

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

**A CONDUÇÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA
BRASILEIRA NO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO
(1999-2010)**

PATRICIA MARQUES DOS SANTOS THOMPSON MELLO
Matrícula: 106024281
patriciatmello@globo.com

ORIENTADOR: Prof. André de Melo Modenesi

DEZEMBRO 2010

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

**A CONDUÇÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA
BRASILEIRA NO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO
(1999-2010)**

PATRICIA MARQUES DOS SANTOS THOMPSON MELLO

Matrícula: 106024281
patriciatmello@globo.com

ORIENTADOR: Prof. André de Melo Modenesi

DEZEMBRO 2010

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

AGRADECIMENTOS

Gostaria de deixar um agradecimento àquelas pessoas que me apoiaram e me auxiliaram na minha graduação, assim como nessa monografia.

Aos meus pais e às minhas irmãs, Paula e Renata, obrigada pelo incentivo e amizade.

Agradeço ao Prof. André Modenesi pelo auxílio no desenvolvimento deste trabalho.

Aos meus amigos da faculdade, IED e IEE, que foram grandes companhias e que continuarão fazendo parte dessa história.

Por último, agradeço a Camila Viana, uma amiga que se tornou uma grande irmã, abrigada por tudo.

RESUMO

MELLO, Patricia Marques dos Santos Thompson. A condução da política monetária brasileira no regime de metas de inflação (1999-2010). Monografia (Graduação em Ciências Econômicas) – Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2011.

O presente trabalho versa sobre a implementação e o desempenho do regime de metas de inflação na economia brasileira. Parte-se da análise dos fundamentos teóricos do regime de metas de inflação, abordando as premissas conceituais da escola monetarista. Trata-se também da operacionalização do sistema através da regra de Taylor, bem como da tese de independência do Banco Central. Exposto o arcabouço teórico, parte-se para o exame da implementação do regime de metas de inflação no Brasil. Analisa-se, nesse particular, o contexto histórico de introdução do sistema, bem como a conjuntura da economia brasileira, marcada pela crise cambial e pelo fim da ancora nominal. O desempenho do sistema no período de 1999-2010 será o tema central do último capítulo. Por fim, reserva-se o tópico final para a avaliação do sistema no contexto da economia brasileira.

Palavras-chave: metas de inflação; política monetária; Banco Central; escola monetarista; expectativas racionais.

INTRODUÇÃO	6
CAPÍTULO 1 – FUNDAMENTOS TEÓRICOS DO REGIME DE METAS PARA INFLAÇÃO	8
1.1 – A concepção monetarista do processo inflacionário.	8
1.1.1 – A taxa natural de desemprego.	8
1.1.2 – Expectativas racionais.	11
1.1.3 – O viés inflacionário das Autoridades Monetárias.	13
1.2 – A tese de independência do Banco Central.	15
1.3 – A operacionalização do regime de metas de inflação.	17
1.3.1 – A regra de Taylor.....	19
CAPÍTULO 2 – A IMPLEMENTAÇÃO DO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO NO BRASIL	21
2.1– O contexto histórico.	21
2.1.1. Plano Real.	22
2.1.1. A crise cambial e o abandono da âncora cambial.....	24
2.2– Implementação do regime de inflação	26
CAPÍTULO 3 – DESEMPENHO E AVALIAÇÃO DE UMA DÉCADA DO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO	30
3.1 – O período de dez anos do regime de adoção do regime de metas de inflação.	30
3.1.1 – Período de não cumprimento das metas de inflação (2000 a 2003)	31
Ano de 2000	32
3.1.2 – Período de cumprimento das metas de inflação (2004 a 2010).....	40
3.1 – Avaliação.	46
CONCLUSÃO	50
BIBLIOGRAFIA	52

INTRODUÇÃO

A economia brasileira enfrentou nos anos 80 e início dos anos 90 um processo de descontrole inflacionário, o qual chegava às raias da hiperinflação. Várias tentativas de estabilização fracassaram, até que, em 1994, foi instituído o plano Real, que conseguiu derrotar a alta inflação crônica através da combinação de políticas de austeridade fiscal e desindexação.

Entretanto, no início de 1999, o câmbio foi forçado a flutuar, colocando em risco a estabilidade trazida pelo Real. É neste cenário que o sistema de metas de inflação é adotado pelo Brasil e introduzido de forma gradual. O sistema exigia que o Banco Central perseguisse de forma transparente a meta para inflação determinada pelo Conselho Monetário Nacional, fazendo uso de todas as informações disponíveis e aumentando o grau de transparência na condução de política monetária.

Os primeiros anos do sistema de metas para inflação tiveram dois papéis: o de âncora nominal e o de mecanismo de combate à inflação através da coordenação de expectativas. Com efeito, a política monetária regida pelo sistema de metas de inflação atua com instrumento disciplinador e coordenador de expectativas.

Nos últimos onze anos o sistema de metas para inflação vem se consolidando e se mostrado bastante eficaz, mesmo em momentos de crise. Evidências a esse respeito são oferecidas entre outros, pelo cumprimento das metas para inflação nos últimos seis anos e pela queda das taxa real de juros.

O processo de amadurecimento do regime de metas de inflação, combinado a outros fatores, vem aumentando o poder da política monetária ao longo dos últimos anos, tornando o controle inflacionário mais eficiente e menos custoso, apesar do ritmo mais lento do que o desejável.

Tendo em vista a importância deste sistema monetário para a estabilização econômica brasileira este trabalho objetiva analisar a implantação do regime de metas de inflação. O trabalho está dividido em três capítulos e a conclusão. No primeiro capítulo é apresentado o arcabouço teórico da escola de pensamento novo-clássica que norteia o regime de metas de inflação. Passa-se também a análise da tese de independência do Banco Central, considerada pela teoria novo-clássica como uma possível solução para o problema do viés inflacionário. Por fim é

apresentada a regra de Taylor, instrumento que formaliza o processo de definição da taxa básica de juros. No capítulo 2 é discutido as bases da implementação do regime de metas de inflação no Brasil, destacando o contexto histórico da crise cambial que culminou com o fim do regime de metas cambiais. O terceiro capítulo consiste na análise dos onze anos do regime de metas de inflação. Este período foi dividido em duas sub fases: o período de não cumprimento das metas de inflação (1999 a 2003) e o período de cumprimento do regime de metas (2004 a 2010). A seção final resume e conclui o presente trabalho.

CAPÍTULO 1 – FUNDAMENTOS TEÓRICOS DO REGIME DE METAS PARA INFLAÇÃO

INTRODUÇÃO

No presente capítulo, analisar-se-á a fundamentação teórica do regime de metas de inflação, apoiada no pensamento econômico desenvolvido pela escola novo-clássica. A seção inaugural apresenta o princípio básico da escola capitaneada por Friedman: a inflação é um fenômeno essencialmente monetário.

Com efeito, o objetivo é apresentar o arcabouço teórico da escola de pensamento novo-clássica que norteia o regime de metas de inflação. A base teórica desta escola se apóia no seguinte tripé: (1) taxa natural de desemprego, (2) expectativas racionais e (3) o viés inflacionário. Tais elementos serão examinados nas seções 1.1.1, 1.1.2 e 1.1.3, respectivamente. Nesse sentido, destacam-se as divergências entre a escola monetarista e a novo-clássica, mormente no tocante à formação das expectativas dos agentes econômicos.

Adiante, na seção 1.2., passa-se a análise da tese de independência do Banco Central, a qual é considerada pela teoria novo-clássica como uma possível solução para o problema do viés inflacionário.

Finalmente, dedica-se a última seção do capítulo à operacionalização do regime de metas de inflação, perpassando o estudo da regra de Taylor.

1.1 – A concepção monetarista do processo inflacionário

1.1.1 – A taxa natural de desemprego

A hipótese da existência da taxa natural de desemprego é um dos axiomas fundamentais da escola novo-clássica. Ela representa o equilíbrio do mercado de trabalho quando este não está sobre os efeitos da política monetária. Portanto, a taxa natural de desemprego incorpora apenas as características estruturais e institucionais do mercado de trabalho. O termo natural foi

utilizado por Friedman no sentido *Wickselliano*. Nos termos do autor: “*I use the term “natural” for the same reason Wicksell did – to try to separate the real forces from monetary forces*”¹.

Quando a taxa natural de desemprego é igual à taxa corrente de desemprego podemos afirmar que este é um ponto de equilíbrio, no qual os agentes têm as suas preferências plenamente satisfeitas. Assim, apenas vigorariam os desempregos friccional e voluntário.

O desemprego friccional é caracterizado pelo tempo necessário para os trabalhadores procurarem emprego ou se deslocarem de um emprego para o outro. Isso porque o fluxo de informações sobre candidatos a trabalhadores e postos de trabalho nem sempre é perfeito. A busca por um emprego adequado leva tempo e esforço e, em alguns casos, conduz inclusive à mobilidade geográfica.

O desemprego voluntário ocorre quando os trabalhadores optam pelo desemprego por considerarem insuficiente o salário real que lhes é oferecido. Para esses trabalhadores tanto as horas livres de lazer como os bens e serviços adquiridos com o salário proporcionam satisfação. Sendo assim, quando existe uma preferência pelo lazer, estes indivíduos optam pelo desemprego, daí a sua caracterização como voluntário.

Uma definição simplificada da taxa natural de desemprego é dada por Friedman:

“The “natural rate of unemployment”, in other words, is the level that would be ground out by the Walrasian system o general equilibrium equations, provided there is embedded in them the actual structural characteristics of the labor and commodity markets, including market imperfections, stochastic variability in demands and supplies, the cost of gathering information about the job vacancies and labor availabilities, the cost of mobility, and so on.” (FRIEDMAN, 1968, p.8)

O modelo clássico incorpora também a hipótese de flexibilidade de preços, o que garante a propriedade de estabilidade, isto é, a convergência da taxa corrente de desemprego para a taxa natural. Dessa forma, para os monetaristas, a taxa natural exclui o desemprego involuntário, que ocorre quando os indivíduos estão dispostos a trabalhar, mas não encontram postos disponíveis ao salário vigente.

Essa convergência é garantida, pois:

(i) caso haja um excesso de oferta de trabalho, o salário (nominal) se reduz até o nível (de equilíbrio) em que a quantidade demandada se iguala à oferta; (ii) caso haja um excesso de demanda por trabalho, o salário (nominal) se eleva até o nível de (equilíbrio)

¹ FRIEDMAN (1968, p. 9)

em que a quantidade demandada de trabalho se iguala à ofertada.(MODENESI, 2005, p.58)

É importante destacar que a taxa natural de desemprego não é imutável. Friedman deixou claro em seu artigo *Roles of Monetary Policy* (1968) que muitas das características que a determinam são afetadas por políticas econômicas ou pela ação humana, uma vez que as preferências dos agentes podem mudar ao longo do tempo.

Merece destaque a introdução do conceito de taxa de desemprego natural, a qual segundo os monetaristas mantém estável a inflação. Para eles existe um *trade-off* – apenas temporário –, entre inflação e emprego.

Segue abaixo a equação que demonstra a relação entre emprego e inflação.

$$U_t = U_n - (1/\alpha) (P_t - P_t^e) \quad \alpha > 0 \quad (1)$$

A equação (1) representa a curva de Phillips na versão de Friedman e Phelps. A diferença entre esta versão e a curva de Phillips original é a inclusão das expectativas inflacionárias, que segundo Friedman não eram estáveis, e sim adaptativas. Isto significa que os agentes antecipam e formam suas expectativas com base em informações passadas. Esta formação de expectativas também é conhecida como *backward looking*. Podemos notar que quando a expectativa de inflação no período t for igual ao período t-1, a taxa de desemprego será igual à taxa natural.

A redução do desemprego só será observada quando a expectativa de inflação não for realizada, ou seja, quando houver um erro na formação das expectativas. Portanto se $(P_t - P_t^e)$ for um termo positivo, então o desemprego será menor que taxa natural.

Isto acontece, por exemplo, quando as autoridades monetárias aumentam a oferta de moeda, permitindo o aumento do salário nominal oferecido pelos empresários. Os trabalhadores que estavam desempregados voluntariamente pensarão que esse aumento do salário esperado gerará mais satisfação do que as horas de lazer. Assim, aceitará trabalhar pelo novo salário, diminuindo a taxa de desemprego.

Entretanto, na concepção monetarista, toda expansão monetária leva a um aumento de igual proporção no nível de preços. Como os trabalhadores formam suas expectativas com base nos preços passados e, tendo em vista que no passado os preços estavam constantes, o salário

nominal será inferior ao salário real, pois a expansão do estoque de moeda fará com que ocorra um aumento dos preços.

Dessa forma, no momento em que os trabalhadores perceberem a elevação dos preços a ilusão monetária será desfeita e os trabalhadores voltarão ao desemprego voluntário, já que o nível de satisfação será maior. A taxa de desemprego retornará, portanto, ao mesmo nível da taxa natural.

Em resumo, para que a taxa de desemprego seja menor que a taxa natural é necessário que os trabalhadores sejam constantemente iludidos. Para tanto, os trabalhadores deverão subestimar a inflação futura de forma permanente. Segundo Friedman, a única forma de manter a taxa de desemprego constantemente abaixo da taxa natural é através de um processo de aceleração da inflação.

A grande crítica dos novo-clássicos ao modelo de Friedman é a forma como os trabalhadores formam suas expectativas. Para os novo-clássicos, os agentes não cometem erros de forma sistemática, uma vez que eles formam suas expectativas de forma racional, com base em todas as informações obtidas até o momento. Esta crítica ficou conhecida como a crítica de Lucas, um dos principais economistas desta escola.

1.1.2 – Expectativas racionais

A hipótese de expectativas racionais passou a ser incorporada a modelos macroeconômicos em meados da década de setenta pela escola novo-clássica. Com efeito, a assimilação das expectativas racionais caracterizou uma grande ruptura com o pensamento econômico até então vigente.

Ao supor a racionalidade dos agentes econômicos, o modelo novo-clássico torna-se um modelo de equilíbrio contínuo – mesmo no curto prazo –, pois diferentemente da versão de Friedman os agentes formam suas expectativas de forma racional e tentam sempre maximizar sua função objetivo. Com isso, não há espaço no modelo novo-clássico para ilusões monetárias, nem mesmo no curto prazo.

Robert E. Lucas Jr é o principal expoente da escola novo-clássica, pois introduziu o conceito de expectativas racionais, formulado por John Muth (1981), nos modelos de análise

econômica. Em 1995, Lucas foi laureado com o Premio de Ciências Econômicas em Memória de Alfred Nobel pela sua grande contribuição no desenvolvimento e aplicação da hipótese das expectativas racionais, ajudando a aprofundar a área de pesquisa macroeconômica.

Segue abaixo o modelo de Lucas, representado por duas equações: (1) a curva de Phillips na versão de Friedman e Phelps; e (2) a formalização da hipótese das expectativas racionais:

$$P_t = \alpha (U_n - U_t) + P_t^e, \alpha > 0$$

$$P_t^e = E(P_t | I_t).$$

A expectativa de inflação (P_t^e) é igual à esperança matemática da inflação no período t (P_t), condicionada ao conjunto de informações disponíveis no período t (I_t). A crença na atuação racional dos agentes econômicos não garante que a expectativa de inflação seja sempre igual à inflação realizada. Isso porque, apesar de fundamentarem suas expectativas em um conjunto de informações disponíveis, as flutuações econômicas resultam de erros expectacionais decorrentes de choques aleatórios. E choques não fazem parte do conjunto de informações disponíveis aos agentes econômicos.

Sendo assim, mesmo os agentes racionais estão expostos a erros de natureza expectacional. Contudo, na visão de Lucas, esses erros não significam que haja ilusão monetária, dado que os agentes maximizam a utilização de toda informação disponível, sendo capazes de reformularem suas expectativas, evitando erros sistemáticos. Para Lucas, na média, as expectativas de inflação coincidem com a inflação efetiva, já que os erros são de caráter aleatório, possuindo média zero e variância mínima.

Em suma, ainda que haja erros expectacionais, o mercado estará em posição de equilíbrio no sentido de Pareto², pois os erros não fazem parte do conjunto de informações disponíveis. No modelo de Lucas não há ilusão monetária, nem mesmo no curto prazo, pois o mercado está constantemente em equilíbrio. Com efeito, Lucas afirma que:

“[...] todas as formas de “ilusão monetária” são rigorosamente excluídas: todos os preços são de equilíbrio, todos os agentes se comportam de maneira ótima com relação aos seus objetivos e expectativas, e as expectativas também são formadas de maneira ótima.” (LUCAS, 1972:103, *apud* MODENESI, 2005, p.58).

² O equilíbrio no sentido de Pareto significa que não existe nenhum modo de melhorar a situação de algum grupo de pessoas sem piorar a de outro grupo. Este termo alude ao economista Vilfredo Pareto (1848 – 1923), um dos primeiros a examinar as implicações do conceito de eficiência. (VARIAN, 1992, p. 15)

A economia novo-clássica propõe, portanto, a ineficácia da política monetária em afetar as variáveis reais da economia. Os autores novo-clássicos negam a existência de um *trade-off* entre inflação e desemprego, pois, de acordo com a hipótese das expectativas racionais, o mercado encontra-se constantemente em equilíbrio. Em razão disso, essa escola advoga a não utilização da política monetária com o objetivo de causar inflação surpresa, de modo a afetar as variáveis reais (leia-se produto e emprego), pois apenas criariam um ambiente de incerteza e de expectativas inflacionárias nervosas.

1.1.3 – O viés inflacionário das Autoridades Monetárias

Como demonstrado nos tópicos anteriores, a racionalidade dos agentes econômicos e a concepção da taxa natural de desemprego implicam na incapacidade da política monetária de afetar as variáveis reais. Entretanto, existe um viés inflacionário intrínseco das autoridades monetárias, que as motivam a implementar políticas discricionárias inconsistentes com o equilíbrio determinado pela taxa natural de desemprego.

No curto prazo existe uma obliquidade por parte das autoridades monetárias em gerar inflação surpresa, com o objetivo de reduzir o desemprego e elevar o nível de bem-estar social. Assim, o Banco Central, sob pressões políticas, pode reagir a um aumento da taxa de desemprego com um corte drástico da taxa de juros, ignorando a possibilidade de um ajuste natural, antes mesmo que os efeitos da política monetária sejam observados.

Isso porque existe uma defasagem entre os efeitos da política econômica discricionária e o horizonte de curto prazo das autoridades monetárias. Na literatura este problema ficou conhecido como a inconsistência temporal da política monetária e foi originalmente desenvolvido por Kydland e Prescott (1977). Segundo esses autores, as políticas discricionárias não só sofrem de inconsistência temporal, como também perdem credibilidade, afetando a reputação dos formuladores de política econômica.

Kydland e Prescott consideram que políticas discricionárias são totalmente inócuas, uma vez que os agentes econômicos antecipam as decisões do *policymaker*, no sentido de formarem suas expectativas de forma racional. Para os autores, não é razoável supor que o Banco Central

seja capaz de ludibriar constantemente os agentes econômicos, pois no momento em que os agentes percebem o viés inflacionário das autoridades monetárias, eles corrigem suas expectativas de inflação, demandando um ajuste salarial³.

Em suma, os gestores de política econômica são motivados por interesses políticos a flexibilizar a política monetária, com o intuito de estimular a atividade econômica e criar mais empregos. Alguns políticos julgam ser mais valioso um resultado sobre a atividade econômica imediato, mas passageiro, do que a própria credibilidade das regras de política monetária.

Portanto, políticas econômicas orientadas em manter constantemente o pleno emprego provocam efeitos apenas transitórios sobre a atividade econômica, mas os custos são permanentes (inflação alta). Tal como exposto anteriormente, a política monetária apenas consegue afetar o nível de preços, mas não as variáveis reais da economia.

A solução proposta pelos novo-clássicos para impedir a discricionariedade na condução de política monetária consiste na formulação de regras e arranjos institucionais que garantam a autonomia do banco central perante as autoridades políticas. Com isso, tornar-se-ia possível conter o viés inflacionário e assegurar a credibilidade das regras monetárias.

Segundo Kydland e Prescott (1977), o único papel cabível ao banco central é o de guardião da estabilidade do nível de preços, pois políticas discricionárias se mostram inócuas sobre as variáveis reais:

“The standard policy prescription is to select that policy which is best, given the current situation. This may seem reasonable, but for the structure considered, which we argue is a plausible abstraction of reality, such policy results in excessive rates of inflation without any reduction in unemployment. The policy of maintaining price stability is preferable.” (KYDLAND, PRESCOTT, 1977, p. 477).

Sendo assim, de modo a permitir que o Banco Central seja capaz de realizar sua tarefa de controle de metas monetárias, é preciso que ele seja independente. Dentre a vasta literatura de defesa da tese de independência do Banco Central destacam-se os trabalhos de Rogoff e Walsh, a serem discutidos na próxima seção.

³ KYDLAND, PRESCOTT (1977, p. 474)

1.2 – A tese de independência do Banco Central

A tese de independência do Banco Central é, para os novo-clássicos, a solução do viés inflacionário das autoridades formuladoras de política econômica. Essa tese ganhou mais evidência a partir de 1990, quando alguns países passaram a incorporar, institucionalmente, a autonomia do Banco Central. Segundo Modenesi (2005, p. 178) essa tese se fundamenta em dois pilares: i) aceitação da existência do viés inflacionário na condução de política monetária e ii) a evidência empírica favorável à existência de uma correlação negativa entre o grau de independência do Banco Central e a taxa de inflação.

Como destacou Cukierman⁴ (1994):

“O viés inflacionário pode ser eliminado pelo pré-comprometimento a se adotar uma política monetária que vise a alcançar a estabilidade de preços ou uma reduzida taxa de inflação. Uma maneira de implementar esse comprometimento na prática é dar suficiente independência ao Banco Central e obrigá-lo, por lei ou outros meios, a buscar a estabilidade de preços, mesmo que isso implique colocar em segundo plano os demais objetivos [da política monetária]”(CUKIERMAN, 1994:1438, *apud* MODENESI, 2005, p.179).

Percebe-se, portanto, a importância do compromisso do Banco Central em perseguir a estabilidade de preços, pois dessa forma não só se elimina o viés inflacionário como também garante a credibilidade da política monetária.

Fisher (1995, p. 201-203) ressalta dois modelos propostos para a independência do Banco Central. Primeiro o do K. Rogoff (1985)⁵ que defende a independência tanto de instrumentos como de objetivos. Neste modelo o Banco Central tem liberdade de estabelecer metas quantitativas para inflação como também os instrumentos necessários para atingir essa meta. Além disso, defende que o presidente do Banco Central seja mais avesso à inflação do que a média da sociedade, para garantir a mínima perda de bem-estar social.

O segundo modelo é de C. Wash (1995), em que o Banco Central tem apenas a independência de instrumentos. Wash sugere que seja criada uma meta de inflação, por meio de contrato entre o Governo e o Banco Central, que deve ser alcançada e caso não haja o cumprimento da mesma, o presidente do Banco Central fica sujeito a penalização. Esta é uma

⁴ CUKIERMAN (1994)

⁵ ROGOFF (1985)

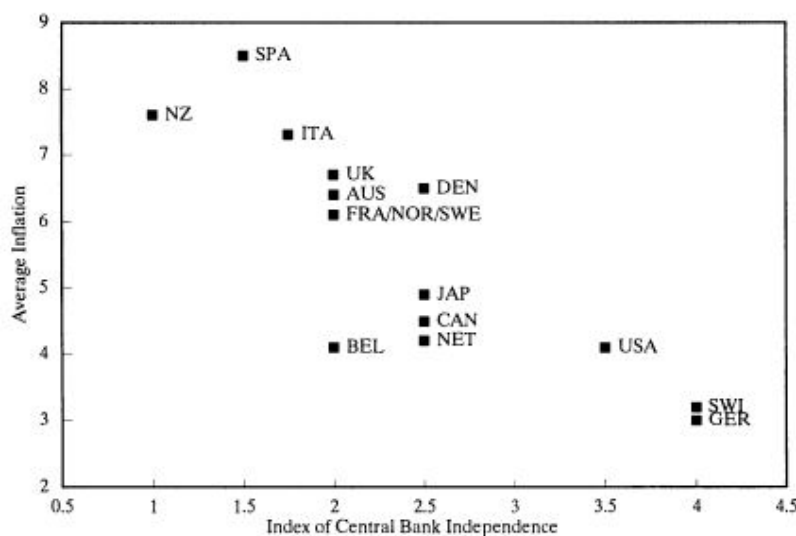
forma de internalizar os custos para que as autoridades monetárias não incorram no viés inflacionário.

Segundo os adeptos da tese de independência do Banco Central o modelo de Wash tem sido considerado o mais consistente, pois, o presidente por mais avesso que seja com relação à inflação pode ser influenciado de maneira subjetiva, já que o mesmo pode se mostrar avesso à inflação apenas para garantir sua eleição. Já o modelo proposto por Wash, limita as ações dos gestores de política econômica, pois estabelece uma meta de inflação contratual e impõe sanções caso a inflação ultrapasse o nível ótimo estipulado.

Os trabalhos empíricos apresentados por Curkierman, Neyapti e Webb (1992) e por Alesina e Summers (1993), estabelecem correlações negativas entre o grau de independência do banco central e taxas de inflação, conforme indicada no Gráfico 1. O objetivo desses trabalhos foi quantificar o nível de independência do Banco Central e criar um respaldo empírico.

Em suma, IBC tem um significado importante para a condução de política monetária. Pois coloca como principal objetivo do Banco Central o cumprimento de metas estabelecidas. Impossibilitando, portanto, o viés inflacionário, e garantindo a credibilidade e reputação da política monetária adotada.

Gráfico 1 – Correlação entre Índice de Inflação Média e Índice de independência do Banco Central



Fonte: Alesina e Summers (1993)

1.3 – A operacionalização do regime de metas de inflação

Visto que o presente trabalho pretende expor o regime de metas de inflação, faz-se necessário, portanto, discorrer sobre os principais aspectos que balizam o *modus operandi* deste regime. Segundo Bernanke e Mishkin (1997), apesar de alguns países terem adaptado o sistema de metas de inflação, de acordo com a estrutura econômica local, pode-se, de forma empírica generalizar alguns aspectos como sendo determinísticos ao regime de metas de inflação.

O primeiro elemento básico é o compromisso institucional com a estabilidade de preços e o anúncio público das metas oficiais de inflação, ou bandas de variação. Em alguns casos a meta de estabilidade de preços pode ser acompanhada pelo objetivo de estabilidade de produto, desde que a estabilidade de preços não seja abalada. No caso dos Estados Unidos, por exemplo, o Federal Reserve possui um mandato dual, ao qual fica a cargo do Banco central americano assegurar a estabilidade de preço e garantir o máximo de emprego na economia.

Segundo Bernanke e Mishkin, a busca por esses dois objetivos não seria incoerente do ponto de vista teórico. No médio e longo prazo eles admitem a neutralidade da moeda, mas no curto prazo, diferentemente dos novos clássicos, seria possível afetar as variáveis reais da economia como produto e emprego. Isto não significa dizer que estes autores aceitam a utilização da política monetária de forma discricionária, pois reconhecem que o uso indiscriminado da política monetária pode provocar desequilíbrio no médio e longo prazo. Para eles, o regime de metas de inflação deveria ser interpretado não como uma regra, mas sim como um instrumento que permite a política monetária uma espécie de discricção restrita, limitada pelo anúncio da meta de inflação a ser perseguida pelas autoridades monetárias.

“We would go farther and say that the traditional dichotomy of monetary policy strategies into rules and discretion is itself misleading. In particular, there exist useful policy strategies that are “rule-like”, in that by their forward-looking nature they constrain central banks from systematically engaging in policies with undesirable long-run consequences; but which also allow some discretion for dealing with unforeseen or unusual circumstances. These hybrid or intermediate approaches may be to subject the central bank to “constrained discretion.” We argue below that inflation targeting should be viewed in this way, rather than a rigid policy rule.” (BERNANKE; MISHKIN, 1997, p. 9-10.)

Um das características que fazem do regime de metas de inflação não uma regra e sim um sistema de condução de política monetária flexível é a adoção não de um único número para a meta e sim de um intervalo de tolerância. Além disso, o Banco central deve explicitar qual é o horizonte relevante para o qual a inflação irá convergir para a meta.

Sendo assim é possível acomodar os choques de oferta no curto prazo, não comprometendo a credibilidade do regime. Como destacou Blanchard:

“Few central banks, if any, cared only about inflation. Most of them practiced “flexible inflation targeting,” the return of inflation to a stable target, not right away, but over some horizon. Most of them allowed for shifts in headline inflation, such as those caused by rising oil prices, provided inflation expectations remained well anchored.” (BLANCHARD. O; GIOVANNI. D; PAOLO. M. 2010, p. 5)

A comunicação do Banco Central com os analistas de mercado e o público em geral é de extrema importância, pois promove a disciplina, responsabilidade e transparência da política monetária. Por isso que a política monetária deve ser operacionalizada por um Banco Central independente, para evitar a inconsistência intertemporal e assegurar o equilíbrio de longo prazo. (Kydland; Prescott, 1977). A tese de independência do Banco Central atua como um dos limites a possível flexibilização indiscriminada do regime de metas de inflação.

Outro aspecto importante a ser considerado é a aceitação, pelas autoridades monetárias, que o principal instrumento de política macroeconômica, sob o regime de metas de inflação, é a política monetária. A política fiscal não seria muito eficiente, pois, segundo Mishkin: “*monetary policy moves first and dominates, forcing policy to align with monetary policy*” (Mishkin, 2000, p. 4).

Atualmente, as principais economias que adotam o regime de metas de inflação utilizam a política monetária, isto é, ajustes na taxa de juros, como principal instrumento de política econômica. Entretanto, depois da crise de 2008, o economista Oliver Blanchard fez grande críticas pelo que ela chama “*What we thought we knew*”, isto é, o papel secundário dado a política fiscal. Leciona Blanchard:

“[...] we thought of monetary policy as having one target, inflation, and one instrument, the policy rate. So long as inflation was stable, the output gap was likely to be small and stable and monetary policy did its job. We thought of fiscal policy as playing a secondary role, with political constraints sharply limiting its de facto usefulness”. (BLANCHARD. O; GIOVANNI. D; PAOLO. M. 2010, p. 4)

Outro aspecto operacional relevante é a adoção de um sistema de taxa de câmbio flutuante. Um país que adote a taxa de câmbio como ancora nominal perde a capacidade de executar uma política monetária independente, pois passa a depender do comportamento das reservas internacionais, ficando, portanto, prisioneiro do setor externo. Além disso, a economia se torna mais vulnerável a choques externos e sujeita a ataques especulativos contra sua moeda.

1.3.1 – A regra de Taylor

A regra de Taylor formaliza o processo de definição da taxa básica de juros. Trata-se de uma regra de reação que sintetiza os procedimentos operacionais do Banco Central, em linha com os pressupostos básicos do regime de metas de inflação. É uma regra de feedback, que relaciona (positivamente) a taxa básica de juros ao hiato do produto e ao desvio da inflação com relação a uma meta.

John Taylor (1993) propôs a seguinte função de reação:

$$\dot{i}_t = \alpha_1 + \alpha_2 (\pi_{t-1} - \pi^*) + \alpha_3 y_t \quad (1)$$

$$\alpha_1 = \pi_{t-1} + \dot{i}^-$$

Em que:

\dot{i}_t = taxa básica de juros (*Fed funds rate*);

\dot{i}^- = taxa de juros real (de equilíbrio) de longo prazo;

π_{t-1} = taxa de inflação (acumulada nos últimos quatro trimestres);

π^* = meta da taxa de inflação; e

y_t = desvio (percentual) do PIB real em relação ao potencial; isto é, $y_t = 100\{(\text{PIB}_t - \text{PIB}^*)/(\text{PIB}^*)\}$.

Taylor considerou a taxa de crescimento do PIB potencial dos Estados Unidos igual a 2.2%, tomando como base o período entre o primeiro trimestre de 1884 e o terceiro trimestre de

1992, e uma meta de inflação de 2%. Além disso, os coeficientes, α_2 e α_3 , foram determinados por Taylor de forma totalmente arbitrária, entretanto, são compatíveis com a trajetória da taxa de juros efetiva entre os anos de 1987 e 1992. Este resultado foi surpresa até mesmo para Taylor: *“What is perhaps surprising is that this rule fits the actual policy performance during the last few years remarkably well”*.

Considerando que α_2 e α_3 são ambos iguais a 0.5 p.p e substituindo a função (1) pelos parâmetros utilizados por Taylor teremos:

$$i_t = \pi_{t-1} + 2 + 0.5 (\pi_{t-1} - 2) + 0.5y_t \quad (2)$$

Segundo esta regra a política monetária deve reagir não só aos desvios da inflação em relação meta, mas também ao hiato do produto. Svensson (2004) é um dos críticos a utilização desta regra para condução de política monetária, pois existe a possibilidade de indeterminação real. Isto ocorre quando o aumento da taxa de juros nominal em resposta ao aumento da inflação esperada não é suficiente para elevar a taxa de juros real, e com isso a política monetária seria ainda expansionista, pois a taxa de juros real estaria abaixo da taxa de juros de equilíbrio.

CAPÍTULO 2 – A IMPLEMENTAÇÃO DO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO NO BRASIL

INTRODUÇÃO

O capítulo apresenta as bases da implementação do regime de metas de inflação no Brasil. A seção 2.1 tratará do contexto histórico quando da introdução do novo regime, bem como dos antecedentes da crise cambial de 1998/1999 e do abandono da âncora nominal. A seção 2.2 abordará a adoção do sistema no ano de 1999, culminando em um balanço do regime naquele ano.

2.1– O contexto histórico

Nos anos oitenta e início da década de noventa, a economia brasileira enfrentou um intenso processo de descontrole inflacionário, o qual atingiu níveis extremos de hiperinflação. Várias tentativas de estabilização fracassaram até que, em 1994, foi instituído o Plano Real, que conseguiu derrotar a inflação através da combinação de políticas de austeridade fiscal e desindexação.

Entretanto, no início de 1999, o câmbio foi forçado a flutuar, colocando em risco a estabilidade trazida pelo Real. É neste cenário que o sistema de metas de inflação é adotado pelo Brasil e introduzido de forma gradual. O sistema exigia que o Banco Central perseguisse, de forma transparente, a meta para a inflação determinada pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), fazendo uso de todas as informações disponíveis e estimulando sempre o debate público.

Os primeiros anos do sistema de metas para inflação tiveram dois papéis: o de âncora nominal e o de mecanismo de combate à inflação, através da coordenação de expectativas.

2.1.1. Plano Real

O Plano FHC foi anunciado em 7 de dezembro de 1993, dividindo-se em três fases sucessivas: o ajuste fiscal, a reforma monetária e a adoção de uma âncora cambial.

A primeira fase de ajuste fiscal perdurou de 7 de dezembro de 1993 a 28 de fevereiro de 2004, ocupando-se da criação de condições fiscais mais adequadas para a posterior adoção da nova moeda. Assim, o objetivo dessa etapa era controlar o desequilíbrio orçamentário do Estado, construindo um novo regime fiscal para o país.

Nesse interregno, merece destaque à intervenção e aprovação do Fundo Social de Emergência (FSE). O Fundo permitiu ao Governo executar cortes em seu orçamento no ano de 1994, além de dar maior flexibilidade na utilização dos seus recursos e um maior controle no seu fluxo de caixa. O objetivo era minorar os custos sociais oriundos do processo de estabilização. No entanto, a experiência revela que o instrumento foi utilizado para aumentar a liberdade de manipulação dos gastos públicos no interior do orçamento, tendo sido rebatizado de Fundo de Estabilização Fiscal (FEF) ⁶.

Além disso, outras medidas foram adotadas para a obtenção do reajuste fiscal, a saber, a renegociação das dívidas dos estados e municípios com a União e a proibição de emissão de títulos públicos para criar dívida nova.

Segundo Luiz Filgueiras, “a primeira parte do plano se propôs a construir a chamada ‘âncora fiscal’ dos preços, isto é, procurou garantir aos diversos agentes econômicos que o Governo só gastaria o que arrecadasse” .

A segunda fase do Plano iniciou-se em 1º de março, a partir da criação da Unidade de Referência de Valor – URV. A URV consistia em um índice de inflação, cuja variação em cruzeiros reais era definida a partir de uma “banda” formada por três outros índices: o IGP-M, da Fundação Getúlio Vargas, o IPCA, do IBGE, e o IPC, da FIPE/USP. Sobre a URV discorre Luiz Filgueiras nos seguintes termos:

“... a URV foi muito mais do que um ‘superindexador’, ela foi o embrião da nova moeda, ou uma espécie de moeda incompleta, pois, embora não se constituísse, ainda, em meio de pagamento e reserva de valor, cumpriu uma das três funções de qualquer moeda, qual seja: a de ser unidade de conta. (FILGUEIRAS, 2006, p. 104).

⁶ FILGUEIRAS (2006, p. 102)

A URV realizou a transição entre moedas, “transformando-a num processo no qual a nova moeda, antes de existir como meio de pagamento, já existia como unidade de conta”⁷. Dessa forma, no lugar da criação de duas moedas, buscou-se separar as duas funções da mesma moeda.⁸ A URV alinharia preços relativos, permitindo que a nova moeda não fosse contaminada pela inflação passada.

Finalmente, a terceira etapa do Plano consistiu na adoção do regime monetário de metas cambiais. Nesse contexto, explicitou-se a âncora cambial, com a fixação da taxa de câmbio em U\$1 = R\$ 1 pelo Banco Central⁹.

No Brasil, após um longo período de convivência com taxas de inflação elevadas, as expectativas de inflação haviam-se tornado elásticas, isto é, sensíveis aos mais variados acontecimentos. Conseqüentemente, prejudicando a condução de política monetária. Sendo assim, a adoção de uma âncora nominal era de extrema importância para o estabelecimento de um padrão de referência que coordenasse a formação de preços e expectativas.¹⁰

A estabilidade de preços ficou condicionada em grande parte a forte concorrência exercida pelos produtos importados, isto porque a terceira fase também foi marcada pela maior grau de abertura da economia brasileira. Assim os setores produtivos domésticos enfrentavam forte restrição na livre formação dos preços.

Apesar do sucesso do regime de metas cambiais no combate a inflação, ele também apresentou graves problemas. Cabe destacar o fato de ter sido utilizado por um período de tempo prolongado e não como um estágio na busca pela estabilidade de preços.¹¹

Tal estratégia cobrava um alto preço da economia brasileira, pois a política de juros excessivamente elevados, para atrair capitais internacionais, aumentava de forma rápida a dívida líquida do setor público como proporção do PIB, comprometendo o regime de metas cambiais, que se apoiava no pressuposto de austeridade fiscal.

Em resumo podemos concluir que o Plano Real foi bem sucedido no combate inflacionário. Entretanto esta conquista apresentou um custo muito alto, o PIB cresceu uma taxa média de 3% e a dívida líquida do setor público aumentou 40% entre 1994 e 1998.¹²

⁷ FILGUEIRAS (2006, p. 105)

⁸ FRANCO, p. 36 *apud* FILGUEIRAS 2006, p. 105.

⁹ FILGUEIRAS (2006, p. 108)

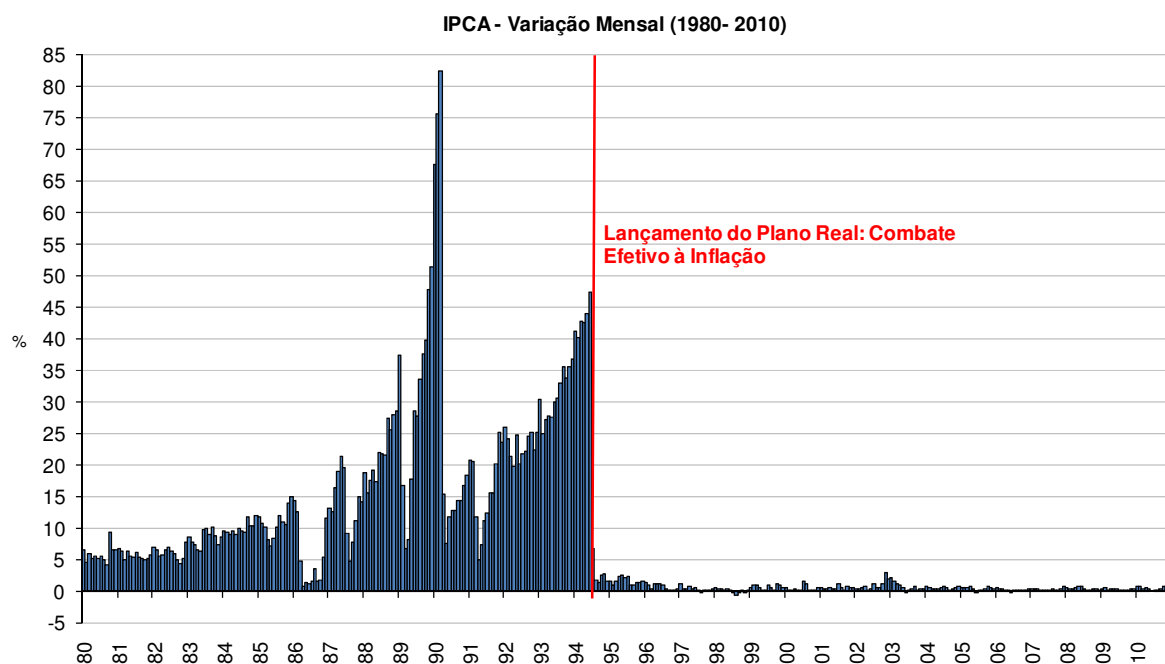
¹⁰ MODENESI (2005, p. 308 – 312)

¹¹ MODENESI (2005, p. 349)

¹² MODENESI (2005, p. 297)

. O regime de metas cambiais foi abandonado no início de 1999, quando a crise cambial expôs os elevados déficits no balanço de pagamentos. Este período também ficou marcado pelo fim da implementação do Plano Real e a substituição do regime de metas cambiais pelo regime de metas de inflação.

GRAFICO 2 - Lançamento do Plano Real: Combate efetivo a inflação



2.1.2. A crise cambial e o abandono da âncora cambial

O regime monetário de metas cambiais foi adotado pelo Brasil em meados de 1994, tendo sido bem sucedido no combate inflacionário até a crise cambial de 1999. Segundo Modenesi, o grande problema do regime monetário de metas cambiais foi a sua utilização por um período demasiado longo, no qual o uso da âncora cambial foi transformado em “estratégia quase permanente de condução de política monetária”¹³.

¹³ MODENESI (2005, p. 349)

De fato, temia-se que a desvalorização cambial gerasse um impacto sobre os preços, ocasionando um repique inflacionário. Por tais razões, a economia caminhava a passos lentos para um sistema de maior flutuação¹⁴, o que foi criticado por muitos economistas.¹⁵

O sistema cambial era mantido por meio da prática de altas taxas de juros, de modo a atrair capitais externos e, assim, garantir o financiamento do balanço de pagamentos e a manutenção das reservas internacionais. Dessa forma, a atuação do Banco Central se deu através de duas frentes: (i) intervenções no mercado cambial, especialmente por meio dos “leilões de *spread*”; e, (ii) política monetária excessivamente restritiva, mantendo a taxa SELIC em níveis elevados.

No entanto, a manutenção de juros excessivamente elevados acarretou o aumento explosivo da dívida pública, o que ia de encontro à política de austeridade fiscal preconizada pelos proponentes do regime monetário de metas cambiais¹⁶. Nesse sentido, assevera André Modenesi:

“Em suma, a flexibilização cambial se tornara uma necessidade ainda mais urgente em face do forte desequilíbrio fiscal, que era exacerbado pela adoção de política monetária excessivamente restritiva, imposta, por sua vez, pela manutenção do próprio regime monetário de metas cambiais.” (MODENESI, 2005, p. 352)

As condições internacionais de liquidez e a política monetária restritiva asseguraram os volumes robustos de reservas internacionais. Em abril de 1998, as reservas internacionais atingiram o maior nível mensal desde a implementação do Plano Real, perfazendo um montante de US\$ 26 bilhões¹⁷.

Entretanto, a partir de meados de 1998, torna-se crescente a desconfiança do mercado financeiro quanto à viabilidade da manutenção das metas cambiais. Como consequência, a demanda por moeda estrangeira cresceu significativamente, o que forçou o Banco Central a vender volumes cada vez maiores de reservas internacionais para manter a taxa de câmbio dentro do teto da banda de flutuação do real¹⁸.

A ampliação do piso e do teto da banda cambial evidenciou o processo de flexibilização do sistema cambial, cujo marco foi à substituição de Gustavo Franco por Francisco Lopes na

¹⁴ MODENESI (2005, p. 351)

¹⁵ BATISTA JR., 2000 *apud* MODENESI, 2005, p. 350.

¹⁶ MODENESI (2005, p. 350 - 352)

¹⁷ MODENESI (2005, p. 354)

¹⁸ MODENESI (2005, p. 355-356)

presidência do Banco Central. No entanto, as mudanças foram insuficientes em face da gravidade da situação cambial da economia brasileira. A âncora cambial teve de ser abandonada em razão do declínio acentuado do volume de reservas internacionais do país, tornando inviável a manutenção da sobrevalorização do real. Assim, em 15 de janeiro de 1999, o Banco Central se absteve de intervir no mercado cambial, permitindo que a taxa de câmbio fosse fixada livremente.

A crise cambial marcou o fim da implementação do Plano Real e o início de um novo sistema de estabilização de preços, cujo principal instrumento seria a taxa de juros.

2.2 – Implementação do regime de metas de inflação

Durante a implementação do plano Real, a política monetária foi conduzida com o objetivo de controlar o volume de reservas internacionais. Isto porque o Brasil passou a utilizar o câmbio como âncora nominal, o que assegurou uma excessiva rigidez da política monetária.

No entanto, perante a crise cambial desencadeada a partir do colapso dos países asiáticos (1997) e da moratória russa (1998), a vulnerabilidade brasileira a choques externos veio à tona, deixando o Brasil em meio a uma crise de confiança. Associa-se a isso a deterioração fiscal provocada por uma política gradualista de reforma estrutural das contas públicas.

Em resposta à crise, as autoridades anunciaram medidas fiscais com o fito de assegurar uma trajetória sustentável do superávit fiscal, a qual estabilizasse a relação dívida/PIB. Além disso, foi firmado um acordo com o FMI na ordem US\$ 41 bilhões, o que reforçava o compromisso com o equilíbrio fiscal. Porém, a não aprovação pelo Congresso Nacional de medidas importantes para o ajuste no segundo semestre de 1998 (como a contribuição previdenciária de servidores públicos ativos e inativos), bem como a moratória mineira decretada por Itamar Franco em janeiro de 1999, colocaram dúvidas sobre o esforço fiscal.

Apesar do acordo firmado com o FMI, o sistema de taxa de câmbio fixo provocava enorme pressão sobre as reservas internacionais, em razão da contínua fuga de capitais. Na segunda semana de janeiro de 1999, as reservas internacionais atingiram um nível próximo ao limite mínimo de US\$ 20 bilhões, estabelecido pelo Memorando Técnico de Entendimentos,

firmado entre o Brasil e o Fundo Monetário. Assim, no final de janeiro, o Banco Central do Brasil viu-se obrigado a permitir a flutuação do Real.

Com tal alteração do regime cambial, o efeito sobre as expectativas de inflação foi quase imediato. A preocupação girava em torno da possível influência da desvalorização do Real sobre a inflação, o que levou o Banco Central a buscar outra âncora nominal, com o intuito de resguardar a estabilização econômica trazida pelo plano. Foi neste contexto que o sistema de metas de inflação foi introduzido no Brasil.

Segundo Armínio Fraga:

“A adoção do sistema foi fruto de um processo de exclusão de alternativas tais como uma volta ao câmbio fixo ou administrado (que nunca durou muito), a criação de uma caixa de conversão como da Argentina (um rígido “currency board”), a introdução de metas monetárias (notoriamente instáveis) ou a simples condução de política monetária sem metas explícita para inflação” (FRAGA, 2009, p. 2)

De modo a impedir que a desvalorização cambial contaminasse o nível geral de preços, o Comitê de Política Monetária (COPOM) adotou uma política bastante restritiva. Com o objetivo de sinalizar o firme compromisso com a estabilização econômica, o COPOM decidiu pela elevação da taxa de juros em 6 (seis) pontos percentuais para 45% a.a. Entretanto, foi introduzido um viés de baixa, isto é, o comitê poderia reduzir a taxa de juros independente da reunião do COPOM, na medida em que o processo de *overshooting* fosse revertido. Para tanto, o Banco Central renegociou o acordo com o FMI de modo a reduzir as necessidades de financiamento de curto prazo do balanço de pagamentos.

Em referência ao período em comento, aduziu Armínio Fraga: “Foram momentos de alta tensão, mas que logo ficou claro que a situação tendia a se estabilizar”¹⁹. De fato, nos meses seguintes, com a estabilização das expectativas de inflação, não só foi possível iniciar uma trajetória declinante da taxa de juros, como também adotar formalmente o sistema de metas de inflação.

¹⁹ FRAGA (2009, p. 3)

Em junho de 1999, o decreto de número 3.088²⁰ instituiu o regime monetário de metas de inflação. Nele ficou estabelecido que o Banco Central do Brasil (BCB) seria o responsável por executar as políticas necessárias para o cumprimento das metas fixadas pelo CMN. Também foi definido que a meta de inflação seria representada por variação anual de um índice de preço de ampla divulgação, e que este indicador seria determinado pelo CMN, assim como o intervalo de tolerância. Além disso, ficou determinado que o anúncio da meta de inflação seria sempre no mês de junho e com precedência de dois anos.

O decreto colocou a cargo do Banco Central a divulgação trimestral do relatório de inflação, o qual abordaria os objetivos e as limitações das medidas de política monetárias adotadas, assim como os resultados das decisões passadas e, também, uma avaliação prospectiva da inflação. Caso a meta não fosse alcançada, o Presidente do Banco Central deveria divulgar publicamente os motivos do descumprimento, por meio de uma carta aberta ao Ministro de Estado da Fazenda, explicitando as providências necessárias e o horizonte esperado para trazer a inflação aos limites determinados pelo CMN.

No dia 30 de junho do mesmo ano, o CMN divulgou a resolução nº 2615, na qual determinou que o índice de preços ao consumidor amplo (IPCA), divulgado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), seria o indicador oficial de inflação do novo regime monetário. Ressalte-se, por oportuno, que alguns países utilizam como meta o núcleo da inflação, para isolar o efeito de choques temporários. Já o Brasil, a seu turno, preferiu adotar o índice cheio, com o propósito de reafirmar o compromisso de combate à inflação, tendo em vista que, no passado, medidas de expurgo de preços foram utilizadas com o propósito de manipular os índices de inflação.

Foram também definidas as metas de inflação para o ano de 1999 e também para os dois anos seguintes - 2000 e 2001 – em 8%, 6% e 4%, respectivamente, com um intervalo de tolerância de 2 p.p, para mais ou para menos. A escolha por um intervalo de tolerância tão amplo foi justificado, segundo Bogdanski, Tombini e Werlang (2000), pela falta de uma cláusula de escape e também pela escolha de um índice cheio, que diminuía a margem de manobra caso a economia sofresse algum choque de oferta.

²⁰ Disponível em http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto/D3088.htm . Último acesso em 10 de maio de 2011.

Segundo Modenesi (2005), houve certo descuido na forma de apresentar os pressupostos do regime de metas. Isto porque o Banco Central considerou, em seu primeiro relatório de inflação, que um dos principais motivos que justificaram a adoção do novo regime seria a existência de um consenso, entre os economistas e bancos centrais, acerca da eficácia da política monetária na estabilização e manutenção do nível de preços.

“Ao longo dos últimos anos começou a se formar um consenso, entre os economistas e bancos centrais, de que o objetivo principal da política monetária deve ser a obtenção e manutenção da estabilidade de preços” (Relatório de Inflação, v. 1, n.1, de junho de 1999:89).

O economista destaca, ainda, que as hipóteses do modelo novo-clássico não são aceitas de forma unânime pela comunidade acadêmica, e a omissão desta informação não é compatível com a transparência exigida pelo regime de metas de inflação. Com efeito, teria sido mais compatível, com a nova bandeira da transparência, que o Banco Central explicitasse o seu posicionamento teórico, em vez de convertê-lo em verdade inquestionável.

“Dessa forma, o Banco Central simplesmente negligenciou um dos mais antigos, intensos e controversos debates da história do pensamento econômico: a discussão acerca da eficácia da política monetária, cujas origens remontam os escritos de David Hume, do século XVI. Ou seja, a neutralidade da moeda no longo prazo foi meramente postulada pelo BCB, convertendo-se na principal motivação para a adoção do regime monetário de metas de inflação.” (MODENESI, A. 2005, p. 363).

No caso brasileiro, a adoção de uma âncora nominal era relevante para os formuladores de política economia, devido ao convívio de uma situação inflacionária crônica. Apesar das incertezas a cerca do novo regime, sua eficácia seria testada no de 1999, principalmente porque teria que coordenar as expectativas de inflação em um ambiente de forte desvalorização cambial.

CAPÍTULO 3 – DESEMPENHO E AVALIAÇÃO DE UMA DÉCADA DO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO

INTRODUÇÃO

O último capítulo consiste em um balanço do regime de metas de inflação no período de 2000 a 2010. A seção 3.1 é dedicada ao desempenho do sistema ao longo da década, dividindo-se em duas subseções: a 3.1.1, relativa ao período de não cumprimento da meta (2000-2003), e a 3.1.2, que diz respeito ao período de cumprimento da meta (2004-2010). Por fim, a seção 3.2 compõe-se de uma avaliação do desempenho do sistema de metas de inflação na economia brasileira.

3.1 – O período de adoção do regime de metas de inflação no Brasil

O período destacado neste capítulo pode ser dividido em duas fases: a primeira de não cumprimento das metas de inflação (2000 – 2003) e a segunda, de cumprimento das metas (2004 – 2010). Como destacado na tabela abaixo:

Tabela 1 – Meta para o índice de preços ao consumidor amplo (IPCA): 1999 a 2010

Ano	Meta (%)	Verificado	Cumprimento da Meta	
1999	6 - 10	8.9	sim	
2000	4 - 8	6	sim	
2001	2 - 6	7.7	não	
2002	1.5 - 5.5	12.5	não	
2003	Ajustada para 8.5	9.3	não	
2004	3 - 8	7.6	sim	
2005	2 - 7	5.7	sim	
2006	2.5 - 6.5	3.1	sim	
2007	2.5 - 6.5	4.5	sim	
2008	2.5 - 6.5	5.9	sim	
2009	2.5 - 6.5	4.3	sim	
2010	2.5 - 6.5	5.9	sim	

Em junho de 2002, a meta foi ajustada de [1.25%; 5.25%] para [1.5%; 6.5%]; em janeiro de 2003 a meta foi reajustada para 8.5%
Fonte: Banco central do Brasil

Esta divisão reflete o comportamento da taxa de câmbio neste período. Como destacado por Modenesi e Araújo (2010-1) o câmbio tem sido o principal canal de transmissão de política monetária entre os anos de 1999 e 2008. No primeiro período a taxa de juros precisou ser contracionista principalmente para conter a forte desvalorização do real, e não para conter pressões de demanda. Já no segundo período a valorização do real aliada, às boas perspectivas da economia brasileira, permitiram a queda gradual da taxa de juros, que mesmo assim continua como as mais altas do mundo.

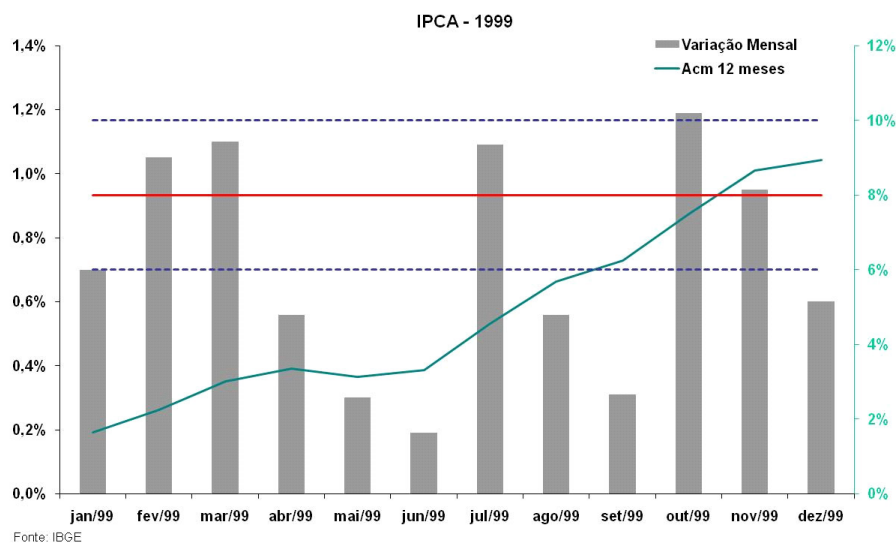
3.1.1 – Período de não cumprimento das metas de inflação (1999 a 2003)

Ano de 1999

Em linhas gerais, é possível fazer um balanço positivo sobre o primeiro ano do regime de metas de inflação. A inflação acumulada no ano de 1999 foi de 8,9% ficando, portanto, dentro do intervalo estabelecido pelo CMN (Gráfico 3). O receio de que a desvalorização cambial pudesse gerar forte pressão no nível de preços foi suavizado por uma política monetária bastante restritiva nos primeiros meses do ano. Deste modo, era de se esperar uma forte contração do PIB, o que, surpreendentemente, não ocorreu. O PIB fechou o ano com um crescimento de 0,8%, valor que, embora não satisfatório, não se mostrou de todo condenável, dado o ambiente econômico acima descrito.

Além disso, a queda das importações em razão da desvalorização cambial possibilitou uma maior competitividade dos produtos domésticos, redirecionando parte da demanda interna por produtos estrangeiros para produtos nacionais. Finalmente, conforme o BC havia sinalizado, a taxa de juros foi sendo reduzida ao longo do ano, na medida em que a taxa de câmbio se estabilizou em patamares menos elevados. A meta da taxa SELIC fechou o ano em 19% a.a

GRAFICO 3 - Variação da taxa de inflação medida pelo IPCA (1999)



Ano de 2000

O ano de 2000 foi marcado pela consolidação do regime de metas de inflação e do ajustamento fiscal. Caracterizou-se, também, pela melhora do ambiente externo, com a retomada do crescimento global após a crise asiática.

No Brasil, os investimentos foram estimulados não só pela trajetória de queda da taxa de juros, mas também pelo processo de substituição de importações, o que estimulou a produção de bens de capital. Assim, o PIB brasileiro apresentou um crescimento de 4,3%, o segundo melhor desde a implementação do Plano Real.

Ademais, a política fiscal continuou respaldando a estabilidade econômica ao cumprir as metas estabelecidas pelo Programa Econômico do Governo. Some-se a isso, ainda, a aprovação da Lei de Responsabilidade Fiscal²¹, que consolidou a necessidade do ajuste das contas fiscais e promoveu maior transparência nos gastos públicos. O superávit primário atingiu 3,6% do PIB, superando o índice de 3,2% em 1999, resultado de uma significativa arrecadação oriunda da retomada da atividade econômica.

Com relação ao cumprimento da meta de inflação, é possível afirmar que o BC foi bem sucedido em seu objetivo primordial. A redução da volatilidade da taxa de câmbio ajudou a

²¹ Disponível em http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto/D3088.htm. Último acesso em 10 de maio de 2011.

arrefecer a pressão inflacionária nos preços ao atacado, diminuindo o repasse para os preços ao consumidor.

No final de março, a política monetária iniciou um novo ciclo de afrouxamento monetário. Prova disso foi a redução da taxa de juros, a qual passou de 19% a.a. para 15.75% a.a. no final de dezembro. Na avaliação do Banco Central, as boas perspectivas para a trajetória de inflação, associada à melhora do quadro internacional, fruto da queda do preço do petróleo e do anúncio de um programa de ajuda financeira à Argentina, – possibilitaram uma flexibilização da política monetária.

Ano de 2001

O otimismo presente no ano de 2000 não se repetiu em 2001. Afinal, a concentração de choques adversos comprometeu as expectativas favoráveis quanto ao comportamento das principais variáveis macroeconômicas. Preliminarmente, o agravamento da crise na Argentina provocou intensa saída de capital, despertando questionamentos quanto ao financiamento do déficit em transações correntes. Configura outro fator relevante a incerteza já existente com relação à desaceleração da economia americana, a qual foi agravada com o atentado de 11 de setembro daquele ano. Por fim, no âmbito doméstico, a crise energética impactou negativamente a capacidade de produção da indústria, comprometendo ainda mais o crescimento econômico e deteriorando as perspectivas futuras sobre o crescimento brasileiro.

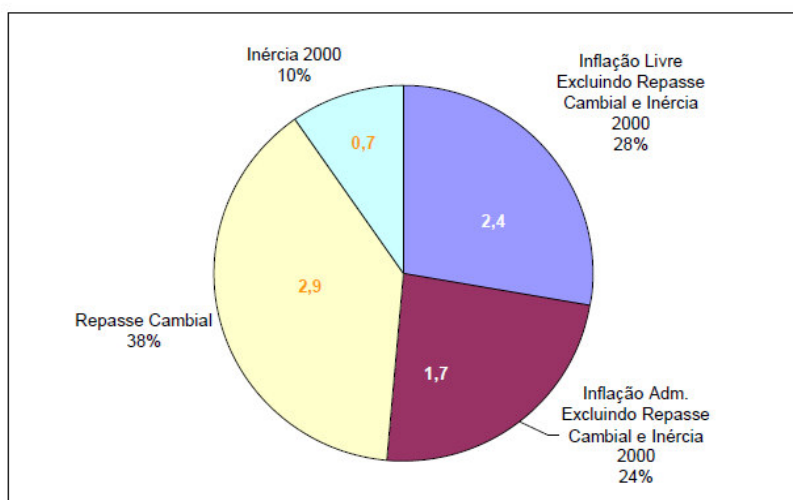
Para diminuir o risco de um repasse mais intenso das variações do câmbio aos preços, o Banco Central iniciou um ciclo de aperto monetário, elevando a taxa Selic de 15.25% em março para 19% em julho. Por outro lado, apesar da contínua desvalorização cambial até outubro, o Banco Central optou por manter a taxa Selic estável até o final do ano, de modo a não comprometer ainda mais o crescimento econômico. Em 2001, o PIB registrou um crescimento (em termos reais) de 1,31%, ante a uma expectativa, no início do ano, de 4%. Saliente-se que, pela primeira vez desde a adoção do sistema de metas de inflação, o IPCA ficou acima do intervalo de tolerância estipulado pelo CMN. Seguindo esse passo, em outubro o IPCA já tinha estourado o topo da banda, fechando o ano em 7,7%.

Na avaliação do Banco Central, segundo a carta aberta ao então Ministro da Fazenda Pedro Malan, a desvalorização cambial foi um dos principais fatores responsáveis pelo

descumprimento da meta de inflação. Segundo estimativas do Banco Central, o repasse cambial teria contribuído com 2,9% para a inflação do ano de 2001. Além disso, destacou-se o crescimento acentuado dos preços administrados por contrato, principalmente das tarifas de energia elétrica. ²²Sem o efeito desses choques, o Banco Central estimou que a inflação medida pelo IPCA fosse de 4.3%, valor próximo ao centro da meta estipulado para o ano. Tal quadro encontra-se representado no gráfico 4 a seguir:

GRAFICO 4 - Contribuições para Inflação em 2001

Contribuições para Inflação em 2001
Percentual do Total e Variação Percentual no Ano (valores internos ao círculo)



Fonte: Carta Aberta do presidente do Banco Central ao Ministro da Fazenda de 16 de janeiro de 2002.

Em julho de 2001, o Banco Central concluiu que a estabilidade da taxa de juros em 19% era compatível com o cumprimento da meta de inflação em 2002. Isso porque um esforço maior da política monetária em 2001 poderia comprometer seriamente o crescimento do PIB. Segue, nesse sentido, trecho da referida Carta Aberta remetida pelo Banco Central ao Ministério da Fazenda

²² Carta Aberta do presidente do Banco Central ao Ministro da Fazenda de 16 de janeiro de 2002. Disponível em: www.bcb.gov.br

“19. Em virtude da intensidade e da abrangência do conjunto de choques que atingiram a economia brasileira, o custo - em termos de redução do nível de atividade econômica - de se evitar que os impactos diretos aumentassem a inflação em 2001 para acima do intervalo de tolerância da meta teria sido significativamente maior. Um esforço da política monetária para manter a inflação dentro da meta em 2001 poderia ter levado a inflação a situar-se consideravelmente abaixo da meta em 2002, dadas as defasagens existentes no canal de transmissão da política monetária.” (Carta Aberta do presidente do Banco Central ao Ministro da Fazenda de 16 de janeiro de 2002)

Ano de 2002

Em 2002, apesar do início mais promissor, fruto da recuperação da economia americana em velocidade mais acelerada que o esperado, a inflação ficou novamente acima do intervalo estipulado pelo CMN.

No primeiro trimestre, a taxa de câmbio permaneceu estável em torno de R\$ 2,4, o que ajudou a ancorar as expectativas de inflação. Assim, o Comitê de Política Monetária decidiu, em fevereiro daquele ano, reduzir a meta da taxa de juros em 25 pontos-base.

Na reunião de março, a meta também foi reduzida e fixada em 18.5% a.a., ficando neste patamar durante as três reuniões posteriores. Em julho, quando a variação acumulada do IPCA já se encontrava acima da meta de 3,5%, o CMN optou por aumentar a meta de inflação para o ano de 2003, de 3.25% para 4%, além de ampliar o intervalo de tolerância de 2% para 2,5%. O objetivo de tal manobra era criar espaço para uma nova redução da taxa de juros ainda no ano de 2002. Em julho o COPOM decidiu pela redução da Selic em 0,5 p.p.

Todavia, as turbulências do mercado financeiro, oriundas de problemas contábeis de grandes empresas americanas e das perspectivas de mais uma guerra no Golfo, aumentaram a aversão ao risco, reduzindo a liquidez internacional. Também foram relevantes as incertezas trazidas pelas eleições presidenciais e os questionamentos quanto à dívida pública, que fizeram com que o risco-brasil quase triplicasse, passando de 718 pontos-base de *spread* sobre os rendimentos dos títulos americanos no final de março para 2.314 pontos-base no final de julho.

Neste período, o Brasil experimentou uma situação caracterizada pela literatura como dominância fiscal²³. Vale dizer: a elevação do risco-país gerava pressões cambiais que, por sua vez, provocavam pressões inflacionárias, geralmente acompanhadas por elevações na taxa de juros e, por conseguinte, por elevação da dívida pública. Configurou-se, então, uma situação em

²³ Ver BLANCHARD (2004)

que a elevação da taxa de juros para combater a inflação provocava o oposto, ou seja, mais pressão inflacionária.

Entretanto, nesse contexto de instabilidade, o repasse da intensa desvalorização cambial para os índices de preços tornou a meta para taxa Selic inconsistente com a meta de inflação estabelecida para o ano de 2003. Diante da ameaça de um descontrole inflacionário, o Copom decidiu, em uma reunião extraordinária e por unanimidade, reverter a tendência de redução da taxa de juros, fixando-a em 21% a.a., caracterizando uma elevação de 300 pontos-base. Nas três últimas reuniões do ano a política monetária foi ainda mais restritiva, elevando a taxa Selic para 25% a.a. em dezembro

A taxa de inflação acumulada em 2002 ficou em 12,53%, um desvio de sete p.p. em relação à meta e, pela primeira vez depois da adoção do plano real, a taxa de inflação apresentou dois dígitos. O desempenho econômico ficou aquém das expectativas do início do ano, que eram de 2,4% (segundo relatório Focus de 25/01/2002)²⁴, e o PIB fechou o ano com um crescimento real de 1,93%. Foi neste quadro de baixo crescimento econômico, elevação da taxa de desemprego, dívida pública crescente e pressões inflacionárias, que o presidente Fernando Henrique Cardoso terminou o seu mandato.

Ano de 2003

A eleição presidencial de 2002 foi um período de grande instabilidade na economia brasileira. Com efeito, ao conjunto de fragilidades já existentes aliaram-se às incertezas relacionadas ao novo governo, principalmente com relação à eventual postura do Partido dos Trabalhadores (PT) caso o candidato Luis Inácio da Silva (Lula) saísse vitorioso da disputa presidencial.

Nesse sentido, as políticas historicamente defendidas pelo PT impunham dúvidas quanto à preservação dos contratos firmados pelo governo FHC. Dentre tais posicionamentos, vale destacar o repúdio ao acordo com o FMI, os questionamentos relacionados ao regime de metas de inflação, as críticas às privatizações e, finalmente, a defesa da redução do superávit primário.

No entanto, com vistas a conquistar credibilidade do mercado e diminuir o ambiente de incertezas, o novo governo optou por uma transição suave entre os dois mandatos. Para tanto,

²⁴ Disponível em: www.bcb.gov.br. Último acesso 20 de junho de 2011.

contou com a indicação de Antonio Palocci para coordenador do seu programa de governo. O papel de Palocci foi fundamental para transmitir, junto aos principais segmentos da economia, a idéia de manutenção dos contratos e, principalmente, a preservação do tripé: metas de inflação, câmbio flutuante e responsabilidade fiscal.

Com o objetivo de colocar um fim em tais questionamentos, em junho de 2002 foi lançado o documento “Carta ao Povo Brasileiro”, em que foi firmado o total compromisso com os marcos institucionais.

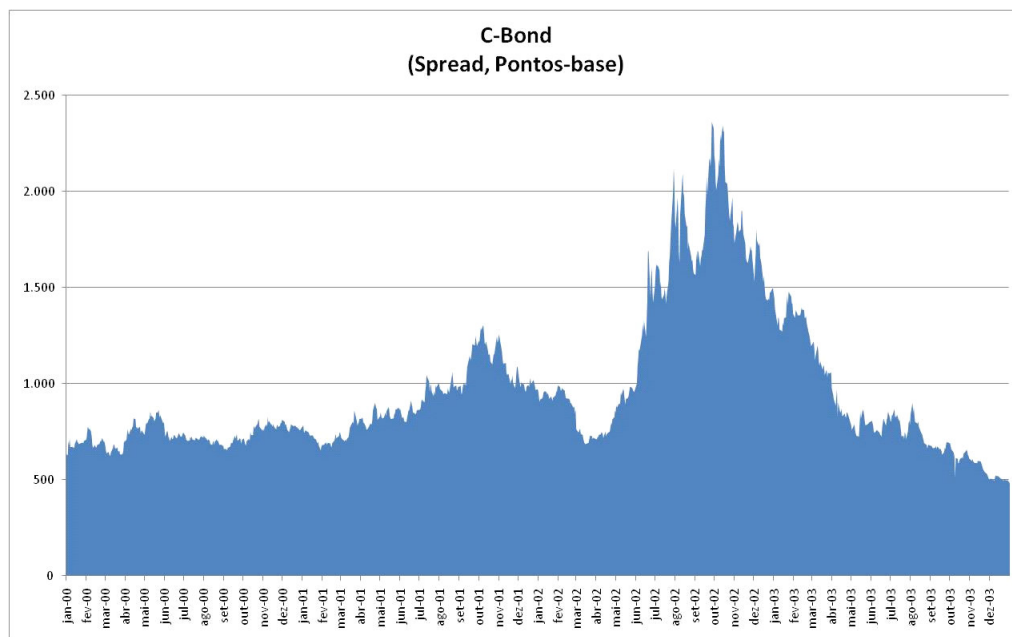
“A estabilidade, o controle das contas públicas e da inflação são hoje um patrimônio de todos os brasileiros. Não são um bem exclusivo do atual governo, pois foram obtidos com uma grande carga de sacrifícios, especialmente dos mais necessitados. Há outro caminho possível. É o caminho do crescimento econômico com estabilidade e responsabilidade social. As mudanças que forem necessárias serão feitas democraticamente, dentro dos marcos institucionais.” (DA SILVA, Luis Inácio, Carta ao Povo Brasileiro, junho de 2002)

Após a vitória eleitoral, a definição da equipe econômica confirmou a continuidade da política adotada no governo anterior. A nomeação de Antonio Palocci para Ministro da Fazenda e de Henrique Meirelles, um ex-executivo do setor financeiro, para presidente do Banco Central, foram sinalizações do compromisso do novo governo com a estabilidade econômica e o ajustamento fiscal

O primeiro desafio da equipe econômica foi reverter o profundo quadro de inconstância observado em 2002. Isto é, diminuir o risco-país (conforme gráfico 5) e reverter pressões cambiais e inflacionárias.

Nesse diapasão, o governo anunciou inúmeras medidas, dentre elas, a elevação do superávit primário para 4,25% do PIB durante todo o período do governo, e a continuidade do processo de elevação da taxa de juros, iniciado no final de 2002, com o propósito de reverter a aceleração inflacionária e a deterioração das expectativas. Em janeiro, a meta da taxa Selic foi elevada em 0.5 pontos-base, passando para 25.5%. Em fevereiro foi realizado um novo ajuste, de 100 pontos-base, fixando a Selic em 26.6%.

GRAFICO 5 - Risco-país (C-bond)



Fonte: Bloomberg

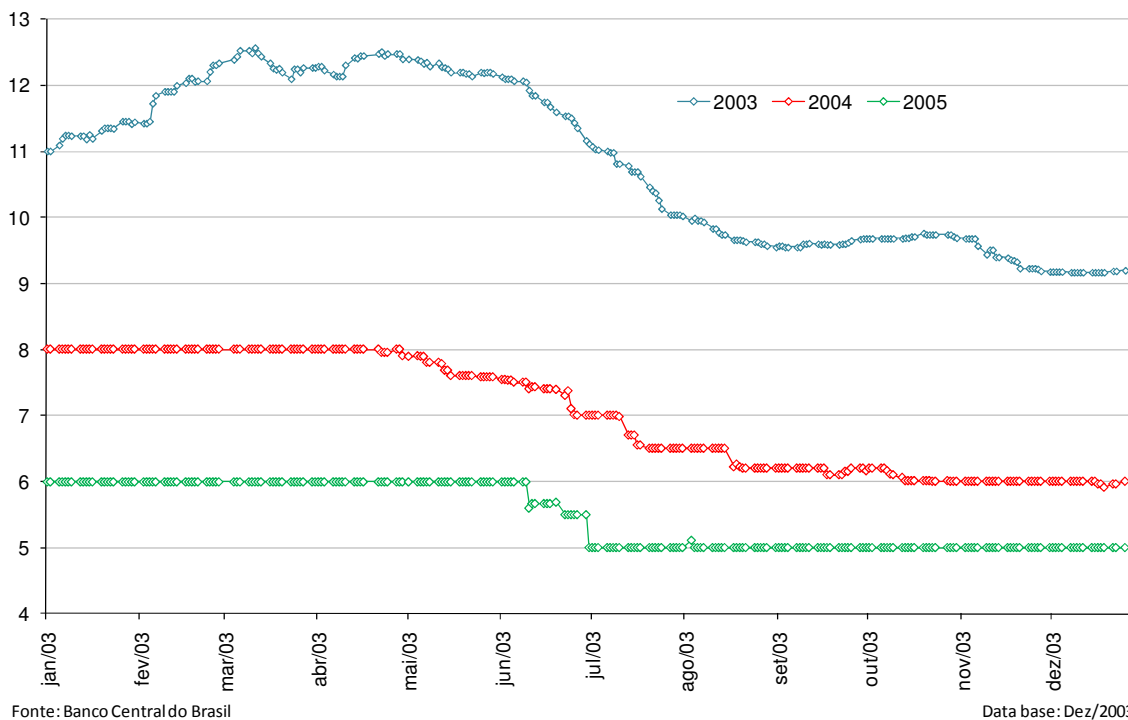
Apesar da adoção de medidas extremamente deflacionárias, o passivo inercial do ano de 2002 tornava o cumprimento da meta praticamente impossível. Vale destacar que, na carta Aberta de 2002, divulgada em janeiro de 2003, o Banco Central propôs uma meta ajustada de 8,5% para inflação de 2003, sem intervalo de tolerância. Este ajuste era precisamente para calibrar os impactos inerciais da inflação de 2002 e os efeitos primários dos choques de preços administrados.

A inflação acumulada nos cinco primeiros meses do governo Lula foi de 6,7%, quase 80% da meta ajustada. Tal resultado é atribuído, principalmente, ao grau de persistência inflacionária e à deterioração das expectativas observada desde o quarto trimestre de 2002.

Entretanto, a partir de meados de 2003, o resultado da política econômica ficou mais evidente, dissipando o ambiente de incertezas e revertendo a crise de confiança. No segundo semestre o IPCA registrou uma inflação de 2,49%, equivalente a 5,04% em termos anualizados, segundo valor semestral mais baixo desde a implementação do regime de metas de inflação. Em dezembro de 2003 as expectativas de inflação para os anos de 2004 e 2005 já estavam próximas das metas estabelecidas pelo CMN, que eram 5,5% e 4,5%, respectivamente. O IPCA fechou o ano em 9,3%, não cumprindo, novamente, a meta de inflação, mas ficando abaixo das projeções

pessimistas do início do ano. Tal fato reforçou o inteiro compromisso da nova administração com a preservação e manutenção da inflação em níveis baixos.

GRAFICO 6 - Expectativa de Inflação (Focus - mediana de mercado)



A convergência das expectativas de inflação para uma trajetória consistente com as metas permitiu que o Banco Central iniciasse, a partir de junho, um processo de flexibilização da política monetária. A Selic foi reduzida em 200 pontos-base, fechando o ano em 16,5% a.a..

Com a retomada da confiança na economia e a queda dos juros, a atividade econômica iniciou um processo de recuperação no segundo semestre. Entretanto, não foi possível compensar a forte retração observada no início do ano, devido ao quadro de incertezas e à elevação da taxa de juros a partir da segunda metade de 2002. Em consequência, o PIB apresentou um crescimento real pífio de 0,54% em 2003, em análise da época, embora já revisto recentemente²⁵.

²⁵ Vale que a última revisão da série histórica do PIB pelo IBGE mostrou que revisou o PIB de 2003 para 1.2%.

3.1.2 – Período de cumprimento da meta de inflação (2004 a 2010)

O período de 2004 a 2010 foi caracterizado com um momento de grande moderação da economia brasileira, isto é, de crescimento razoavelmente elevado, principalmente quando comparado aos primeiros anos do regime de metas de inflação. Caracteriza-se, ainda, pela compatibilidade das taxas de inflação com as metas estabelecidas pelo CMN, apesar de poucas vezes ter registrado variação inferior ao centro da meta.

A conquista da estabilização econômica foi a principal preocupação no primeiro mandato do governo Lula, verificando-se também nos anos posteriores. A combinação de melhores dados fiscais, obtidos principalmente pela exorbitante carga tributária, e um governo comprometido com a estabilidade de preço, permitiu não só a queda do risco país, mas também, como consequência, o fortalecimento do Real, o que possibilitou a trajetória decrescente da Selic de setembro de 2005 até setembro de 2007. Entretanto, apesar do contexto extremamente favorável, a taxa real de juros brasileira ainda assim se manteve como uma das mais altas do mundo.

A elevada taxa de juros é sem dúvida um limitante para o crescimento econômico, mas fatores estruturais também concorrem para agravar o quadro de crescimento abaixo do desejável.

Ano de 2004

O ano de 2004 constitui um marco de retorno do crescimento econômico e do total cumprimento das metas de inflação. Com efeito, ambos foram favorecidos pelo ambiente econômico favorável e pela estabilidade do mercado de câmbio. A corroborar a assertiva, destaque-se que o PIB fechou o ano com um crescimento real de 5,7%, superando a mais otimista das previsões.

Outrossim, pela primeira vez, o Banco Central iniciou um ciclo de aperto monetário para conter o descompasso entre oferta e demanda, o que traduz uma situação mais confortável em relação a um cenário de desaceleração da atividade em prol da normalização do mercado de câmbio. Como consequência, a meta da taxa Selic passou de 16% em setembro para 17,75% em dezembro. A inflação acumulada no ano de 2004 foi de 7,6%, acima do centro da meta de 5,5%, mas abaixo do teto da banda de 8%.

Ano de 2005

No ano de 2005, o Banco Central deu continuidade à política de aperto monetário iniciada em setembro de 2004. Segundo a autoridade monetária, o processo de ajuste ainda precisava ser mantido, pois alguns fatores apresentavam riscos para a trajetória de convergência das metas para inflação. Nesse particular, foram apontadas as incertezas acerca da transmissão mais imediata dos movimentos da política monetária, principalmente quando a economia encontra-se em um período de crescimento sustentado, bem como a resistência da inflação à queda, dada as condições apertadas de demanda agregada, representada pela resiliência dos núcleos de inflação.

Entretanto, na medida em que os efeitos contracionistas se mostraram mais evidentes nos indicadores de atividade e inflação, o Banco Central interrompeu o ciclo de alta da taxa básica de juros, que, naquele ano, já contemplava um ajuste de 200 bp, passando de 17.75% a.a. para 19.75% a.a. em maio. Entre os indicadores, cabe destacar o fraco PIB do primeiro trimestre, que apresentou uma queda de -0,22% contra o trimestre anterior. Além disso, a inflação já começava a dar sinais de acomodação e as expectativas do mercado correspondiam a esses dados melhores.

Nas reuniões de junho, julho e agosto, o Banco Central optou por manter a Taxa Selic em 19.75% a.a., pois era compatível com a trajetória de convergência da inflação para meta no ano de 2006. Entretanto, em setembro, o risco de desaceleração da atividade parecia notório, pois as projeções para o PIB começaram a ser revistas para pior. Como decorrência, o Banco Central iniciou uma trajetória declinante da meta de juros que finalizou o ano em 18% a.a.

Ressalte-se, contudo, que o forte ajuste da Taxa Selic iniciado em 2004 comprometeu seriamente o crescimento do PIB, o qual, apesar de ter apresentado um taxa de crescimento de 3,17% em relação a 2004, foi bem abaixo da expectativa presente no primeiro Focus do ano, que era de 5%.²⁶

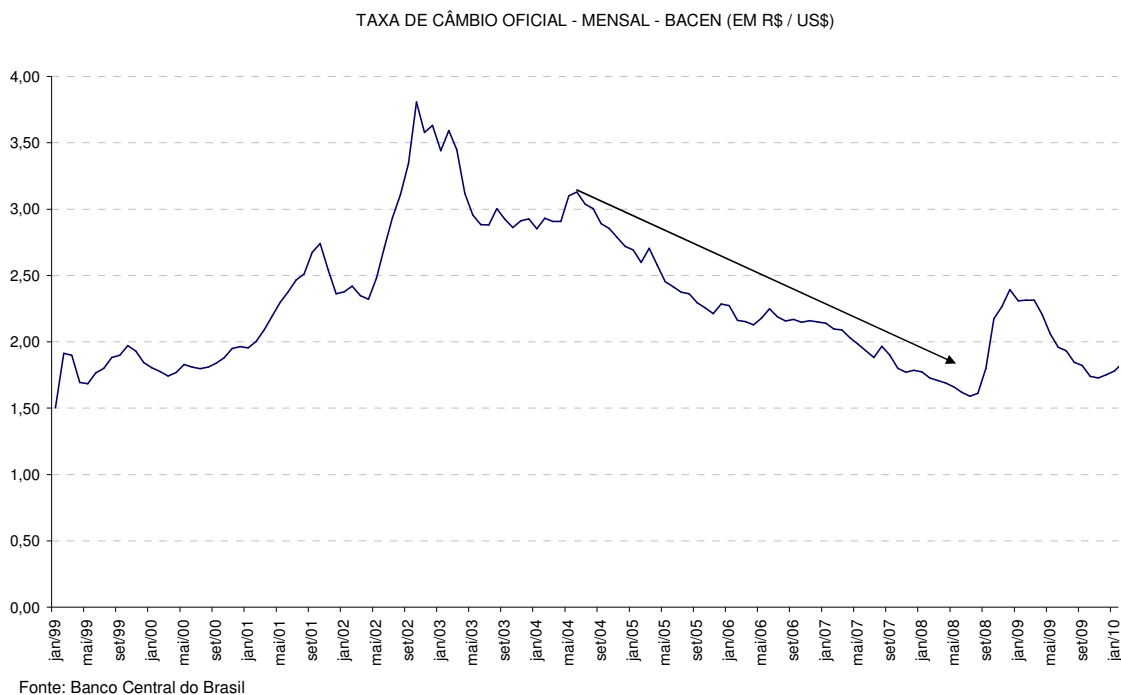
Destacam-se pontos positivos deste período, tais como a quitação antecipada dos débitos com o FMI e a melhora do perfil da dívida, decorrente da troca de títulos da dívida interna lastreados em dólar por títulos lastreados em moeda nacional, proporcionando uma menor exposição da economia a choques externos.

²⁶ Disponível em: www.bcb.gov.br. Último acesso em 20 de junho de 2011.

A inflação fechou o ano em 5.69%, acima do centro da meta ajustada (5,1%), mas dentro do intervalo de tolerância de 2.5%. Foi a terceira queda consecutiva da inflação, com destaque negativo para a variação dos preços administrados, que registraram alta de quase 9%. No entanto, segundo o relatório de inflação de março de 2006, quando são retirados os efeitos de inércia, câmbio e expectativas, a contribuição dos preços administrados e livres foram praticamente iguais, de 3,4 p.p. para os preços livres e 3,31 p.p. para os preços administrados.

Interessante notar a contribuição da apreciação cambial, a qual teve um importante papel na redução da inflação em 2005, contribuindo com -2,1 p.p da variação observada do IPCA. Tal apreciação cambial pode ser atribuída não somente à ação de política monetária, mas também ao cenário externo extremamente favorável de crescimento global e à melhora da percepção do risco-país. Tais fatores fortaleceram a capacidade da economia brasileira de resistência a choques externos.

GRAFICO 7 – Taxa de câmbio nominal mensal (99 -10)



Anos de 2006 e 2007

Os anos de 2006 e 2007 também foram marcados pelo cumprimento das metas de inflação. A valorização do real concorre como um dos fatores relevantes para esse sucesso. Segundo André Modenesi e Cristina Araújo (2010-1), o setor externo desempenha um papel importante na evolução do IPCA,²⁷. Para tanto os autores utilizaram um modelo auto-regressivo, no qual a inflação depende de três fatores: demanda agregada (medida pela produção industrial); condições de oferta (mensuradas por um índice de preço de commodities) e da taxa de câmbio. E concluíram que o câmbio foi o componente mais relevante na determinação do IPCA no período de 1999 a 2010.

Apesar do impacto positivo do setor externo nos índices de preços, o mesmo não se pode dizer da atividade econômica, vez que a apreciação cambial, ocorrida em 2006 desestimulou a exportação e estimulou a importação, limitando o crescimento do PIB. De fato, apesar das boas perspectivas para economia brasileira, o PIB de 2006 ficou muito aquém do crescimento de outras economias em desenvolvimento. Com efeito, a taxa de variação do PIB fechou o ano em 3.9%, a despeito do aumento significativo da demanda doméstica (impulsionada em boa medida pela redução da taxa de juros).

Ressalte-se que a taxa de juros, apesar de ainda muito elevada, não foi um fator determinante para a limitação do PIB, pois sua flexibilização permitiu um crescimento robusto da demanda doméstica. Tal crescimento se reflete nos dados pujantes de vendas no varejo e massa salarial, como também pela trajetória ascendente do volume de crédito, importante canal de transmissão de política monetária.

Neste ambiente favorável para perspectivas de inflação, associado à valorização do Real, o Banco central deu continuidade à política de flexibilização iniciada em setembro de 2005, reduzindo a SELIC em 475 bps, terminando o ano em 13.25%.

O ciclo de flexibilização da política monetária que perdurou no ano de 2006 só foi interrompido em setembro de 2007, por conta de incertezas acerca do forte crescimento da demanda doméstica, que impunha riscos de pressões inflacionárias no curto prazo. Sendo assim, a Selic fechou no ano de 2007 em 11.25 % e a inflação, pela segunda vez consecutiva, ficou abaixo da meta de 4.5% ao registrar uma variação de 4.3%

²⁷ MODENESI, ARAUJO (2010 p.2)

Em 2007, o crescimento do PIB de 6.1% foi bem acima da expectativa de 3.5% da pesquisa Focus de janeiro do mesmo ano. Porém, alguns desequilíbrios da economia brasileira tornaram-se mais evidentes, levantando questionamentos a respeito da sustentabilidade do crescimento brasileiro a taxas superiores a 5%. Nesse contexto, merecem destaque o elevado déficit em conta corrente, o baixo nível de investimento, a elevada carga tributária e, por fim, a forte expansão dos gastos públicos não financeiros.

Ano de 2008

O ano de 2008 notabilizou-se pela eclosão da maior crise financeira mundial desde o crash de 1929. A baixa taxa de juros praticada pelo FED até o final de 2004 acarretou na formação de uma bolha imobiliária. As instituições bancárias passaram a conceder empréstimos hipotecários de alto risco (subprime), os quais eram reunidos em ativos denominados CDOs (Obrigação de Dívida Colateralizada). Com efeito, em um ambiente de baixa taxa de juros, as instituições bancárias e não-bancárias buscavam retornos elevados e passam a operar com alta tolerância ao risco²⁸.

A partir de 2006, o FED elevou a taxa de juros devido a riscos inflacionários. A elevação da taxa de juros comprometeu seriamente a renda das famílias, pois empréstimos eram feitos com base em juros pós-fixados. Como consequência tivemos a elevação dos índices de inadimplência que por sua vez levou a crise do subprime em 2006. Em fevereiro de 2007 a crise tornou-se pública e em setembro de 2008 encontrou seu estopim com a recusa do FED a salvar o Lehman Brothers.

O Brasil iniciou o ano com o crescimento acelerado. E apesar da conjuntura internacional de crise, o PIB brasileiro fechou o ano com um crescimento de 5.2%. Isso porque o forte PIB do início do ano, assegurou um carregamento positivo do PIB anual.

O forte ritmo de crescimento principalmente vindo da demanda doméstica levou ao aumento da taxa de juros em abril, passando de 11,25% para 11,75%.

Entretanto, com a eclosão da crise financeira, resultante da quebra do Lehman Brothers, o Banco Central interrompeu o ciclo de aperto monetário em outubro. A taxa de juros fechou em 13,

²⁸ MESQUITA; TORÓS, 2010.

75% e a inflação em 5,9 %, acima do centro da meta, fixada em 4,5%, mas dentro do intervalo de tolerância, cujo teto máximo era 6,5%.

Para resguardar o volume de liquidez do sistema, o Banco Central alterou a política de compulsórios. Segundo a autoridade monetária, trata-se de medida tradicional de política monetária.²⁹

Mesquita e Torós sintetizam a atuação das autoridades monetárias no estopim da crise:

“A resposta das autoridades monetárias no centro da crise foi, por um lado, flexibilizar a política monetária e, por outro, atuar, por mecanismos tradicionais ou inovadores, na provisão de liquidez para instituições financeiras e na revitalização dos mercados interbancários.” (MESQUITA; TORÓS, 2010)

O último trimestre de 2008 sinalizou um quadro de recessão para a economia brasileira, apresentando queda de 4,2 % do PIB em relação ao trimestre anterior. O movimento perdurou até o primeiro trimestre de 2009, quando o Banco Central iniciou um ciclo de afrouxamento monetário.

Ano de 2009

A exemplo do observado nas principais economias maduras e emergentes, no Brasil a deterioração das condições de crédito e da confiança de consumidores e de empresários traduziu-se em redução do dinamismo da demanda interna.

Neste sentido o Banco Central iniciou um ciclo de afrouxamento monetário no início do ano para arrefecer os impactos contracionistas da crise financeira. Cabe destacar que pela primeira vez o Brasil iniciara uma política anticíclica, visto que no passado a forte desvalorização do real obrigava o Banco Central a elevar as taxa de juros, com o objetivo de evitar a fuga de capitais.

Entretanto a forte contração do PIB no primeiro trimestre comprometeu seriamente o taxa de crescimento do PIB anual, a qual fechou 2009 com queda de 0,6%.

E a despeito do cenário mundial deflacionário, a inflação fechou o ano em 4,3%, demonstrando o caráter inercial da inflação brasileira. Em que pese o fato de ter fechado o ano

²⁹ Relatório de Inflação de 2008, disponível em www.bcb.gov.br. Último acesso em 1 de setembro de 2011.

abaixo da meta, estipulada em 4,5 %, a expectativa era de que a inflação pudesse seguir o movimento internacional de deflação.

Ano de 2010

O ano de 2010 foi marcado pelo retorno do crescimento mundial, o que se verifica pela taxa de crescimento do PIB global em 5%, impulsionado especialmente pelas economias emergentes. Além disso, o início do ano trouxe expectativas mais otimistas quanto à recuperação da economia norte-americana.

Acompanhando a evolução global, a economia brasileira sofreu forte aquecimento no início do ano. A demanda doméstica retornou a trajetória de crescimento robusto apresentado em 2008, cabe destacar os fortes dados de vendas no varejo, massa salarial e de crédito a pessoa física. Com efeito, o núcleo de serviços do IPCA já registrava em janeiro uma inflação acumulada de 12 meses de 6.32%.

Além disso, a taxa de desemprego alcançou, mês após mês, sucessivos *low* históricos, ficando abaixo da taxa natural (entre 7,5-8,5 %) ³⁰, fechando o ano em 6,7%.

Ressalte-se, contudo, que os dados da indústria retomaram os patamares de crescimento pré-crise, mas não acompanharam a evolução dos demais setores da economia. Com efeito, uma das explicações para a evolução dos dados da indústria é o vazamento externo, vale dizer, o maior número de importações para atender a demanda doméstica.

Ante o cenário de pressão inflacionária, o Banco Central iniciou ciclo de aperto monetário em abril de 2010, elevando a taxa de juros de 8,75% para 9,5% ³¹.

Ao final do ano, a taxa de juros solidificou-se em 10,75% e a inflação fechou em 5,9%, abaixo da meta, fixada em 4,5%. Já o PIB registrou crescimento de 7,5% em relação a 2009.

3.2. Avaliação.

Apesar do descumprimento parcial das metas nos primeiros anos do regime, afirma-se que a política monetária proporcionou uma âncora nominal, permitindo uma relativa estabilidade

³⁰ Relatório de Inflação de 2008. Disponível em www.bcb.gov.br. Último acesso em 1 de setembro de 2011.

³¹ Ata do COPOM de abril de 2010. Disponível em www.bcb.gov.br. Último acesso em 1 de setembro de 2011.

de preços, a despeito dos inúmeros choques que abalaram a economia brasileira, especialmente nos primeiros anos do regime.

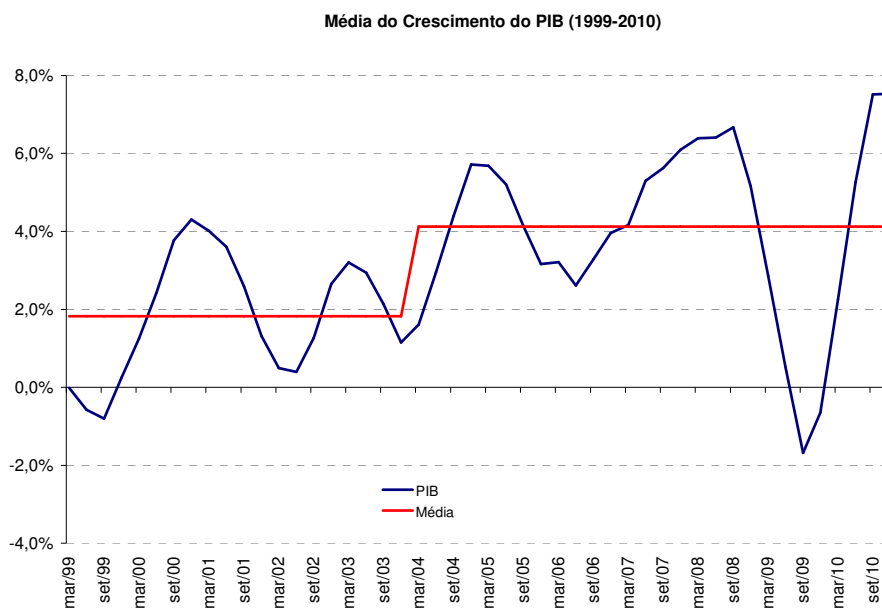
Nessa toada, é possível dividir o período de 1999-2010 em dois momentos: um primeiro momento, de 1999-2003, marcado pela desvalorização da moeda e pelas baixas taxas de crescimento; um segundo momento, de 2004-2010, em que o câmbio se manteve apreciado e a economia retomou o crescimento.

No primeiro momento, a política monetária foi extremamente rígida, principalmente porque atuava com objetivo de evitar uma forte desvalorização do real. Note-se, ainda, que as metas foram sucessivamente descumpridas, ante a forte instabilidade econômica. Os custos para atividade econômica foram nítidos. Com efeito, de 1999 a 2003, o crescimento médio do PIB foi próximo de 2% (ver Gráfico 8), inferior aos primeiros anos do período do Plano Real, cuja taxa média de crescimento foi de 3,3%.

O início conturbado do sistema de metas despertou desconfiança quanto à eficácia do regime. Pois, o regime de metas funda-se, basicamente, na administração de expectativas dos agentes. Assim, a longa seqüência de descumprimento das metas prejudicava a própria credibilidade do regime. Tal aspecto repousa essencialmente no postulado de que os agentes formam suas expectativas de forma racional, hipótese central do modelo novo-clássico.

No entanto, nos anos subseqüentes (2004-2010), a apreciação cambial revelou-se um fator fundamental para a trajetória benigna da inflação. A compatibilidade da inflação com a meta, aliada ao controle das expectativas e à conjuntura internacional favorável explicam o sucesso do regime nesse período. Já o crescimento do PIB nesse período ficou em 4,4%, conforme demonstra o Gráfico 8:

Gráfico 8 – Média do Crescimento do PIB (1999-2010)



Nota-se, assim, que no período anterior (1999-2003), o câmbio atuou de forma desfavorável à manutenção das taxas de inflação dentro das metas estabelecidas. Isso porque a forte desvalorização cambial era repassada para os índices de preços. Nesse sentido, esclarece Modenesi:

“Enfim, no caso brasileiro, o canal de transmissão da política monetária via taxa de câmbio tornou-se extremamente relevante, pois um conjunto significativo de preços está direta ou indiretamente vinculado à taxa de câmbio, o que aumenta ainda mais o potencial de repasse de uma desvalorização cambial para os preços domésticos (*passthrough*).” (MODENESI, 2005, p. 569)

Cabe destacar que o câmbio atuou como principal instrumento de transmissão de política monetária no período do regime de metas de inflação³². Segundo Araújo e Modenesi, “os condicionantes macroeconômicos externos dos preços são mais importantes do que os determinantes domésticos”³³.

³² MODENESI; ARAÚJO (2010-2)

³³ MODENESI; ARAÚJO (2010-2, p.1)

Ao avaliar os custos e benefícios do controle inflacionário no Brasil, os autores chegam às seguintes conclusões:

“A principal conclusão é que a evidencia empírica corrobora a tese – já bastante difundida – de que a política monetária tem cobrado alto preço da economia brasileira, visto que uma elevação da Selic: i) tem impacto (negativo) relativamente pequeno sobre o IPCA, i.e., é baixa Sensibilidade-juro da inflação; ii) gera uma valorização do real, reduzindo a competitividade da produção doméstica e, em consequência, deteriora as contas externas; iii) aumenta a dívida pública como proporção do PIB; iv) desacelera a produção industrial. Em suma, apresenta-se um conjunto de evidências empíricas não desprezíveis segundo o qual, além de pouco eficaz no combate à inflação, tem sido elevado o sacrifício imposto pela política monetária.” (ARAÚJO;MODENESI, 2010-1)

Cumprido destacar que o aumento da eficácia da política monetária depende da eliminação de formas de indexação, sobreviventes ao Plano Real e decorrente de uma estabilização inacabada. Como bem destacado por Modenesi (2005), cerca de 30% da composição do IPCA são representados por preços que, de alguma forma, não são determinados por condições de oferta ou demanda, e sim por determinação ou influência de algum órgão do governo. Isso significa que cerca de 1/3 da inflação brasileira é insensível à taxa de juros.

Nesse mesmo sentido, assevera Edmar Bacha que “o aumento da política monetária seria também obtido pela ampliação do conjunto de preços que variam em função da demanda de bens e serviços, conforme afetado pela taxa Selic”³⁴.

Logo, para aumentar a eficácia da política monetária, é imperativa uma agenda de reformas modernizadoras, principalmente no âmbito fiscal, não só no que tange aos gastos públicos, mas também com relação ao alto nível de indexação da economia, a qual estabelece piso para inflação brasileira.

³⁴ BACHA (2010, p. 18)

CONCLUSÃO

O escopo do trabalho consistiu na análise da implementação e da evolução do regime de metas de inflação na economia brasileira. Com efeito, examinou-se a evolução da política monetária no período de 1999-2010, perpassando a introdução do regime de metas em 1999, os períodos de cumprimento e descumprimento da meta, bem como a crise financeira de 2008.

Dedicou-se o capítulo 1 aos fundamentos teóricos do regime de metas de inflação. Nesse particular, resgatou-se a concepção monetarista do fenômeno inflacionário. Identificou-se, ainda, a base teórica da escola novo-clássica, apoiada no tripé taxa natural de desemprego-expectativas racionais-viés inflacionário. O capítulo perpassa a tese de independência do Banco Central, considerada pelos novo-clássicos como a solução do viés inflacionário das autoridades formuladoras de política econômica. Finalmente, a parte final do capítulo tratou da operacionalização do sistema através da regra de Taylor.

O capítulo 2 examina a implementação do regime de metas de inflação na economia brasileira, fruto de um contexto histórico marcado pelo sucesso do Plano Real, no que diz respeito ao combate efetivo a inflação, e pela crise cambial. No período anterior à introdução do sistema, vigorava o regime de metas cambiais, o qual assegurava a sobrevalorização do real. Entretanto, em meados de 1998, o Brasil se deparou com crises de desconfiança quanto à viabilidade do regime cambial. A partir desse conjunto de fatores, em junho de 1999, o decreto de número 3.088 instituiu o regime monetário de metas de inflação. Naquele ano, em que pesem a conjuntura desfavorável e as incertezas acerca do novo regime, a inflação manteve-se dentro do intervalo estabelecido pelo CMN.

O capítulo 3 reúne dados acerca do desempenho do sistema nos anos de 1999 a 2010, segmentando o período conforme o cumprimento ou não da meta. Finalmente, o desfecho do capítulo consiste em um balanço das vantagens e desvantagens do regime de metas de inflação.

Por um lado, constata-se que o sistema assegurou a estabilidade da inflação após o abandono da âncora nominal. Além disso, superou-se a memória inflacionária de outrora, aumentando a previsibilidade da economia e permitindo o amadurecimento do sistema financeiro. Finalmente, a adoção de metas transformou a política monetária no principal instrumento de controle de inflação.

Por outro lado, argumenta-se contra a adoção do regime de metas o alto custo social decorrente da manutenção de taxas de juros muito altas. Nessa toada, consequência inexorável das taxas de juros elevadas consiste na queda no volume de investimentos, inviabilizando o aumento do PIB potencial e restringindo a oferta.

Por fim, apontam-se ainda falhas estruturais no regime adotado, vez que a inflação não seria tão sensível à taxa de juros, o que levaria à necessidade de taxas cada vez maiores. Além disso, a economia ainda é muito indexada, pois muitos preços são fixados em contratos, característica que afeta o desempenho do regime adotado.

Apesar dos problemas decorrentes da adoção de uma política monetária excessivamente restritiva, verdade é que o sistema de metas de inflação permitiu o domínio do fenômeno inflacionário e a manutenção da estabilidade da moeda. No entanto, resta indagar até quando a economia irá suportar os efeitos colaterais proporcionados pela manutenção das elevadas taxas de juros.

BIBLIOGRAFIA

ALESIANA, A.; SUMMERS, L. Central Bank Independence and macroeconomic performance: some evidence. *Journal of Money Credit and Banking*, v.25 (2), maio, 1993.

BERNANKE, B. S.; MISHKIN, F. S. Inflation targeting: A new framework for monetary policy?, *NBER Working Paper*, 5893, Janeiro,1997.

BERNANKE, B. S.; LAUBACH, T.; MISHKIN, F. S.; POSEN, A. S. Inflation Targeting: Lessons from the International Experience. Princeton: Princeton University Press, 1999.

BLANCHARD, O. Fiscal dominance and inflation targeting: lessons from Brazil, *NBER Working Paper*, 10389, Cambridge, 2004.

BLANCHARD, O.; GIOVANNI, D.; PAOLO, M. Rethinking Macroeconomic Policy, *IMF Staff Position Note*, SPN/10/03, 12 February, 2010.

BOGDANSKI, J., TOMBINI, A. A., WERLANG, S. R. C. Implementing Inflation Target In Brazil. Banco Central do Brasil, *Working Paper* nº 1, 2000.

CUKIERMAN, A.; NEYAPTI, B.; WEBB, S. B. Measuring the independence of Central Banks and its effects on policy outcomes. *The World Bank Review*, v. (6), setembro, 1992.

CUKIERMAN, A. Central Bank Independence and monetary control. *The economic journal*, novembro, 1994.

FELDSTEIN, M. The costs and benefits of going from low inflation to price stability. *NBER Working Paper*, 5469, agosto, 1997.

FILGUEIRAS, L. Historia do Plano Real. Central. Rio de janeiro, Bon Tempo, 2000.

FISCHER, S. Central bank independence revisited. *The American Economic Review*, v. 85 (2), p. 201-206, maio, 1995.

FRIEDMAN, M. Target and instruments of monetary policy. NBER Working paper, n.2668, julho, 1988a

FRIEDMAN, M. The Role of Monetary Policy. *American Economic Review*, N. 58, 1958.

HALDANE, A.G. Some issues in Inflation Targeting. Bank of England *Working Paper* nº 74.

LUCAS, R. E. Expectations and the neutrality of money. *Journal of Economic Theory*, pp. 103-124, abril, 1972.

MESQUITA, M.; TORÓS, M. Considerações sobre a Atuação do Banco Central na Crise de 2008. Banco Central do Brasil, Working Paper No 202, 2010.

MISHKIN, F. S. e POSEN, A. S. Inflation targeting: Lesson from four countries, *Economic Policy Review*, v. 3 (3), pp. 9-110, 1997.

MODENESI, A.M. Regimes Monetários: Teoria e a Experiência do Real. Barueri: Manole, 2005.

MODENESI, A.M. e MODENESI, R.L. (2010). “Quinze Anos de Rigidez Monetária no Brasil (1995-2008): uma agenda de pesquisa”. *III Encontro Internacional da Associação Keynesiana do Brasil*, FGV, São Paulo. Disponível em: <http://www.ie.ufrj.br/moeda/>.

MODENESI, A.; ARAÚJO, E. Custos e Benefícios do Controle Inflacionário no Brasil (2000-2008): uma análise empírica do mecanismo de transmissão da política monetária com base em um modelo VAR. 2010-1. Disponível em: http://www.ie.ufrj.br/moeda/pdfs/Araujo_Modenesi_21-07-10.pdf

MODENESI, A.; ARAÚJO, E. A Importância do Setor Externo na Evolução do IPCA (1999-2010): uma análise com base em um modelo SVAR. 2010-2

ROGOFF, K. The optimal degree of commitment to an intermediate monetary target. *Quarterly journal of Economics*, novembro, 1985.

SVENSSON, L.E.O. Inflation Forecast Targeting: Implementing and Monitoring Inflation Targets. *European Economic Review*, 41, nº 6, 1997.

SVENSSON, L.E.O and Michael Woodford. Implementing Optimal Policy through Inflation-Forecast Targeting. CEPR Discussion Paper No. 4229, 2004.

TAYLOR, J. Discretion versus policy rules in practice. *Carnegie- Rochester Conference Series on Public Policy*, 1993.