise financeira de 1997.

## Quantidade de Países com Regime de metas





## **Dificuldades Técnicas para a Implementação do Regime de Metas de Inflação**

Com o ingresso de países emergentes no grupo que adotaram o regime de metas de inflação, verificou-se a existência de condições adequadas para o melhor funcionamento do sistema. As evidências indicam que países industrializados geralmente apresentam estas características favoráveis à implementação do regime de metas. A ausência destes fatores podem comprometer a performance da condução de política monetária, ou de certo dificultá-la.

Fraga, Goldfajn & Minella (2003) mostram que o regime de metas de inflação apresenta resultados melhores em países industrializados. Em economias emergentes, desvios do centro da meta e furos da banda de flutuação são mais comuns. Apesar disso, a adoção do sistema de política monetária foi benéfica para ambas as economias em termos de controle da inflação.

Garcia (2006) enumera três elementos que prejudicam a condução do regime de metas em economias emergentes: dominância fiscal, dominância financeira e dominância externa.

### **Dominância fiscal**

Sargent-Wallace (1981) chamaram a atenção para a possibilidade de um eventual aumento na taxa básica de juros provocar aumento da inflação futura, ou seja, o efeito contrário ao desejado dentro de um regime de metas. Conseqüentemente, o instrumento de política monetária perde sua eficácia no controle da inflação. Em resumo, o artigo demonstra que para o instrumento de política monetária – taxa básica de juros – seja eficiente no combate à inflação, é necessário que haja uma coordenação entre política monetária e fiscal. Não pode haver dominância fiscal sobre a monetária.

Blanchard (2004) parte dessa idéia para construir um modelo de economia aberta e constata que um aumento da taxa de juros pode provocar efeitos perversos na inflação, também via câmbio. Em uma economia aberta, um aumento da taxa de juros provoca um aumento também no diferencial de juros doméstico em relação às taxas internacionais. Dessa forma, um efeito imediato desse aumento é um ganho de atratividade daquela moeda. Espera-se com isso que haverá um fluxo de recursos para essa moeda, provocando sua apreciação e favorecendo o combate a inflação. O regime de metas se vale deste mecanismo.

Entretanto, quando um aumento na taxa de juros doméstica provoca um aumento também da probabilidade de calote sobre o estoque de dívida, o efeito pode ser o oposto. O título atrelado àquela taxa de juros se torna mesmo atraente, dado seu alto risco de *default*. Segue-se que o fluxo de recursos toma a direção oposta à desejada, há uma saída de divisas e conseqüentemente a moeda interna é depreciada. Nessa circunstância, o regime de metas pode ter efeitos perversos na inflação.

Quanto maior o estoque de dívida em relação à economia de um país, mais cautelosa deve ser a condução de política monetária. Se essa relação for demasiadamente alta, comprometendo a recepção de risco dos investidores em relação à solvência da dívida e logo, inviabilizando um aumento da taxa de juros, a política monetária não é a mais indicada para combater a inflação. Nesse caso, a política fiscal deve cumprir este papel.

Ocorre que em economias emergentes é notável a presença de um elevado grau de endividamento público, contribuindo para a falta de confiança do mercado sobre a sustentabilidade de longo prazo das contas públicas.

### **Dominância financeira**

Similarmente à dominância fiscal, a dominância financeira é fruto de um ambiente de desconfiança dos investidores em relação à solvência das instituições. Nesse caso o risco está sobre o sistema financeiro e sua sustentabilidade. O medo surge da hipótese de que um possível aumento da taxa de juros possa provocar uma crise financeira. Ou seja, um aumento do custo da dívida torna os bancos insolventes. Dessa forma, a autoridade monetária não realizaria aumentos de juros livremente de acordo com o regime de metas, tolerando mais inflação.

O risco em relação ao sistema financeiro teve importante participação na crise asiática de 1997. Aquela foi uma crise essencialmente financeira, onde a fragilidade das instituições, a baixa regulamentação e fiscalização dos agentes foram responsáveis pela crise. Economias emergentes tendem a apresentar estas características, ou parte delas. Também é comum a presença de bancos estatais que por natureza carregam um componente de risco maior, dada a possibilidade de uso político.

O FMI (2004) recomenda que países emergentes se comprometam com a “saúde” do sistema bancário mantendo baixos indicadores de risco de crédito das

instituições financeiras e alongamento do perfil das dívidas tanto privadas quanto públicas.

### **Dominância externa**

A presença de dominância externa se dá pela relevância das conseqüências adversas causadas por choques externos. Economias emergentes em sua maioria apresentam maior vulnerabilidade a estes fenômenos, devido à maior dependência do fluxo de capitais. Choques externos se configuram por paradas abruptas nesse fluxo e revelam fragilidade dos fundamentos da economia (e por isso tendem a pesar mais em países emergentes) assim como aversão ao risco por parte dos mercados.

Ruptura no movimento de capitais causa um efeito direto no câmbio, que se aprecia. Conseqüentemente a moeda local se deprecia gerando uma pressão inflacionária e exigindo maior aperto monetário. Eventualmente, a presença de longos e freqüentes choques externos dificulta o cumprimento da meta de inflação e tendem a ameaçar a credibilidade do regime.

As economias emergentes são aquelas que mais sofrem com condições de dominância externa. Na medida em que o câmbio é flexível, muitas vezes o aperto monetário necessário pra conter a inflação provocada por uma depreciação cambial exige uma elevada variação no produto. Devido ao elevado custo da condução do regime de metas, nesse caso, o cumprimento da meta corre o risco de ser negligenciado ou mesmo que não seja suas chances de sucesso são menores.

## **2 – O regime de metas no Brasil: de 1999 a 2009**

### **Implementação**

O movimento na direção da adoção do regime de metas no Brasil teve início em janeiro de 1999 com erosão do sistema de câmbio (*crawling peg*) devido a pressão sobre as reservas brasileiras, dada a fuga de capital. Após tentativas de se desvalorizar a moeda brasileira de forma gradativa, o câmbio foi forçado a flutuar a partir de 15 de janeiro de 1999. O cenário internacional era de pânico com a crise financeira nos países asiáticos e a moratória Russa. A aversão ao risco levou investidores a retirar seus recursos de países emergentes o que contribuiu para apreciação do câmbio no Brasil. Com a mudança de política cambial o dólar aumentou 25,66% (média de janeiro, R\$ 1,52, contra a média de fevereiro, R\$ 1,91) em apenas um mês.

Com câmbio flutuante uma nova equipe econômica era necessária para comandar o banco central. Em 4 de março, a nova diretoria tomou posse e Armínio Fraga era o novo presidente. O movimento do câmbio provocou uma disparada na inflação e trouxe o temor da volta à indexação e o conseqüente descontrole sobre as expectativas. O novo banco central se viu forçado a sinalizar com uma medida que ancorasse as expectativas em relação à inflação futura e acalmasse o mercado.

O primeiro passo foi dado pelo Comitê de Política Monetária (COPOM) ao subir a taxa básica de juros de 39% para 45% para estabilizar a pressão no câmbio e sinalizar a intenção de combater a inflação. Mais importante que o aumento na taxa foi a atitude inédita do COPOM de divulgar uma ata logo após a reunião (o costume é 3 meses após). Na ata foi colocado que a estabilidade de preços era o objetivo principal da política monetária, o aumento da taxa de juros dado foi necessário para compensar a pressão inflacionária provocada pelo movimento do câmbio e o advento do viés de baixa da taxa concedia ao banco central a liberdade de redizer a taxa de juros antes da próxima reunião do COPOM, caso o dólar se estabilizasse.

Adicionalmente, a dívida com o FMI foi renegociada de forma que o balanço de pagamentos se acomodasse através da redução da necessidade de financiamento pelos próximos meses. Dessa forma, a pressão sobre o câmbio se estabilizou e o viés de baixa pode ser utilizado duas vezes antes da reunião seguinte (de 45% para 42%, no final de

março e de 42% para 39,5% no começo de abril), mostrando que de fato, as medidas tiveram o efeito desejado.

O acordo com o FMI previa um ajuste fiscal e exigia da política econômica um compromisso explícito de responsabilidade fiscal, e assim foi feito. De certo, toda a política monetária depende de uma política fiscal sustentável, para que alcance seus objetivos. A coordenação entre as políticas é fundamental.

*“Com o compromisso (e a prática) de austeridade fiscal e a flutuação cambial, só faltava uma nova âncora nominal: o sistema de metas de inflação.” (Fraga, 2009)*

Também o FMI estimulou a adoção do sistema de metas no Brasil e no final de março de 1999 foi criado um grupo de pesquisadores responsáveis pela implementação do regime. Até aquele momento muitos países já haviam aderido ao regime, exemplos como o sistema inglês e o caso chileno serviram de modelo.

Em 21 de junho de 1999 o Presidente do Brasil assinou o decreto n° 3.088 que abria caminho para a implementação da nova política monetária. Em 30 de junho, a resolução n° 2615 espedida pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) estipulava o IPCA (Índice Nacional de Preço ao Consumidor Amplo) como medida de mensuração. A Resolução previa também as metas para 1999, 2000 e 2001.

Em primeiro de julho, o Brasil adotou oficialmente o regime de metas de inflação com as seguintes características descritas por lei:

- a meta e seu intervalo de tolerância serão estipulados pelo CMN
- as metas serão estipuladas em um período de 2 anos a frente
- o Banco Central tem autonomia operacional para atingir a meta definida
- a meta será considerada alcançada se for verificado que a variação acumulada do índice de janeiro a dezembro de cada ano (ano-calendário) cair dentro do intervalo de tolerância
- quando a meta não for atingida, o presidente do Banco Central deve divulgar uma carta explicando os motivos, as medidas tomadas para a inflação convergir para a meta e o período necessário para que as medidas tenham efeito

- o Banco Central divulgará um relatório trimestral contendo informações sobre a performance da inflação e os efeitos das política monetária assim como as perspectivas para a inflação futura

A escolha do índice cheio como forma de mensuração pareceu o mais adequado no sentido de dar maior credibilidade ao regime tendo em vista, no país, um histórico de manipulação de dados e descrença em planos econômicos. Adicionalmente, optou-se pela não utilização de cláusulas de escape. A flexibilização do regime seria compensada por um intervalo de tolerância maior (de 2% pra cima ou para baixo do centro da meta).

Paralelamente as leis que davam contorno ao regime de metas, a Lei de Responsabilidade Fiscal evidenciava o comprometimento do governo com a austeridade das contas públicas. O primeiro quadrimestre de 1999 apresentou um superávit 159% maior que o mesmo período do ano anterior. A evolução adequada do ajustamento fiscal foi fundamental para trajetório de queda das taxas de juros.

Uma vez que se tinha a política fiscal coordenada com a política monetária, faltava que o banco central silanizasse para uma queda na taxa de juros de forma a conduzir a inflação para o nível desejado. O argumento para a trajetória decrescente da meta era de que no Brasil não havia, naquele momento, um processo inflacionário em curso. Ou seja, a inflação verificada nos primeiros meses do ano de 1999 não configurava uma aceleração constante nos preços. Tratava-se de um choque inflacionário devido à mudança no câmbio e seus efeitos deveriam ser acomodados ao longo do tempo. Portanto, as metas nos primeiros anos de regime deveriam exercer um papel duplo de combater a inflação e ancorar as expectativas em relação à inflação futura.

Ano	Norma	Data	Meta %	Banda (p.p.)	Limites	Inflação Efetiva (IPCA %aa)
1999			8	2	06 - 10	8,94
2000	Resolução 2.615	30/06/1999	6	2	04 - 08	5,97
2001			4	2	02 - 06	7,67

Fonte: Banco Central do Brasil

Verificando a variação mensal do IPCA no primeiro semestre de 1999, fica claro que a autoridade monetária estava correta em relação ao choque inflacionário, pois nos meses posteriores a inflação teve significativo retrocesso de acordo com a tabela abaixo:

**Varição mensal do IPCA % em 1999**

jan	fev	mar	abr	mai	jun
1,3	4,2	5,3	1,4	-0,6	-0,3

Fonte: Banco Central do Brasil

Os esforços fiscais estavam claramente surtindo efeito, o superávit daquele ano foi acima do projetado, 4,1% do PIB. Como consequência, o Banco Central ganhava credibilidade e o regime atingia seu objetivo porém a economia brasileira estava longe de vislumbrar estabilidade na condução de política monetária com taxas de juros razoáveis.

**Primeiro ano, segundo semestre**

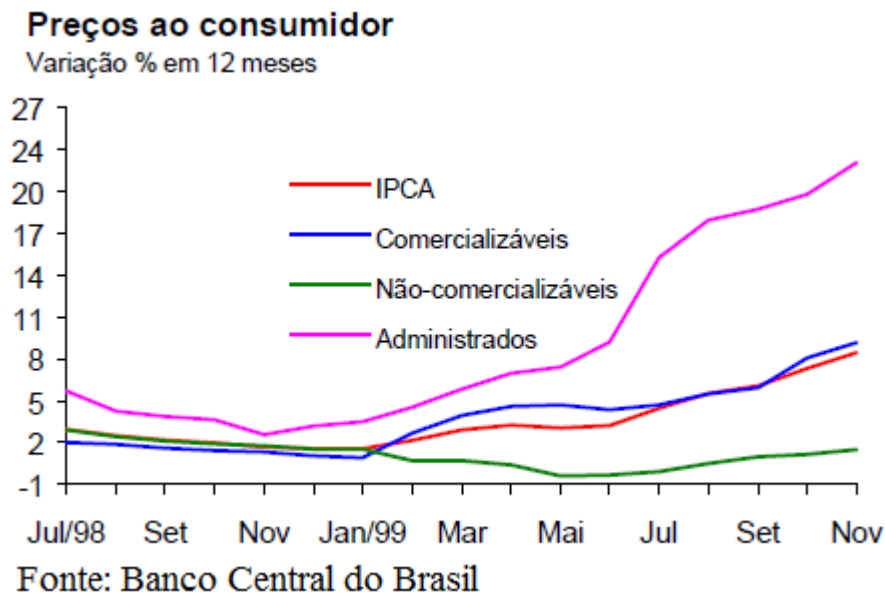
Nos segundo semestre a inflação voltou a subir. Segundo relatório do Banco Central (2001), de julho de 1999 a novembro de 2000 o Brasil passou por oito choques tanto interno como externo que atingiram a inflação. O primeiro choque foi em julho de 1999 quando o aumento dos preços administrados não foi antecipado pelo mercado e a inflação veio acima das expectativas.

Os preços administrados tiveram participação maior na inflação mensurada, explicando 40% da variação no IPCA. Os principais elementos foram gasolina e derivados, gás, transporte e energia elétrica.

**Varição mensal do IPCA % em 1999 (cheio x discriminado por classe)**

	Jul	Ago	Set	Out	Nov
<b>IPCA</b>	1,1	0,6	0,3	1,2	1
Comercializáveis	0,3	0,3	0,3	2,2	1
Não-comercializáveis	-0,1	0,2	0,1	0,2	0,2
Administrados	5,9	1,6	0,6	0,8	1,9

Fonte: IBGE



É característica da economia brasileira que todo mês de julho tenha re-ajuste de alguns preços administrados. Sendo aquele o primeiro ano sob o regime de metas, os agentes não precificaram corretamente este ajuste, nos anos posteriores o mercado aumentou seu grau de acerto.

### Preços Administrados

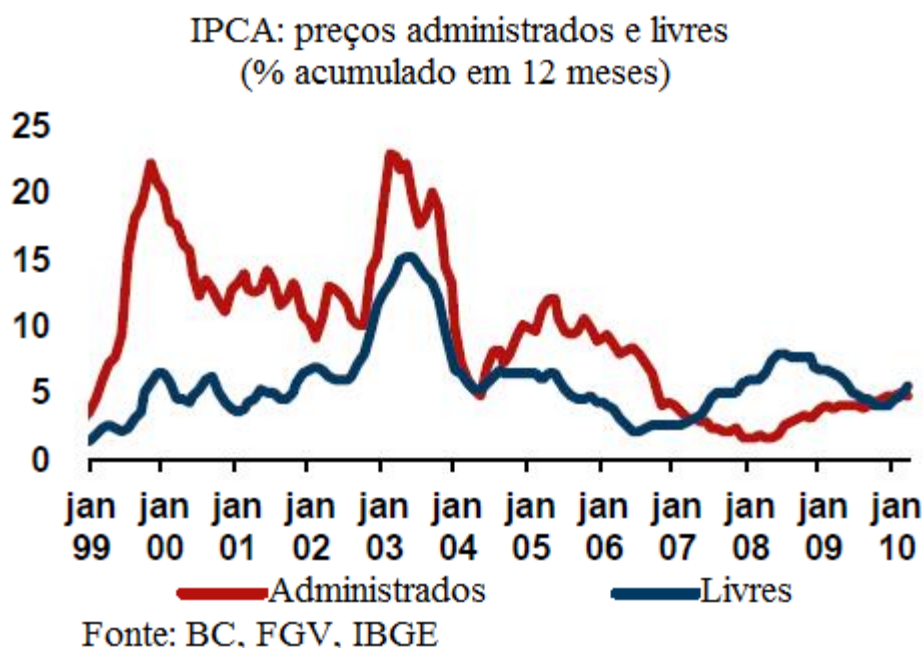
O termo administrado significa que o aumento dos preços é regido por um contrato ou órgão público, não se valendo das condições de mercado de oferta e demanda. A origem destes contratos estão no período das privatizações do início dos anos 90. Quando os setores de telecomunicações, eletricidade e outros foram privatizados, serviços públicos passaram a ter seus preços regulamentados por contratos de concessão. Dessa forma, os aumentos dos preços passaram a ser baseados na inflação passada, e não nas condições presentes e expectativas futuras de inflação. Logo, preços administrados costumam carregar um componente inflacionário pois são “dependentes do passado” (*backward-looking prices*).

Dentro da cesta de produtos que compõe o IPCA, 28 bens e serviços são classificados como administrados, representando 29,5% do IPCA. A presença significativa de preços administrados dificulta a condução do regime de metas devido ao seu caráter de indexação à inflação passada. Adicionalmente, a elasticidades dos preços administrados à política monetária é muito menor. Por definição, estes são preços



“dependentes do passado” não sendo influenciados pelas expectativas em relação à inflação futura.

Se o IPCA for decomposto em preços livres e administrados, pode-se verificar a discrepância entre eles no Brasil ao longo dos anos:



De janeiro/1995 a março/2010, o aumento dos preços administrados foi de 417,4% enquanto nos preços livres foi de 166,5% - o IPCA no período avançou 203%. No biênio 1999-2000 a variação dos administrados foi de 36,6%, preço livres tiveram aumento de apenas 8,8%.

A explicação para esta diferença é a forte relação entre grande parte dos preços administrados e o dólar. Petróleo e seus derivados, gás e óleo têm suas cotações no mercados internacionais. Com a mudança no movimento do câmbio em 1999 e a conseqüente depreciação da moeda, diversos produtos atrelados ao câmbio tiveram forte alta. O choque afetou principalmente a gasolina, o álcool e derivados de petróleo. Por isso o impacto sobre os preços administrados.

### **2000-2002**

O ano de 2000 é caracterizado por um arrefecimento da inflação e estabilidade do dólar. A meta foi atingida com crescimento significativo do PIB de 4,36%. Os preços administrados tiveram um aumento na média de 12% no ano, sendo responsável por

58% da variação do IPCA. Energia elétrica aumentou neste ano 12,66%. Por sua vez, os preços livres subiram na média apenas 4% no ano. Em linhas gerais, o ano foi positivo para o regime monetário com ambiente externo favorável e boa otimismo em relação ao futuro. Isso explica a decisão do COPOM para a meta do ano de 2002, que claramente não foi cumprida.

Ano	Norma	Data	Meta %	Banda (p.p.)	Limites	Inflação Efetiva (IPCA %aa)
2002	Resolução 2.744	28/06/2000	3,5	2	1,5 - 5,5	12,53

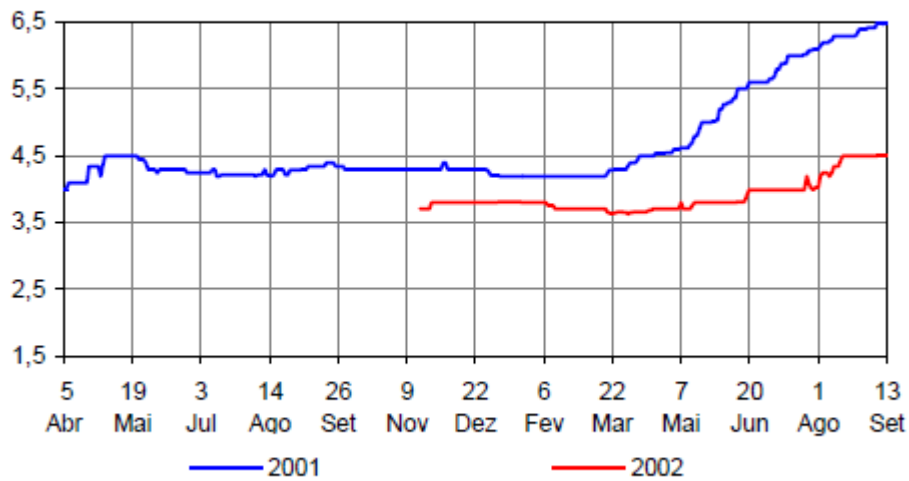
Fonte: Banco Central do Brasil

O cenário econômico se deteriorou em 2001. Internamente o país passou por uma crise energética somada a uma crise política. Na economia internacional, a desaceleração mundial e a recessão nos Estados Unidos trouxeram volatilidade aos mercados. Somado a isso, a crise na Argentina com possibilidade de contágio no Brasil provocou forte desvalorização da moeda brasileira.

De março a agosto de 2001, os preços domésticos foram fortemente afetados pelo choque de energia elétrica e alta nos preços de alimentos. Observou-se uma queda da demanda associado ao desaquecimento da economia internacional e à queda da confiança dos consumidores e investidores. Por outro lado, a restrição da oferta foi decorrente da crise energética que provocou racionamento de energia e aumento de seu custo.

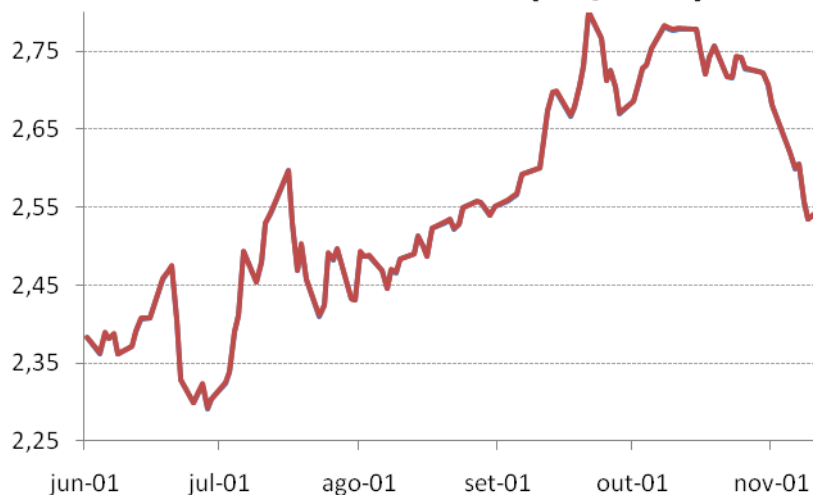
O cenário internacional ainda piorou com o ataque às torres em 11 de setembro e pela crise argentina. A soma de todos os fatores contribuíram para a escalada do dólar e conseqüentemente da inflação. O pessimismo tomou o mercado e as expectativas de inflação fechada para 2001 subiram rapidamente.

### Evolução diária das medianas das expectativas de inflação medidas pelo IPCA



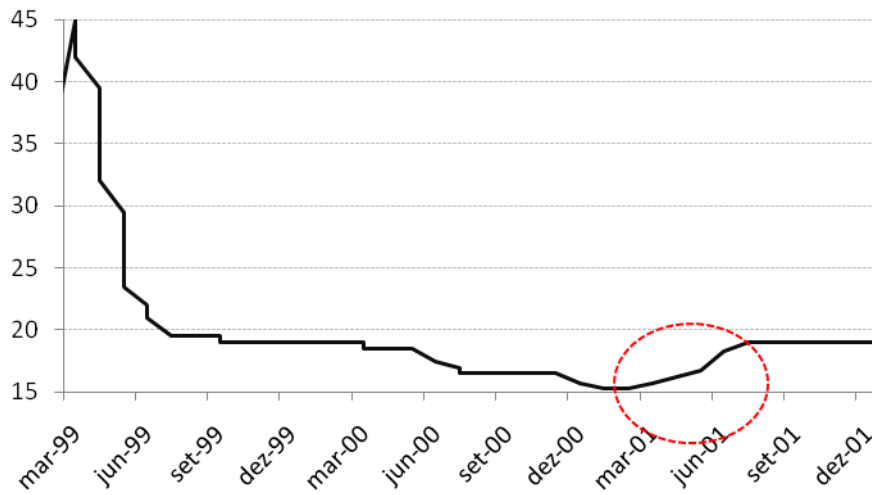
Fonte: Banco Central do Brasil

### Taxa de câmbio (R\$/US\$)



De março a julho de 2001, o banco central reagiu ao movimento do dólar com aumento na taxa básica de juros significante de 375 basis points, interrompendo trajetória de queda desde o início do regime de metas.

## Taxa Selic % a.a.



Fonte: Banco Central do Brasil

A atitude do banco central foi extremamente acertada, pois o aumento da taxa básica de juros (Selic) ainda no primeiro trimestre antecipou o movimento de alta do dólar que estava por vir no segundo semestre. Cautela e conservadorismo são características que favorecem a boa condução do regime de metas.

*“If the Central Bank had not acted preemptively, inflation would have been higher than actually observed, and the adjustment in the real exchange rate would have taken place in a environment of greater uncertainty.” (Minella, Freitas, Goldfjan & Muinhos, 2002)*

Ainda que o aumento de juros tivesse tido uma melhora na percepção do mercado diante do cenário que se configurou no último trimestre, a meta para 2001 não foi atingida pela primeira vez desde a implementação do regime. A inflação atingiu 7,7% quando o teto da banda permitia 6%.

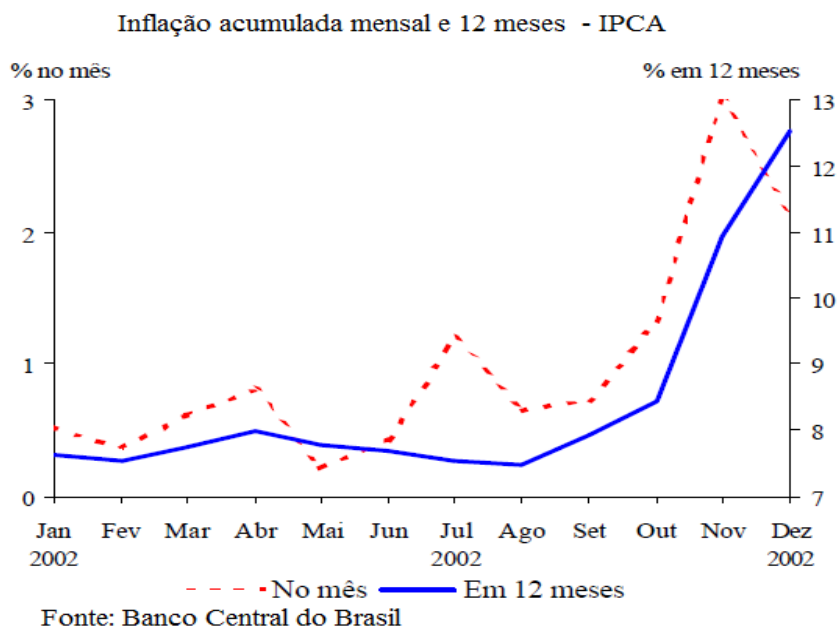
Na carta escrita pelo presidente do banco central ao ministro da fazenda (obrigatória, dado o não cumprimento da meta), o aumento nos preços administrados e a volatilidade do câmbio são apontados como principais causas.

Ao contrário do que se acreditava no final de 2001, o ano que 2002 foi caracterizado por ameaças de guerra, crise de desconfiança devido às eleições presidenciais e conseqüentemente mais volatilidade no mercado de câmbio. O resultado foi que a inflação não convergiu para a meta.

Durante o primeiro semestre de 2002, a inflação apresentou um comportamento uniforme. Dada as fortes altas do final do ano anterior, os preços pareciam se acomodar. As economias desenvolvidas estabilizaram a queda da atividade econômica e os Estados Unidos tomaram medidas no sentido de oferecer liquidez aos mercados dado o pânico provocado pelo ataque às torres. Diante de um cenário internacional mais ameno no início do ano, o dólar pode se estabilizar e a inflação se retrain.

Porém as melhoras do cenário internacional foi acompanhada de baixo crescimento e conseqüente saída de capitais das economias emergentes, com maior risco. A queda no fluxo de recursos para países em desenvolvimento foi da ordem de 44% em relação ao ano anterior. Com o Brasil não foi diferente, a crise de confiança na economia mundial e a aversão ao risco inibiu o financiamento externo e retraiu a demanda. Apesar do efeito de esfriar a inflação o impacto sobre o câmbio predominou atingindo a inflação e as expectativas.

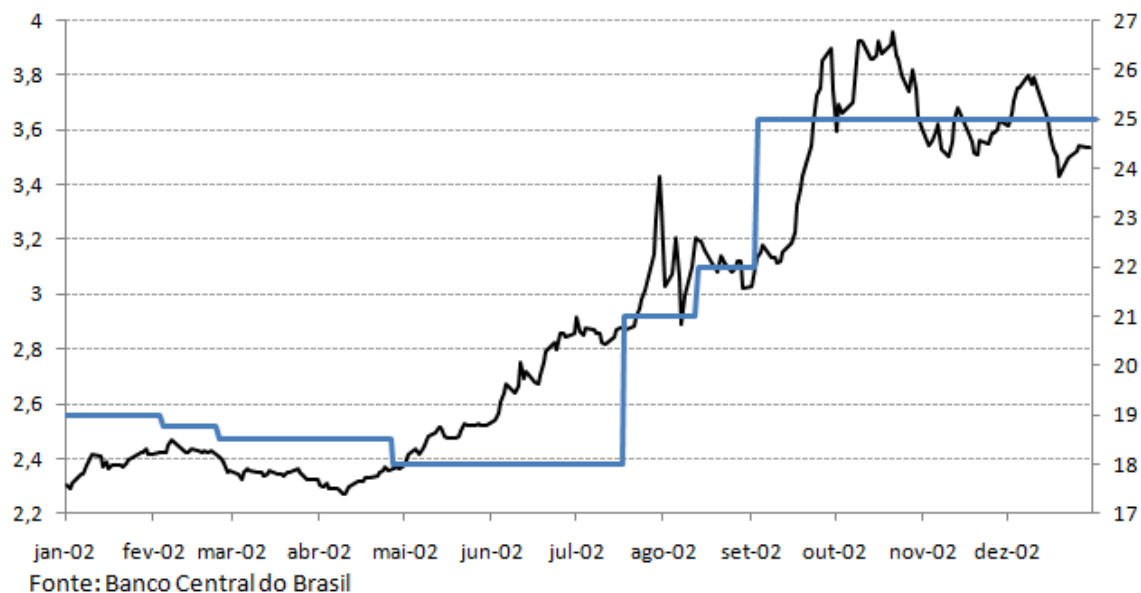
Adicionalmente, o Brasil apresentou incertezas em relação a economia principalmente pelo processo eleitoral que intencificou a aversão ao risco. O resultado foi um espiral de depreciação da moeda e aumento da inflação no segundo semestre.



A eleição presidencial trazia consigo a possibilidade de que o novo governo declarasse colote à dívida. O risco-país saltou e o país enfrentou dificuldades de colocar seus papéis no mercado de títulos. A percepção do mercado em relação ao Brasil se deteriorou drasticamente e isso era visível no câmbio. O banco central claramente

subestimou o risco eleitoral colocando pouco peso à esse fator, a taxa de juros foi reduzida durante o primeiro semestre de 2002 e elevada no semestre seguinte.

### Taxa de câmbio (R\$/US\$) x Taxa Selic (% a.a.)



### Ajuste de meta de inflação

Também no segundo semestre de 2002, as autoridades monetárias se viram forçados a revisar a meta de inflação para o ano seguinte. Naquele momento, as projeções para inflação futura já mostravam que o alvo não seria alcançado. Apesar das altas nas taxas de juros e devido a defasagem existente no mecanismo de transmissão da política monetária foi necessário calibrar a meta futura.

Ano	Norma	Data	Meta %	Banda (p.p.)	Limites
2003	Resolução 2.842	28/06/2001	3,25	2	1,25 - 5,25
	Resolução 2.972	27/06/2002	4	2,5	1,5 - 6,5

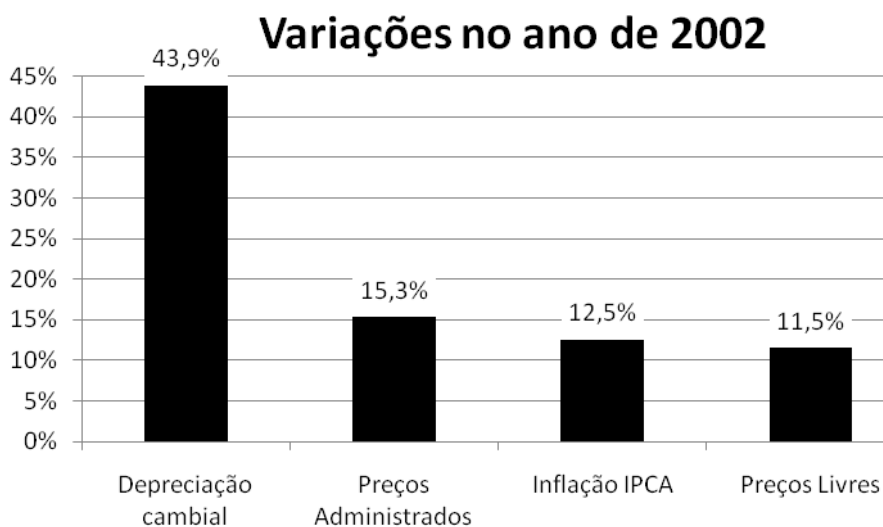
Fonte: Banco Central do Brasil

O ajuste de meta é utilizado para flexibilizar o regime garantindo uma maior credibilidade à meta de inflação.

### Presença de dominância fiscal

Blanchard (2004) argumenta que nos anos de 2002 e 2003 esteve presente o fenômeno da dominância fiscal na economia brasileira. Isso porque o alto nível de endividamento do país, somado à escalada do risco-país tornava perverso o efeito da política monetária: a alta de juros aumentava a probabilidade de *default* e

conseqüentemente intensificava o movimento de fuga de capital, resultando no aumento da inflação e não o contrário.



Fonte: Banco Central do Brasil

### Repasse cambial

O câmbio interfere na inflação através de um contágio aos preços domésticos que varia de acordo com a quantidade de insumos importados e na capacidade das firmas de repassarem seus custos. Quanto maior a presença de insumos importados na produção maior tende a ser o repasse cambial. Em relação ao repasse dos custos, a menor sensibilidade às forças de oferta e demanda tende a permitir um repasse cambial maior. O resultado é que preços administrados, porque mostram ambas as características acima, são responsáveis por parte significativa do repasse cambial dentro do IPCA.

Minella (2003) mostra que o impacto de um choque cambial nos preços administrados que compõe o IPCA chega a ser 1,9 vezes maior que o impacto sobre preços livres. Quando se verifica o repasse cambial durante o período de regime de metas no Brasil, preços administrados resultam em 20% de repasse enquanto que preços livres 11,3% e o IPCA cheio 13,1%.

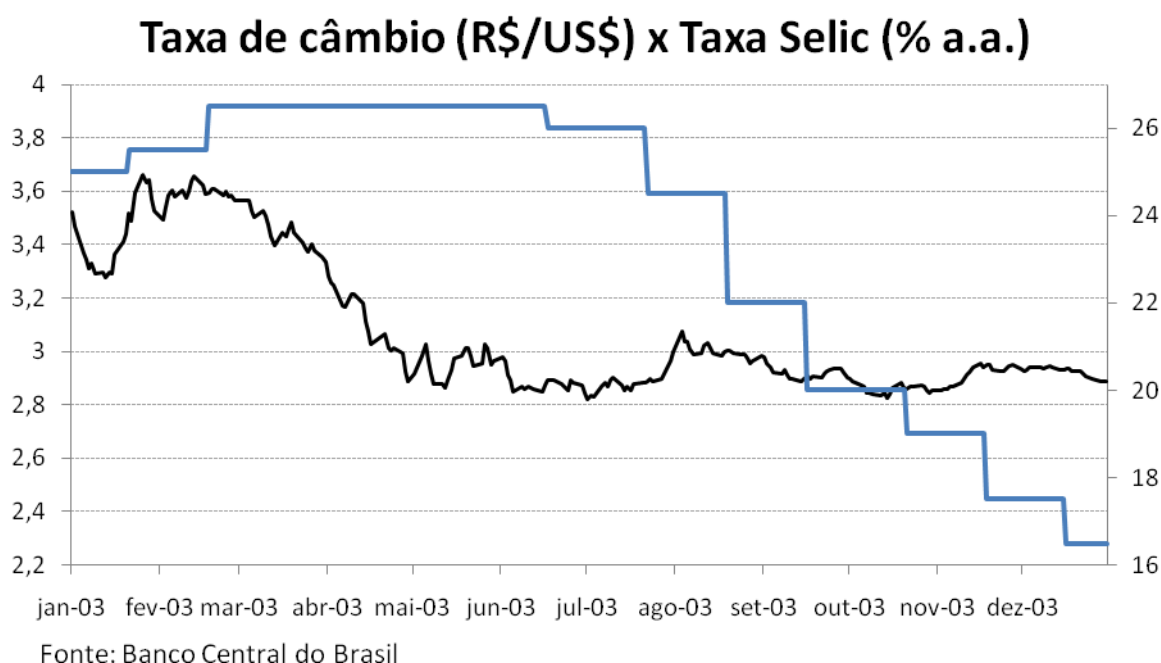
Em 2002 os preços administrados subiram 15,3% com destaque para os bens derivados do petróleo como gás de bujão com 48,3%, álcool com 31,5% e passagem aérea, 54,7%.

## 2003-2005

O ano de 2003 foi marcado pela mudança no comando do banco central, Henrique de Campos Meirelhes era o novo presidente do banco central. A maior parcela da inflação fechada de 2003 se deve aos primeiros meses do ano, refletindo ainda o choque inflacionário ocorrido no segundo semestre no ano anterior. Os cinco primeiros meses responderam por 73% do IPCA do ano.

O resultado do primeiro trimestre mostrou aumento da persistência inflacionária, causada pelas incertezas da nova equipe econômica. O avanço no controle à inércia inflacionária trazido pelo regime de metas e vislumbrado até meados de 2001, foi perdido em 2002. No ano fechado, o componente de inércia inflacionário respondeu por 63,7% do IPCA.

O compromisso do novo governo com o regime de metas e a continuidade do controle fiscal teve efeitos a partir de maio, quando os índices de atividade econômica melhoraram, o câmbio retraiu e a inflação baixou. O segundo semestre foi caracterizado pela melhora na recepção do mercado e conseqüentemente melhora na trajetória da curva de juros.



A política monetária pode ser flexibilizada e a Selic reduzida com a convergência das expectativas de inflação para a meta e a diminuição do nível de incertezas sobre a economia. A queda do dólar no primeiro semestre e sua estabilidade



no segundo mostra esta queda na desconfiança do mercado. Também no segundo semestre a meta para o ano seguinte foi modificada de acordo com as projeções. Já a meta de 2003 foi prejudicada pelos primeiros meses e não foi alcançada naquele ano, o IPCA fechado ficou em 9,3%.

Ano	Norma	Data	Meta %	Banda (p.p.)	Limites
2004 1/	Resolução 2.972	27/06/2002	3,75	2,5	1,25 - 6,25
	Resolução 3.108	25/06/2003	5,5	2,5	03 - 08

Fonte: Banco Central do Brasil

O ano de 2004 marcou o início da recuperação econômica no Brasil e no mundo. No mercado interno, o dinamismo do setor exportador e expansão do crédito sustentaram o gradativo fortalecimento da renda e do emprego. O setor industrial também apresentou melhora das perspectivas com o aumento das vendas e a queda do desemprego. O crescimento econômico foi o maior desde 1994, resultado do mercado doméstico aquecido pela expansão do crédito. O fortalecimento das exportações foi causado pela alta dos preços das commodities, principalmente metálicas, que beneficiaram o balanço de pagamentos.

A inflação fechada do ano medida pelo IPCA registrou 7,6%, ficando dentro do limite de tolerância. Já o PIB aumentou 5,2% mostrando força na recuperação interna (responsável por 4,1% da taxa cheia de crescimento) e estimulando novos investimentos. O cenário permitiu a queda inicial da taxa de juros que chegou a 16%, porém no terceiro trimestre a taxa voltou a subir fechando o ano em 17,75%, 125 *basis points* acima da taxa com que começou o ano. A baixa volatilidade da Selic mostrava a estabilidade econômica e força no crescimento que continuou no ano seguinte.

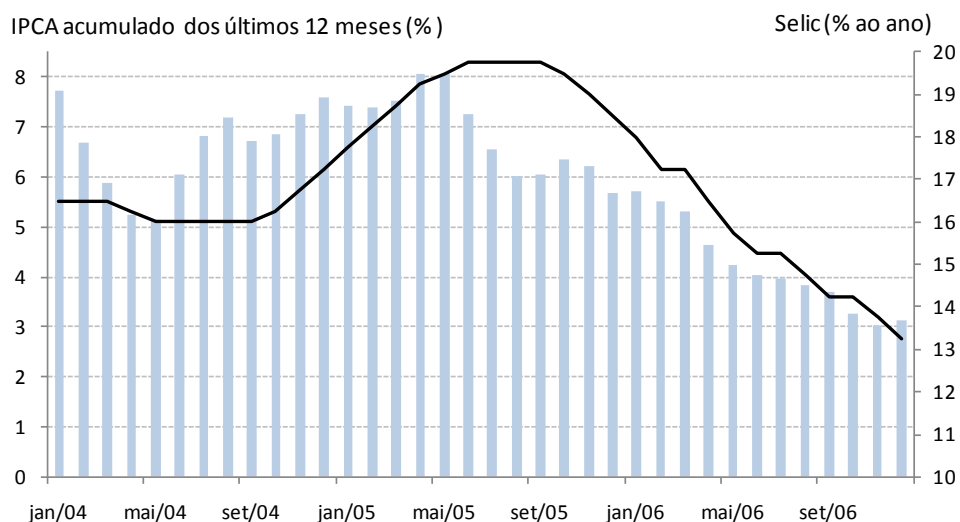
Em 2005, o crescimento do PIB ficou em 2,3%. As exportações por sua vez cresceram 11,6% influenciadas pelas commodities e o cenário positivo externo. O IPCA registrou 5,69% de alta, ficando abaixo do limite superior.

Ano	Norma	Data	Meta %	Banda (p.p.)	Limites
2005	Resolução 3.108	25/06/2003	4,5	2,5	02 - 07

Fonte: Banco Central do Brasil

O mercado interno aquecido exigiu a continuidade da escalada da Selic iniciada no ano anterior chegando a 19,75% em junho de 2005. Somente no terceiro trimestre a inflação cheia desacelerou e permitiu que a taxa iniciasse um ciclo de redução que iria durar até 2008.

### IPCA mês a mês x Selic

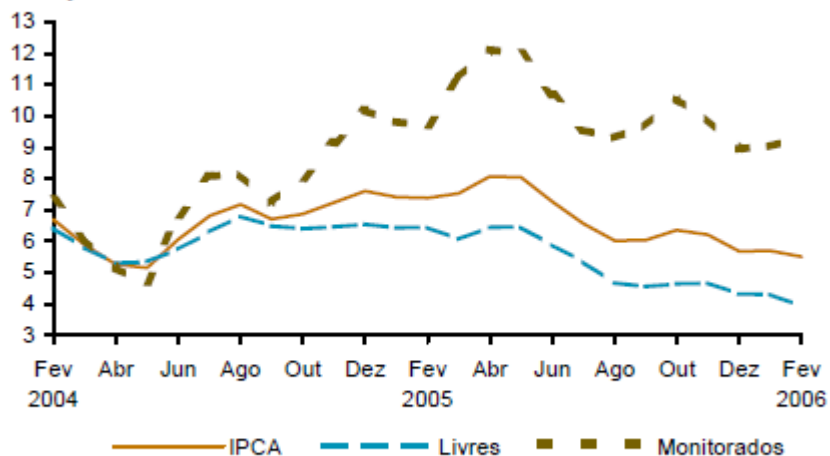


Fonte: BACEN e IBGE

No ano de 2005, os preços administrados pesaram o IPCA impedindo que a Selic convergisse para níveis baixos mais rapidamente.

### IPCA - Discriminado por Grupos

Varição % em 12 meses



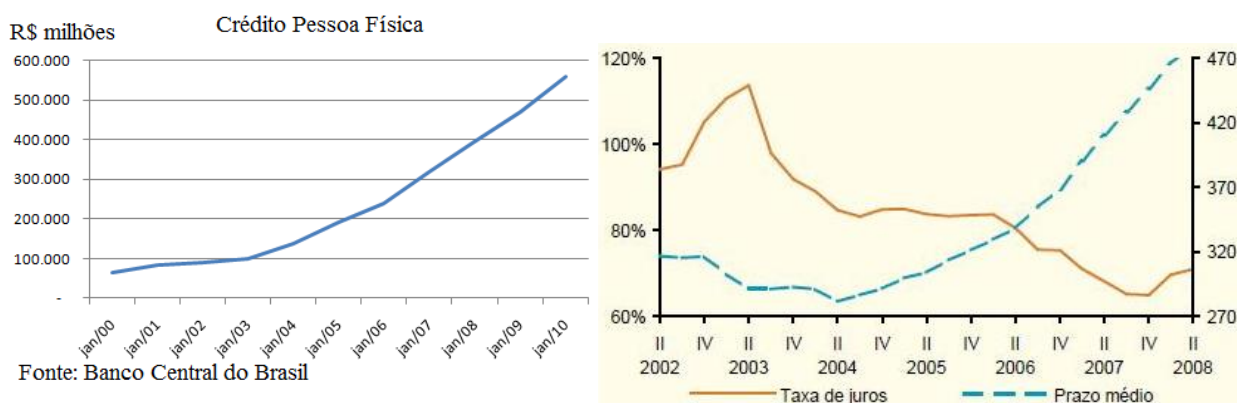
Fonte: Banco Central do Brasil

### O papel do consumo interno

O ano de 2003 marcou o início de um ciclo da expansão do crédito no Brasil, sustentado pela flexibilização da política monetária, adicionada a um ambiente de estabilidade macroeconômica no qual a redução das incertezas dos agentes propiciou maior liquidez aos mercados.

O crédito foi impulsionado pelas modalidades de baixo risco, com ênfase nos empréstimos consignados em folha de pagamentos. O governo em setembro aprovou a medida provisória que daria o formato à esta opção de empréstimo. O objetivo era estimular o consumo interno. Medidas no sentido de prolongar os prazos na compra de bens duráveis também foram tomadas, principalmente no mercado de veículos.

O resultado foi um aumento na relação do crédito sobre PIB que em 2003 era em torno de 25% passou para 40% em 2009.



O endividamento das famílias cresceu da mesma forma, mostrando o crédito assumiu uma importância significativa na sustentação da atividade econômica. Maior quantidade de crédito em relação ao PIB revela que maior parte do consumo das famílias depende do crédito e assim sendo maior o efeito da política monetária sobre a inflação.

### 2006-2008

O ano de 2006 deu continuidade ao cenário positivo tanto interno quanto externo. No âmbito interno, o aumento do consumo das famílias sustentado pela queda do desemprego, expansão do crédito e alongamento dos prazos possibilitado pela queda das taxas de inadimplência tornavam as expectativas mais estáveis estimulando os investimentos. O balanço de pagamentos de 2006 encerrou o quarto ano consecutivo de superávit mostrando fortalecimento das contas externas e contribuindo para a queda do risco país, que chegava ao menor nível desde 1994.

Em relação ao regime de metas, o triênio que começou em 2006 apresentou a melhor performance:

Ano	Norma	Data	Meta %	Banda (p.p.)	Limites	Inflação Efetiva (IPCA %aa)
2006	Resolução 3.210	30/06/2004	4,5	2	2,5 - 6,5	3,14
2007	Resolução 3.291	23/06/2005	4,5	2	2,5 - 6,5	4,46
2008	Resolução 3.378	29/06/2006	4,5	2	2,5 - 6,5	5,9

Fonte: Banco Central do Brasil

O IPCA fechado de 2006 foi o segundo menor na série histórica desde de 1980, influenciado pela baixa variação de preços administrados, 4,27% ante 8,96% do ano anterior. Pela primeira vez desde a implementação do regime a inflação ficou abaixo da meta.

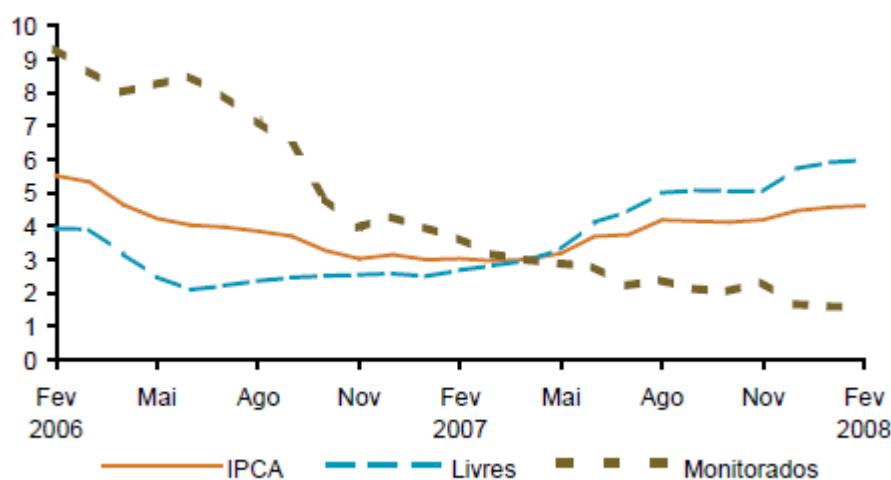
O ano de 2006 também foi marcado pelo aumento do fluxo cambial, o ingresso líquido de divisas ficou em US\$ 37 bilhões ante US\$ 19 bilhões de 2005, aumento de 95% concentrado principalmente para investimentos em carteira. A entrada de recursos contribuiu para a valorização da moeda e a queda na inflação.

O ciclo de expansão iniciado em 2004 continuou no ano de 2007 sustentado pelo mercado interno que seguiu apresentando sinais de forte demanda e expansão do crédito. O PIB acumulou alta de 5,4%.

O ano de 2007 apresentou IPCA de 4,46% sendo impactado principalmente por choques nos preços das commodities agrícolas. Pela primeira vez desde o início do regime de metas a variação nos preços administrados (1,65%) esteve abaixo dos preços livres (5,73%). Componentes como gasolina e seus derivativos que antes eram fontes de aumento nos preços, estavam estáveis.

### IPCA - Discriminado por Grupo

Variação % em 12 meses



Fonte: Banco Central do Brasil

O dólar se depreciava em todo o mundo com a expectativa de desaquecimento da economia nos países avançados. O quarto trimestre norte-americano de 2007 mostrou queda de 25% nos investimentos imobiliários residenciais, ante a queda de 20% no trimestre anterior. A inadimplência subia no setor imobiliário, o que trouxe risco para todo o sistema financeiro americano. O consumo crescia a taxas decrescentes e o governo reagiu com aumento da liquidez e estímulo ao consumo das famílias. As medidas iriam no sentido da desvalorização do dólar em todo o mundo, principalmente no Brasil onde o fluxo de divisas crescia em busca de ganhos em renda fixa proporcionados por taxas de juros mais altas.

Até o final de 2007 os mercados emergentes ainda apresentavam atividade econômica consistente e o mercado de commodities continuava aquecido principalmente pela demanda chinesa. Em contraste, as economias desenvolvidas esboçavam os primeiros sinais da crise do *subprime*.

O primeiro semestre de 2008 foi marcado pela continuidade do bom desempenho da economia interna, responsável pela expansão do PIB de 6% em relação ao primeiro semestre do ano anterior. Com exceção do setor externo, que mostrou queda, todos os demais componentes do PIB mostraram forte aumento. Principalmente a demanda das famílias que aumentou 6,7%. Também neste período o Brasil recebeu grau de investimento das principais agências de risco, aumentando ainda mais a entrada de divisas e contribuindo para a queda do dólar.



Fonte: Banco Central do Brasil

A melhora nas contas externas, o aumento das reservas, queda do dólar e a diminuição da dívida atrelada ao câmbio sustentaram o fortalecimento da moeda nacional e conseqüentemente contribuiu para a menor vulnerabilidade da economia doméstica aos choques cambiais. O aumento das commodities nos mercados internacionais afetaram cada vez menos os preços ao consumidor, visto que a moeda se fortaleceu.

A variação dos preços administrados, acumulada em doze meses, mostrou trajetória declinante desde a segunda metade de 2006 chegando ao menor percentual em maio de 2008. Isto decorre do fato que quanto menor a vulnerabilidade ao câmbio, melhor a performance do regime de metas visto que preços administrados por natureza são mais lentamente impactados pelo instrumento de política monetária. Note no gráfico acima que a partir do segundo semestre de 2006, as reservas apresentam uma guinada possibilitando maior estabilidade dos preços administrados.

O último trimestre de 2008 interrompeu uma série de doze períodos consecutivos de alta, apresentando queda de 3,6% em relação ao ano anterior. Ainda sim, o PIB de 2008 revelou alta de 5,1% sustentado mais uma vez pelo consumo interno. A crise propagou seus efeitos sobre todo o comércio internacional retraindo o

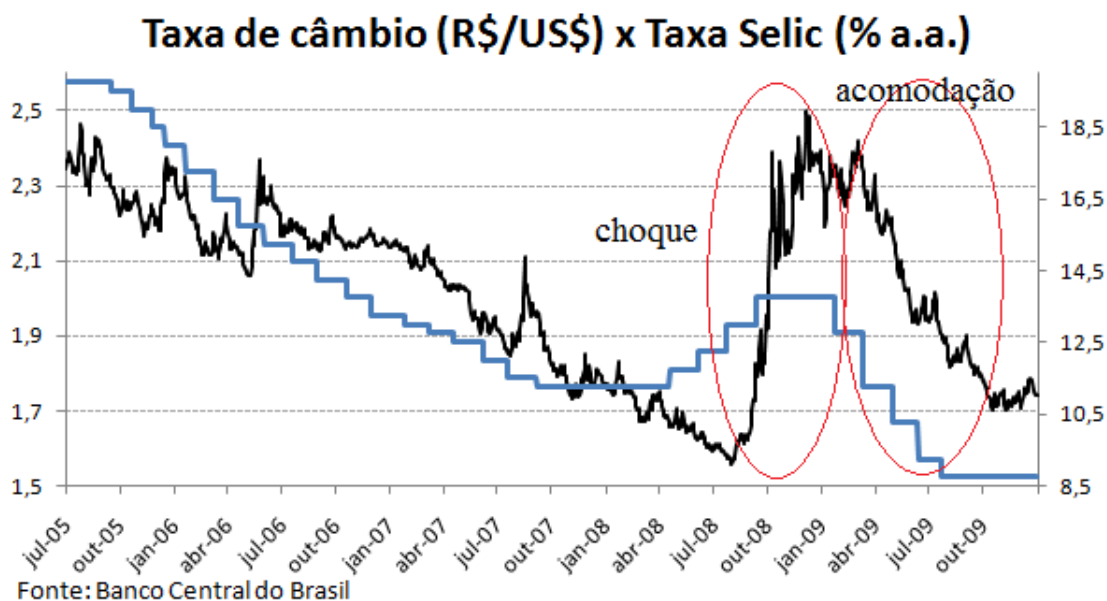
crédito, deteriorando as expectativas de crescimento futuro das economias avançadas e inviabilizando novos investimentos.

O câmbio no ano registrou a primeira saída líquida desde 2002, após um recorde de entrada de dólares em 2007 quando alcançou US\$ 87,5 bilhões. O Banco Central agiu no sentido de fornecer liquidez à financiamento em moeda estrangeira nos últimos meses do ano.

### **A crise em relação à inflação**

Em relação à inflação, a crise internacional influenciou de forma ambígua a economia doméstica. Por um lado a queda nas exportações principalmente de commodities dado a deterioração da expectativa de crescimento mundial aliviou em parte as pressões inflacionárias. Adicionalmente, a intensificação da aversão ao risco e a conseqüente fuga de capitais gerou um esgotamento das linhas de financiamento externas, contribuindo para o arrefecimento da inflação. Por outro lado, a redução por ativos de economias emergentes promoveu maior depreciação das moedas destes países, gerando pressão inflacionária.

Qual dos dois efeito sobre a inflação irá prevalecer depende em parte da política monetária em relação às expectativas de inflação futura. A consolidação do regime de metas e sua credibilidade tende a fortalecer a capacidade ancorar as expectativas e evitar o repasse inflacionário promovido por um choque cambial. A política monetária deve agir no sentido de impedir que movimentos de câmbio temporários sejam entendidos pelos agentes como permanentes, prolongando o repasse e contaminando as expectativas futuras. Quanto maior a credibilidade da política monetária menor o aperto monetário necessário para conter um choque cambial.



## 2009

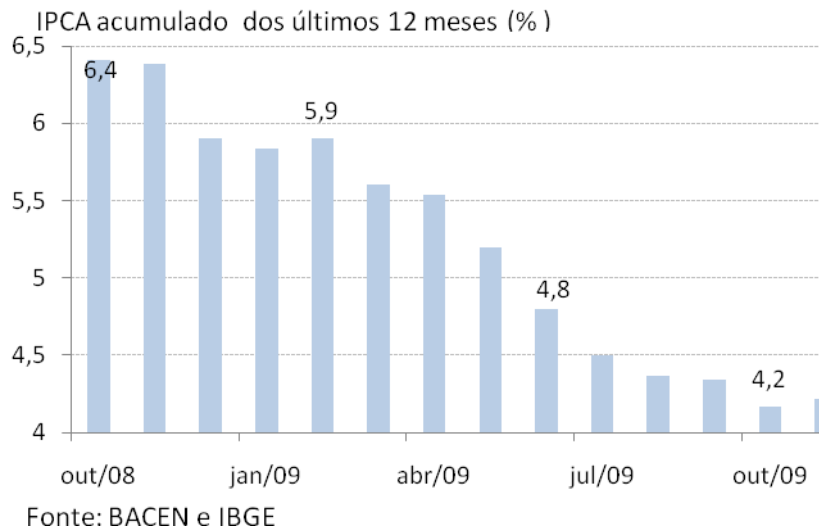
As economias avançadas responderam à crise com uma série de medidas de afrouxamento monetário, ou seja, queda das taxas de juros e aumento da liquidez nos mercados financeiros e de crédito. Dessa forma, buscava-se evitar um colapso do sistema financeiro e uma corrida aos bancos, era fundamental que o sistema fornecesse liquidez. Assim sendo, as taxas de remuneração sobre títulos americanos e de outras economias desenvolvidas tornaram-se insignificantes. Segue-se que houve um enorme fluxo de capitais para economias emergentes, inclusive para o Brasil onde o diferencial da taxa de juros é um dos maiores do mundo.

Ademais, economias emergentes como o Brasil não incorriam o risco ligado ao *subprime* (dada a sua estrutura de financiamento para o setor imobiliário) e as expectativas de crescimento econômico eram muito maiores que nos países desenvolvidos. Dessa forma, o Brasil se beneficiou com a liquidez nos mercados internacionais na medida em que as linhas de crédito e financiamento foram novamente viabilizadas. O novo ciclo de crescimento econômico era mais uma vez sustentado pela demanda doméstica apoiada no crédito e na valorização da moeda.

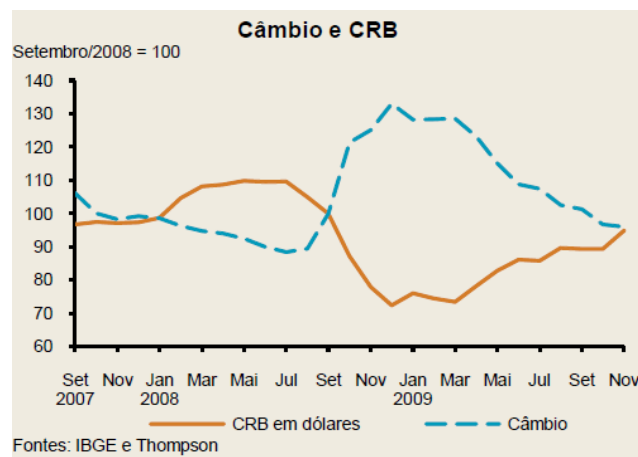
A política monetária agiu no sentido de manter o poder de compra da moeda e o ganho real do salário impedindo que a inflação se deteriorasse. A estabilidade da moeda foi fundamental para estimular o consumo, aumentar a confiança do consumidor e ancorar as expectativas de crescimento com baixa inflação.



## IPCA mês a mês



Com o aumento do fluxo cambial as contas externas voltaram a apresentar saldos positivos e o real se apreciou possibilitando um afrouxamento monetário com estabilidade de preços. Adicionalmente, o movimento de queda da inflação não pode ser desassociado do movimento dos preços das commodities nos mercados internacionais. O gráfico abaixo mostra a relação entre câmbio (em relação ao real) e o índice de commodities. Através dele é possível verificar que a valorização do dólar foi compensada pela queda dos preços das commodities produzindo um efeito de redução do impacto do câmbio sobre a inflação interna.



O IPCA terminou o ano com alta de 4,31%, vindo de 5,9% no ano anterior e ficando levemente abaixo do centro da meta. Diante disso a Selic ficou a mínima da série histórica em 8,5%.

Ano	Norma	Data	Meta %	Banda (p.p.)	Limites
2009	Resolução 3.463	26/06/2007	4,5	2	2,5 - 6,5

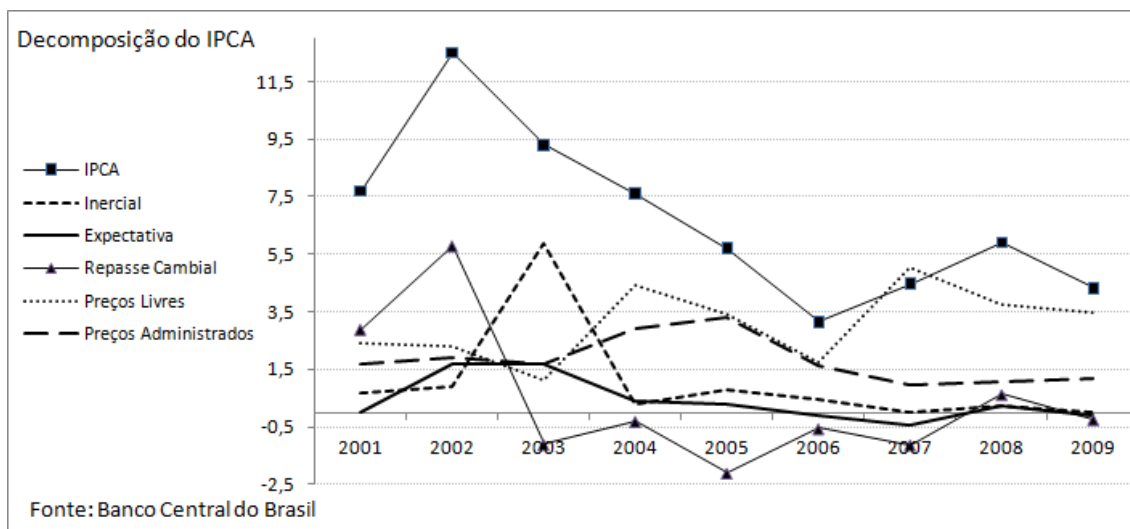
Fonte: Banco Central do Brasil

Praticamente toda a inflação de 2009 se explica pelo aumento dos dois grandes grupos que compõe o índice. Os preços administrados subiram 4,73% e os preços livres 4,14% enquanto que a inércia inflacionária e o repasse cambial tiveram participação insignificante na inflação. O controle em relação à inércia inflacionária e às expectativas é um claro sinal do bom desempenho da política monetária e do regime de metas de inflação.

O PIB apresentou quedas decrescentes de 2,1%, 1,9% e 1,7% nos três primeiros trimestres de 2009. O último trimestre ratificou a recuperação vigorosa apesar da queda de 0,2% no ano, em relação ao trimestre anterior representou uma alta de 2%, influenciado em grande parte por aumento do investimentos.

### Considerações finais

No primeiro ano em que a meta não foi atingida, 2001, o Banco Central adotou em sua carta aberta uma forma de decompor a variação acumulada anual de inflação em suas principais componentes. Desde então, ano a ano a participação destas componentes vem mostrando o perfil do IPCA.



A curva do IPCA cheio mostra claramente que o Brasil passou por um processo de desinflação. A participação dos principais componentes do IPCA mostra a evolução do regime de metas ao longo dos anos.

O ano de 2002 foi caracterizado pela forte aversão ao risco e fuga de capitais devido às incertezas da economia brasileira, principalmente sob o aspecto político. O flutuação cambial levou o dólar a R\$ 3,80 e destacou a presença do repasse cambial no IPCA. Nos anos posteriores o câmbio contribuiu no sentido oposto, amenizando a inflação e diminuindo o peso do repasse cambial, hoje próximo do zero.

Também no ano de 2002, a componente de expectativa teve participação na inflação. Pode-se atribuir a isso as incertezas daquele ano quanto ao novo governo. Dessa forma, a dispersão das expectativas aumenta contribuindo para inflação. Nos períodos seguintes a parcela de expectativa se aproxima a zero, mostrando a ancoragem promovida pela condução da política monetária.

O ano de 2003 teve a componente de inércia impactada principalmente pelo forte movimento do cambio no ano anterior. Nos anos posteriores a participação dessa componente foi nula. A partir desse ano o dólar tomou uma trajetória predominantemente de queda, as expectativas ficaram menos dispersas e o cenário econômico mais estável.

Nos anos seguintes a inflação teve o componente de preços livres mais significativos dado o aquecimento do mercado interno. A inflação gerada pelo dinamismo do consumo doméstico teve maior importância. A queda dos preços administrados foi consequência de um processo de desinflação.

## **Conclusão**

O regime de metas de inflação no Brasil completou dez anos em 2009. Nesse período a meta não foi cumprida em 2001, 2002 e 2003. Em 1999, 2004, 2005 e 2008 a inflação ficou acima do centro da meta mas dentro do limite de tolerância. Em 2000 e 2007, IPCA atingiu o centro da meta e nos anos de 2006 e 2009 o IPCA ficou abaixo do centro da meta.

É natural que a inflação observada flutue em torno do centro da meta e que raramente o atinja com precisão. O sucesso do regime não depende disso. No caso do Brasil, o regime foi implementado em um ambiente de alta inflação e forte desvalorização da moeda que alimentava ainda mais a inflação. A flutuação do câmbio era razão de volatilidade e incertezas. O regime veio forçar a queda da inflação através de metas decrescentes ao longo do tempo. A década que se passou mostrou que o regime obteve sucesso.

Outro triunfo conquistado ao longo dos anos foi a importância dada à política monetária, principalmente à taxa básica de juros no controle da inflação. A confiança depositada pelos agentes econômicos na política monetária é reflexo da credibilidade construída pelo banco central. O fato da autoridade monetária gozar de credibilidade reintera o sucesso do regime no Brasil.

Características particulares do Brasil dificultaram a condução do regime como a forte presença de preços administrados e a vulnerabilidade à flutuação do câmbio. Apesar do caráter inercial deste grupo de preços, o processo desinflacionário no Brasil foi consistente o suficiente para trazer mesmo os preços monitorados para patamares baixos. Adicionalmente, passados dez anos, o movimento do câmbio age no sentido de valorizar a moeda doméstica, reflexo da estabilidade econômica e da condução acertada da política monetária.

O regime de metas também se mostrou adequado para a condução de política monetária em momentos de crises internacionais. Na medida em que reconhece a importância das expectativas dos agentes econômicos na formação de preços e conseqüentemente na inflação futura, a política monetária consegue evitar o contágio dos preços e a propagação de choques.

## **Bibliografia**

Alesina, A. & Summers, L. Central Bank independence and macroeconomic performance: some comparative evidence. *Journal of Money, Credit and Banking*, v. 25, May 1993.

Alesina, A. & Gatti, R. Independent Central Banks: Low Inflation at no cost? *American Economic Review*, vol. 85, n.2, 1995.

Banco Central do Brasil, *Relatório de Inflação*, 1999 – 2010.

Barro, R. & Gordon. A positive theory of monetary policy in a natural rate model. *Journal of Political Economy*, 91:589-610, 1983a.

Blanchard, O. *Fiscal Dominance and inflation Targeting: Lessons from Brazil*, NBER Working Paper N° 10389, 2004.

Cardim de Carvalho, F. The independence of Central Bank: a critical assessment of the arguments. *Textos para Discussão – IEI/UFRJ*, n. 318, 1994.

Castello-Branco, M. & Swinburne, M. Bancos Centrais autônomos. *Finanças e desenvolvimento*, março 1992.

Cukierman, A. Central bank strategy, credibility, and independence. Cambridge, *The MIT Press*, 1992.

\_\_\_\_\_. Central Bank independence and monetary control. *The Economic Journal*, novembro 1994.

Cukierman, A., Webb, S. & Neyapti, B. Measuring the independence of the central bank and its effects on the policy outcomes. *World Bank Economic Review*, vol. 6, setembro 1992.

Eijffinger, S. & Shaling, E. Central bank independence: theory and evidence. 1993. (*Discussion Paper Centre for Economic Research*, 9.325.)

Fischer, S. Central-Bank independence revisited. *American Economic Review*, vol. 85, n.2, 1995.

Fraga, Goldfjan & Minella, Inflation Targeting in Emerging Market Economies. NBER Macroeconomics Annual Volume 18, 2003,

Friedman, M. The role of the monetary policy. *American Economic Review*, março 1968.

Fundo Monetário Internacional, Inflation Targeting at 20: Achievements and Challenges, *Working Paper*, outubro 2009.

\_\_\_\_\_. Important Elements for Inflation Targeting for Emerging Countries, *Working Paper*, maio 2010.

Garcia, M. *Inflation Targeting in Brazil: Evaluation and Policy Lessons for Latin American Countries*, 2006.

Goodhart, C. What should central bank do? Should be their macroeconomic objectives and operations? *The Economic Journal*, novembro 1994.

Haldane, A. G. *Targeting inflation* Bank of England, 1995.

Kydland, F. & Prescott, E. Rules rather than discretion: the inconsistency of optimal plans. *Journal of Political Economy*, 85:473-92, 1977.

L.E.O. Svensson, "Optimal Inflation Targets, 'Conservative' Central Banks, and Linear Inflation Contracts," *American Economic Review* n° 87, 1997.

Lohmann, S. Optimal commitment in monetary policy. *American Economic Review*, 82:273-86, 1992.

Mendonça, H. F. A independência do banco central: uma análise comparativa entre as visões de Rogoff e Walsh. Belo Horizonte: UFMG, Nova Economia, v. 9, dezembro 1999.

\_\_\_\_\_. Independência do Banco Central e Coordenação de Políticas. *Revista de Economia Política*, vol. 23, n.1 (89), janeiro 2003.

Mishkin, F. ; Schmidt-hebbel, K. *One decade of inflation targeting in the Worl: what do we know and what do we need to know?* Cambridge, MA:NBER, 2001. (Working Paper; 8397)

\_\_\_\_\_. Does Inflation Targeting Make a Difference? *Monetary Policy under Inflation Targeting*, 2007.

Mishkin, F. & Posen, A. Inflation Targeting: Lessons from four Countries *NBR Working Paper*, agosto 1997.

Persson, T. & Tabellini, G. Designing institutions for monetary stability. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 39, 1993.

Posen, A. Why central bank independence does not cause low inflation: there is no institutional fix for politics. *The Amex Bank Review*, 1993.

Rogoff, K. The optimal degree of commitment to an intermediate monetary target. *Quarterly Journal of Economics*, 100:1.169-90, 1985.

Sicsú, J. A tese da independência do Banco Central e a estabilidade de preços: uma aplicação do método Cukerman à história do FED, *Estudos Econômicos* 26, n 1, 1996.

Walsh, C. Optimal contracts for central bankers. *American Economic Review*, vol. 85, n. 1, 1995.

Resende, João Luiz. *Metas de inflação, cambio flexível e autonomia de política monetária*. Belo Horizonte, UFMG. 2006

Sargent, T. & Wallace, N. *Some Unpleasant Monetarist Arithmetic*, 1981.