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

Metas de Inflação Ajustáveis na época dos grandes choques – Brasil, 2001 a 2005

Danilo Balthazar Falconi

Matrícula: 107326458

danilobfalconi@yahoo.com.br

Orientador: Prof. Antonio Luis Licha

licha@ie.ufrj.br

Janeiro 2011

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

Metas de Inflação Ajustáveis na época dos grandes choques – Brasil, 2001 a 2005

Danilo Balthazar Falconi

Matrícula: 107326458

danilobfalconi@yahoo.com.br

Orientador: Prof. Antonio Luis Licha

licha@ie.ufrj.br

Janeiro 2011

As opiniões expressas neste trabalho são de exclusiva responsabilidade do autor

Resumo

O trabalho pretende demonstrar como o Banco Central do Brasil utilizou o arcabouço técnico e teórico de um regime de metas de inflação flexível para combater os grandes choques que atingiram a economia brasileira nos anos 2001 a 2005.

Foi possível verificar que o Banco Central do Brasil, através de suas ações transparentes ao público, flexibilizou a política monetária a fim de escolher o melhor caminho disponível para a inflação e o nível de atividade.

Sumário

Introdução **6**

Capítulo 1 – Metas de Inflação **8**

1.1. – O que é um regime de metas de inflação? 8

1.2. – Vantagens de metas de inflação 8

1.3. – Desvantagens de metas de inflação 10

1.4. – Dificuldades de metas de inflação 11

1.5. – Metas de inflação como um guia para a política monetária 14

1.6. – Metas Ajustadas 16

Capítulo 2 – Os choques de 2001 a 2005 ..... **19**

2.1. – O racionamento de energia e as crises Argentina e Americana 20

2.1.1. – Causas 21

2.1.2. – Atuação do BCB 24

2.1.3. – Perspectiva 24

2.2. – Efeito Lula 25

2.2.1. – Causas 25

2.2.2. – Atuação do BCB 33

2.2.3. – Perspectiva 35

2.3. – Choque de commodities 36

2.3.1. – Causas 36

2.3.2. – Atuação do BCB 39

2.3.3. – Perspectiva 39

2.4. – Panorama geral do período 40

Capítulo 3 – Choques e metas ajustadas **42**

3.1. – Alta volatilidade e credibilidade do regime 43

3.2. – As metas ajustadas para os anos 2003 e 2004 44

3.3. – A meta para o ano de 2005 49

Conclusão **51**

Referências Bibliográficas **53**

Introdução

O Regime de Metas de Inflação foi estabelecido no Brasil em 1999 com o intuito de substituir a âncora cambial (câmbio administrado) como principal método no controle da taxa de inflação. Este novo regime conclui a transição para um sistema de câmbio flutuante.

Após cumprir as metas para os dois primeiros anos do regime, 1999 e 2000, problemas no cenário macroeconômico interno e externo criaram uma alta volatilidade no país e levaram ao não cumprimento das metas estabelecidas para os anos 2001, 2002 e 2003. Fortes choques atingiram a economia brasileira no período 2001 a 2005. As respostas do Banco Central do Brasil a estes choques mostram a importância da flexibilidade no regime de metas de inflação. Esta flexibilidade permitiu o ajuste nas metas de inflação preestabelecidas.

O objetivo desta monografia é apresentar uma base conceitual de um regime de metas de inflação flexível e demonstrar como o Banco Central do Brasil aplicou estes conceitos na economia brasileira. Mais especificamente, procura-se analisar o que causou os choques que atingiram a economia brasileira e como o Banco Central do Brasil "lutou" contra eles, ao fazer os ajustes necessários baseado nesta base conceitual.

A modificação das metas para a inflação mostra como pode ser flexibilizado este regime quando acontecem choques na economia e as técnicas desenvolvidas com o objetivo de mensurar os choques a fim de respondê-los corretamente, considerando a melhor combinação entre inflação e nível de atividade.

Ressalta-se que este trabalho não discute o impacto da política monetária sobre a taxa de câmbio, ou se a política monetária deveria considerar seus efeitos sobre a taxa de câmbio, já que se concentra no dilema inflação e nível de atividade.

O primeiro capítulo desta monografia apresenta a base conceitual que sustenta um regime de metas de inflação flexível, expondo suas vantagens, desvantagens, dificuldades e uma forma de flexibilização deste regime. O segundo capítulo mostra as causas dos choques no período 2001 a 2005 e também como o Banco Central do Brasil respondeu a cada um

deles. Verifica-se no terceiro capítulo como o Banco Central do Brasil utilizou a flexibilidade deste regime para combater e mensurar estes choques.

Capítulo 1 – Metas de Inflação

1.1. – O que é um regime de metas de inflação?

Os cinco elementos principais de uma política monetária de metas de inflação são descritos por Frederic Mishkin (2000, p.1):

> "Inflation targeting is a monetary policy strategy that encompasses five main elements: 1) the public announcement of medium-term numerical targets for inflation; 2) an institutional commitment to price stability as the primary goal of monetary policy, to which other goals are subordinated; 3) an information inclusive strategy in which many variables, and not just monetary aggregates or the exchange rate, are used for deciding the setting of policy instruments; 4) increased transparency of the monetary policy strategy through communication with the public and the markets about the plans, objectives, and decisions of the monetary authorities; and 5) increased accountability of the central bank for attaining its inflation objectives."

É importante verificar que um regime de metas de inflação não trata apenas de fixar e publicar uma meta para o ano seguinte, conforme o primeiro ponto citado acima. Deve existir todo um arcabouço focado em fazer este regime funcionar, o que envolve seguir adequadamente os outros quatro pontos mencionados.

Pode haver várias motivações para se implementar um regime de metas de inflação. Em casos como Reino Unido e Suécia, estes países precisaram de algo que mostrasse ao público que o comprometimento com a política monetária permaneceria disciplinado após seus sistemas que utilizavam o câmbio como instrumento ficassem obsoletos. No caso do Canadá, este regime foi instituído após uma tentativa fracassada de se utilizar um regime de metas monetárias de emissão de moeda. Em outros casos, o regime de metas de inflação foi simplesmente adotado pela necessidade de se ter uma forma institucional para garantir que a inflação reduzida, advinda de uma rígida política monetária executada no passado, fosse mantida.

1.2. – Vantagens de metas de inflação

O regime de metas de inflação pode ser contrastado com outras estratégias de política monetária conforme Frederic Mishkin (2000, p.2):

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

Apesar de ser necessário todo um arcabouço teórico por trás do regime que o permitirá funcionar adequadamente, no qual será utilizada toda a informação disponível para que os instrumentos de política monetária sejam escolhidos com o objetivo de cumprir a meta preestabelecida, o regime de metas de inflação pode ser facilmente entendido pelo público, o que aumenta sua transparência.

Para que o regime de metas de inflação seja capaz de entregar resultados, deve haver um forte compromisso institucional que permita o banco central buscar a estabilidade de preços como seu objetivo principal, conforme Frederic Mishkin (2000, p.3):

> "The institutional commitment to price stability also requires that the central bank be given a mandate to have price stability as its primary goal, making it clear that when there is a conflict with other goals, such as exchange rate stability or promotion of high employment, price stability must be accorded the higher priority."

Este compromisso institucional poder vir até por meio de um banco central independente, mas a idéia principal é que no processo de tomada de decisão dos instrumentos de política monetária não haja interferência de questões políticas. O banco central deve ser permitido a realizar suas escolhas de instrumentos de forma independente. Com estas atribuições, o banco central tem capacidade de escolher seus instrumentos de forma a não ceder a pressões políticas que poderiam surgir principalmente em períodos eleitorais.

Regimes de meta de inflação procuram também deixar bem explicitado ao público o processo de escolha dos instrumentos de política monetária por parte do banco central. Isto pode ser feito através de canais de comunicação simplesmente através de discursos públicos e até com a publicação de relatórios de inflação. A capacidade, abrangência e efeitos dos canais de comunicação servem para explicar e geram os seguintes efeitos conforme Frederic Mishkin (1999, p.22):

> "The above channels of communication are used by central banks in inflation-targeting countries to explain the following to the general public, financial market participants and the politicians: 1) the goals and limitations of monetary policy, including the rationale for inflation targets; 2) the numerical values of the inflation targets and how they were determined, 3) how the inflation targets are to be

> achieved, given current economic conditions; and 4) reasons for any deviations from targets. These communication efforts have improved private-sector planning by reducing uncertainty about monetary policy, interest rates and inflation; they have promoted public debate of monetary policy, in part by educating the public about what a central bank can and cannot achieve; and they have helped clarify the responsibilities of the central bank and of politicians in the conduct of monetary policy."

Desta forma, a busca por transparência e constante comunicação aumentam bastante a capacidade de prestação de contas do banco central perante o público.

1.3. – Desvantagens de metas de inflação

Frederic Mishkin (2000, p.4) aponta as seguintes sete maiores desvantagens de um regime de metas de inflação:

> "Critics of inflation targeting have noted seven major disadvantages of this monetary policy strategy. Four of those disadvantages -- that inflation targeting is too rigid, that it allows too much discretion, that it has the potential to increase output instability, and that it will lower economic growth -- have been discussed in Mishkin (1999) and in Bernanke, et al. (1999), and are in reality not serious objections to a properly designed inflation targeting strategy which is best characterized as "constrained discretion". The fifth disadvantage, that inflation targeting can only produce weak central bank accountability because inflation is hard to control and because there are long lags from the monetary policy instruments to the inflation outcome, is an especially serious one for emerging market countries. The sixth and seventh disadvantages, that inflation targeting cannot prevent fiscal dominance, and that the exchange rate flexibility required by inflation targeting might cause financial instability, are also very relevant in the emerging market country context."

O termo *constrained discretion* – no qual a idéia é que haja uma discrição na condução da política monetária, mas que esta discrição seja limitada – mencionado no trecho acima, é explicado em detalhes na seguinte passagem de Frederic Mishkin (1999, p.26):

> "Useful policy strategies exist that are "rule-like" in that they involve forward-looking behavior which constrains policymakers from systematically engaging in policies with undesirable long-run consequences, thereby avoiding the time-inconsistency problem. These policies would best be described as "constrained discretion.""

As desvantagens mencionadas acima levam a crer que a taxa de inflação não pode ser facilmente controlada pelo banco central e para o caso de países que esta taxa já se encontra em patamares mais elevados, o regime de metas de inflação tende a erros de previsão maiores, o que afeta a credibilidade deste regime. Isto sugere que metas de inflação seria uma

estratégia mais efetiva se implementada em países em que já tenha ocorrido uma desinflação dos patamares mais altos.

A incapacidade do regime de metas de inflação em prevenir a dominância fiscal também é um fator crítico, pois a inexistência desta dominância é um dos pré-requisitos para o bom funcionamento deste regime. Dominância fiscal neste contexto deve ser entendida como uma situação em que a trajetória da divida pública controla a dinâmica da taxa de juros e de câmbio. Ou seja, o aumento da taxa de juros neste ambiente não causaria diminuição da inflação, pois o efeito seria um maior aumento na dívida pública, levando a fuga de capitais e assim elevação da taxa de câmbio e logo da inflação.

A taxa de câmbio flutuante é necessária ao regime, mas flutuações inesperadas podem causar desequilíbrios financeiros. Isto sugere que devido à grande vulnerabilidade das economias de países emergentes à taxa de câmbio, esta taxa não pode ser ignorada ao se tratar da condução da política monetária. Apesar disto, o controle da taxa de câmbio deve estar subordinado ao controle da taxa de inflação.

1.4. – Dificuldades de metas de inflação

Para o funcionamento adequado de um regime de metas de inflação é necessário que haja credibilidade no formulador de política monetária. A constante comunicação desta autoridade perante o público é de suma importância para que a credibilidade seja atingida, mas em um contexto de alta volatilidade como o encontrado em países emergentes esta tarefa torna-se mais árdua.

A comunicação da autoridade monetária com o público, na qual a primeira procura manter seus planos e objetivos bem explicitados a fim de adquirir uma maior credibilidade e assim confiança do público para atingir sua meta. A utilização do regime de metas de inflação traria assim mais coerência, transparência e disciplina para a política monetária.

A divulgação de uma meta de inflação deixa claro ao público e ao mercado a intenção da autoridade monetária em buscar cumprir seus objetivos, diminuindo a incerteza

acerca do patamar futuro da taxa de inflação. De certa forma, esta incerteza apenas reduziria se fosse crível, ou seja, se a autoridade monetária tivesse credibilidade.

Ao deixar explícito ao setor privado quais são as intenções de política a serem tomadas pela autoridade monetária, estimula-se o planejamento do setor privado que pode também ajudar a aumentar e enriquecer o debate quanto à direção da política monetária e aumentar a prestação de contas por parte da autoridade.

A importância de se utilizar metas quanto à inflação é pelo fato deste ser um instrumento palpável ao público em geral e desta forma em situações nas quais a autoridade monetária seja pressionada pelo governo para realizar uma política expansionista, talvez por iminência de eleições ou pela necessidade de se recuperar mais rapidamente de alguma diminuição no crescimento, possa ser tornado de conhecimento geral as conseqüências desta ação. Desta forma, as cartas estariam na mesa para que a atitude fosse tomada, o que serviria como uma forma da própria autoridade proteger-se quanto a críticas de inflação futura.

O processo de comunicação e transparência torna-se de certa forma crucial para se atingir um nível desejado de credibilidade. Este nível permitirá a autoridade monetária realizar as medidas necessárias para atingir suas metas, demonstrando assim estar comprometida com a estabilidade dos preços.

Um ambiente macroeconômico mais volátil e que tenha instituições mais fracas pode tornar um regime de metas de inflação mais desafiante. Levantam-se questões quanto a como obter credibilidade, flexibilidade, como lidar com processo desinflacionário e como devem ser as bandas e metas utilizadas.

A adoção de metas para inflação representa um esforço para aumentar a credibilidade da autoridade monetária em busca de estabilidade de preços. No entanto, leva-se tempo para ganhar credibilidade e agentes privados não confiam logo de início no modo que a autoridade monetária agirá, desconfiando quanto à firmeza desta para reagir a choques. Uma forma de medir a credibilidade adquirida pode ser conforme Svensson (2002a, p. 271):

> "With an explicit inflation target, credibility of the inflation-targeting regime can be measured as the degree of proximity between private-sector inflation expectations and the inflation target."

A credibilidade imperfeita acerca da capacidade de se atingir os objetivos torna-se mais importante devido ao papel da meta de inflação que não é apenas assegurar um nível de longo prazo, mas convergir para níveis mais baixos. Isto pode ser verificado no seguinte trecho de Armínio Fraga et al. (2003, p.15):

> "Imperfect credibility concerning the fulfillment of the targets becomes more important as we consider that the role of inflation targeting in emerging economies is not only to assure that inflation will be around its long-term level, but also make it converge to low levels. In fact, emerging market countries have had to face much higher initial inflation rates than developed countries."

Mesmo assumindo-se uma rápida redução do nível de credibilidade imperfeita, as taxas de inflação convergem apenas gradualmente em direção à meta. Caso houvesse credibilidade perfeita, esta convergência seria automática e não haveria necessidade de reduzir o hiato do produto (diferença entre o produto real e produto potencial).

De acordo com Svensson (2002a, pp.271/272), a economia sofrerá maior variabilidade no produto no início do regime para ganhar credibilidade para que posteriormente a autoridade monetária possa ser mais flexível para atingir suas metas:

> "An idea that makes a lot of sense is that in a new inflation-targeting regime, the central bank Monetary Policy and Real Stabilization should initially put more weight on reducing and stabilizing inflation and be a less flexible inflation targeter in order to more quickly achieve credibility. The cost would be more output-gap variability in the beginning of the regime. The benefit would be an improved tradeoff and lower variability of both inflation and the output gap later on, when credibility has improved and the central bank can afford to be a more flexible inflation targeter."

Fatores como regimes fiscais fracos, riscos associados a sistemas financeiros mal regulados e fortes choques externos são comuns em economias mais voláteis e levam a dominância fiscal, financeira e externa[1]. A fragilidade de um regime fiscal pode comprometer o sucesso de um regime de metas de inflação. Existe assim, a necessidade de regimes monetário e fiscal que não sejam contraditórios. O risco de que um arrocho leve a crise financeira é outro problema para a política monetária. Isto pode ser consequência de um sistema financeiro muito fraco ou muito alavancado que gera dúvidas quanto à defesa da

[1] Uma abordagem mais profunda da questão das dominâncias pode ser vista em Fraga et al. (2003).

âncora nominal da economia por parte do formulador de política monetária. Súbitas pausas no fluxo de capital em direção a estas economias afetam significativamente a taxa de câmbio e desta forma também a inflação, o que leva a juros mais altos para conter a pressão inflacionária. Estas súbitas pausas por si mesmas podem demonstrar uma fraqueza nos fundamentos destas economias e estes choques externos podem também comprometer o cumprimento das metas.

A existência de um comitê de política monetária que se reúne regularmente cria um ambiente propício para se executar política monetária. A publicação de relatórios detalhados em datas determinadas pode ser um ingrediente útil e que traz benefícios substanciais, aumentando a credibilidade e diminuindo incerteza acima das escolhas da autoridade monetária.

O aspecto chave é como criar credibilidade e ao mesmo tempo ser flexível o suficiente para evitar perdas no produto que sejam desnecessárias tornando o sistema custoso e impraticável. Para isto, comunicação e transparência tornam-se cruciais.

1.5. – Metas de inflação como um guia para a política monetária

Da forma que são praticados atualmente, regimes de metas de inflação possuem um grau relativamente elevado de discricionariedade. Assim, possuem uma margem de escopo grande o suficiente para lidar com problemas de curto prazo como desemprego e câmbio, porém balizados por suas metas de inflação de médio e longo prazo.

A evolução da teoria macroeconômica ajudou a fazer crescer a popularidade de regimes de meta de inflação. Um elemento chave seria a idéia de que um patamar baixo de inflação promoveria no longo prazo um ambiente propício ao crescimento econômico e eficiência.

Esta evolução fez também surgir um debate entre a escolha de “regras” ou “discrição”. Do lado das regras, defende-se a idéia de que existe a necessidade de se controlar mais rigidamente a ação da autoridade monetária para que não seja tomada nenhuma medida improdutiva na tentativa de estabilização de curto prazo e também desta forma impedir o viés

inflacionário que possa aparecer em épocas próximas a eleições políticas, algo que seria inerente a políticas discricionárias. Enquanto isto, os defensores da discricionariedade destacam a necessidade de haver uma margem de manobra a fim de lidar com choques na economia que uma política de regras rígidas não seria capaz de ter.

John Taylor (2000, p.3) busca dar mais clareza ao termo "regra para a política monetária" da seguinte forma:

> "There is still some semantic confusion about the exact meaning of the term "monetary policy rule." In my view, a monetary policy rule is simply a contingency plan that specifies as clearly as possible the circumstances under which a central bank should change the *instruments* of monetary policy. For example, the Taylor rule describes the change in the instruments that would accompany an increase in inflation or in real GDP relative to potential GDP. Implicit in this definition, is that the policy rule will in fact be used in the future when those contingencies take place. A policy rule is to be used, and expected to be used, for *many periods into the future*."

Mais a frente no mesmo texto, John Taylor (2000, p.7) também aborda a questão do "Princípio de Taylor", aonde ele procura explicitar mais a fundo o termo *leaning against the wind* na determinação do tamanho da resposta do instrumento de política monetária:

> "The need for greater specificity than "leaning against the wind" is practically important. Theoretical and empirical research has shown that the size of the interest rate responses in policy rules matter greatly for economic performance. Changing the interest rate by more than one for one with the inflation rate is an essential property of a good monetary policy rule. A response that is smaller than one-to-one can result in very poor performance."

Desta forma, o princípio de Taylor busca colocar um parâmetro para o mínimo aumento que a taxa de juros deve sofrer para que responda adequadamente ao aumento da taxa de inflação e assim avaliar-se também a qualidade da política monetária praticada.

Apesar de John Taylor ter sugerido que o *Federal Reserve* tenha utilizado uma regra que pode ser escrita de forma matemática, ele argumenta que isto não implica que haja a necessidade de serem seguidas mecanicamente. Deve haver discricionariedade na avaliação de como esta regra será aplicada, no mínimo, na avaliação dos dados que serão utilizados – segundo Taylor (2000, p.5):

> "However, just because monetary policy rules can be written down as a mechanical-looking mathematical equation does not imply that central banks should follow them mechanically.

> To the contrary, most proposals for monetary policy rules suggest that the rules be used as guidelines, or general policy frameworks, and this applies to emerging market economies as well as to developed economies. Because some discretion is needed to implement the policy rule, the mathematical form becomes an approximation, much like the simplifying assumptions that underlie the models that are used for policy evaluation."

Os regimes de metas de inflação atualmente seguem mais claramente esta visão das metas como um guia para a política monetária do que simplesmente uma regra que deve ser seguida a risca. Isto principalmente devido à incapacidade das regras de lidarem com choques e mudanças estruturais na economia. Verifica-se esta abordagem em Mishkin e Bernanke (1997, p.11):

> "We believe that interpreting inflation targeting as a type of monetary police rule is a fundamental mischaracterization of this approach as it is actually practiced by contemporary central banks. First, at a technical level, inflation targeting does not qualify as a policy rule in that it does not provide simple and mechanical operational instructions to the central bank. […] Second, and more importantly, inflation targeting as it is actually practiced contains a considerable degree of what most economists would define as policy discretion."

1.6. – Metas Ajustadas

Problemas surgem na presença de choques, aumentando a necessidade de transparência da autoridade monetária para que a resposta da política seja clara e correta para os observadores. Para que isto seja possível, deve-se identificar a natureza dos choques e desta forma a autoridade responderá com a política monetária que combinará melhor inflação e produto. Em um mundo de informação perfeita, aonde os choques são precisamente identificáveis, não há razão para se utilizar bandas em torno da meta de inflação. Havendo um desvio da meta, este ocorreria por ser a resposta ótima a algum choque. Esta resposta seria resultado dos parâmetros da economia e da preferência pela inflação da sociedade. Caso o choque seja muito grande, a banda inclusive poderá ser rompida para que seja utilizada a resposta ótima.

Apesar de esporadicamente ser necessário o rompimento das bandas, estas são vistas ora como uma barreira que não deve ser ultrapassada ora devem ser tratadas como um artifício de comunicação entre o formulador de política e o público. Uma banda mais justa pode sinalizar intenção de uma menor volatilidade inflacionária.

Caso a presença de choques seja recorrente pode ser recomendada a utilização de uma meta mais alta, o que pode refletir não apenas uma alta inflação passada, mas também uma maior vulnerabilidade a choques externos. O que pode ser causado possivelmente por efeitos assimétricos de choques de oferta.

A magnitude da resposta ao choque leva a discussão de qual o tamanho do período de tempo a ser usado para se combater o choque. Em economias mais voláteis, nas quais sua autoridade monetária ainda estaria ganhando credibilidade, um período de tempo muito grande poderia acabar demonstrando certa leniência, afetando sua reputação.

Desta forma, não há um horizonte pré-determinado que a autoridade possa utilizar para combater o choque. A autoridade deverá tomar uma atitude que ao mesmo tempo permita acontecer o efeito de transmissão da política monetária (efeito que necessita de horizonte de tempo maior) e também neutralizar o efeito inflacionário permitindo a convergência da expectativa em direção a meta (o que deve ser feito em um curto período de tempo).

Independente da escolha feita pela autoridade monetária, esta deve ser publicamente bem explicada para que não incorra em risco reputacional.

Quando os choques forem grandes ou persistentes demais, haverá a necessidade de se estabelecer uma "meta ajustada". Esta meta é criada para que o efeito primário do choque seja acomodado assim como efeitos de inércia passada. O valor da nova meta é simplesmente a soma dos efeitos citados acima com a meta antiga. O mais importante nesta análise é que o modo operacional a ser utilizado para quantificar os choques e a razão para se modificar a meta, criando-se uma meta ajustada sejam claramente explicados aos agentes privados e de uma maneira bem detalhada. Isto faria com que os agentes pudessem avaliar se a ação da autoridade monetária teve justificativa ou não, tornando os princípios em que política monetária é conduzida mais transparentes.

As vantagens da meta ajustada são descritas conforme abaixo por Armínio Fraga, et al. (2003, pp.42/43):

> "The main advantages of the adjusted target procedure are the following: i) it is a forward looking procedure, ii) it defines clearly the new target to be pursued by the central bank, and iii) it explains how the new target is measured."

O conceito de *constrained discretion* desenvolvido por Bernanke e Mishkin (1997) é de fundamental importância na análise da política monetária. Em especial, o regime de metas de inflação funciona como um guia para a execução da política monetária conforme Taylor (2000) e Bernanke e Mishkin (1997).

Capítulo 2 – Os choques de 2001 a 2005

Este capítulo tem como objetivo descrever o cenário econômico no qual o Brasil estava inserido anteriormente aos choques que vieram a ocorrer no período de 2001 a 2005, suas causas e a forma de atuação do Banco Central do Brasil perante os mesmos. Para isto, utilizamos principalmente os Relatórios de Inflação do período e as Cartas Abertas de 2002, 2003 e 2004 publicadas pelo Banco Central do Brasil.

Durante o período em questão destacam-se três grandes choques:

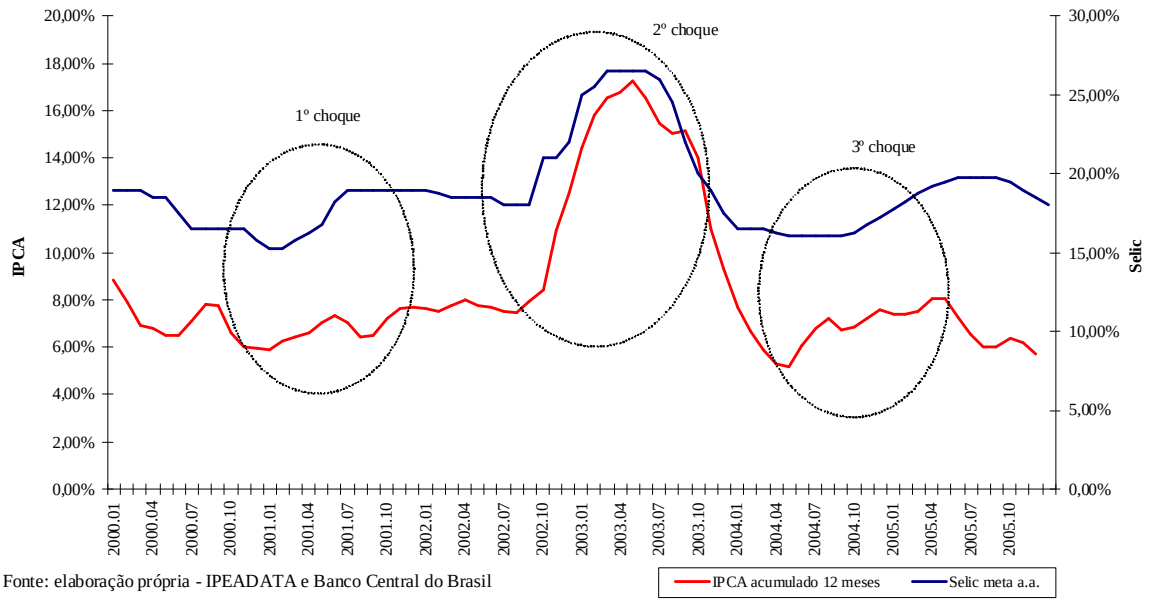
i. Racionamento de energia e as crises Argentina e Americana (2001);

ii. Efeito Lula (2002 e 2003); e

iii. Choque de *commodities* (2004 e 2005).

Estes choques podem ser visualizados com clareza no gráfico 1 que mostra o comportamento do IPCA acumulado em 12 meses e a meta para a taxa Selic ao ano. Percebe-se também, no mesmo gráfico, o grau de firmeza da resposta do Banco Central do Brasil a estes choques.

Gráfico 1 - IPCA acumulado 12 meses X Selic meta a.a.



Fonte: elaboração própria - IPEADATA e Banco Central do Brasil

Apesar do comportamento do Banco Central em resposta às pressões inflacionárias durante este período ter sido bem rígido, buscou-se penalizar o crescimento econômico o mínimo possível – uma vez dada a preferência do Banco Central do Brasil entre inflação e produto. Pode se verificar que o crescimento econômico entre 2001 e 2005 foi mantido e teve sua ascensão iniciada no segundo semestre de 2003 conforme tabela 1.

Tabela 1 - Taxa de Crescimento do PIB - 2000 a 2005

Ano	PIB - var. real anual (% a.a.)
2000	4,31
2001	1,31
2002	2,66
2003	1,15
2004	5,71
2005	3,16

Fonte: elaboração própria - IPEADATA

2.1. – O racionamento de energia e as crises Argentina e Americana

Conforme o Relatório de Inflação de dezembro do ano 2000, as atribuições dadas para possíveis causas de aumento nas taxas de inflação para 2001 são devido aos preços administrados, mas não se visualizavam pressões generalizadas sobre os preços.

Durante o ano 2000 repara-se uma forte influência do reajuste feito nos preços administrados nos meses de julho e agosto sobre as taxas de inflação, mas que tiveram uma diminuição nos últimos meses do ano.

Os indicadores de demanda agregada dos EUA sinalizaram desaceleração no ritmo de crescimento a partir do 3º trimestre do ano 2000, decorrente da prática de elevação da taxa básica (*federal funds*) começada em julho de 1999, com defasagem usual de um ano. A partir desta situação, o FOMC manteve a taxa básica em 6,5% na reunião de dezembro, mesmo patamar de maio com possibilidade de redução. A interpretação era de que as pressões potenciais sobre a inflação reduziram-se significativamente refletindo a desaceleração na demanda agregada.

Com a incerteza quanto à solidez dos fundamentos da economia Argentina, o resultado foi um maior custo de financiamento interno e externo para esta economia. A

percepção de risco melhorou em dezembro de 2000 refletindo o anúncio do acordo financeiro liderado pelo FMI. A Argentina contaria assim com suporte financeiro do Banco Mundial, Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID), do governo da Espanha e do FMI. No âmbito interno, contariam com financiamento de instituições financeiras privadas e investidores institucionais. Este acordo liderado pelo FMI deveria contribuir para o fortalecimento dos fundamentos econômicos da Argentina.

A fim de se atingir o nível de crescimento desejado é necessário que a qualidade do financiamento do balanço de pagamentos seja adequada. A existência de uma perspectiva de queda do preço do petróleo para 2001 era desta forma, favorável. Outro fator para garantir o equilíbrio do balanço de pagamentos era através do investimento externo direto. O problema era que a crise de confiança na economia argentina afetava também a visão perante o Brasil, além do aumento na aversão a risco por parte do investidor externo.

A perspectiva de queda no preço do petróleo somada à desaceleração da economia dos EUA eram fatores que contribuíam para a redução do crescimento mundial trazendo um ambiente de inflação declinante. Isto levaria a uma pausa na restrição monetária nos maiores países industrializados, o que poderia trazer efeitos positivos para o custo do financiamento externo da economia brasileira por favorecer a liquidez internacional.

2.1.1. – Causas

Devido aos choques externos e internos que atingiram a economia brasileira em 2001, a inflação encerrou o ano em 7,67%, acima da meta superior de 6%.

No âmbito externo, temos a desaceleração mundial, o contágio da crise argentina e os ataques terroristas aos EUA como os fatores que causaram a forte depreciação do real em 2001. O câmbio atingiu sua máxima cotação de R$2,84 por dólar em outubro, atingindo uma depreciação de 42,6% de acordo com a carta aberta de 2002 e resultou assim em significativo aumento dos preços internos.

No âmbito interno, merece destaque o crescimento acima do esperado dos preços administrados por contrato, principalmente as tarifas de energia elétrica – o racionamento de energia colocado em pratica durante o ano de 2001 acabou gerando um reajuste maior do que

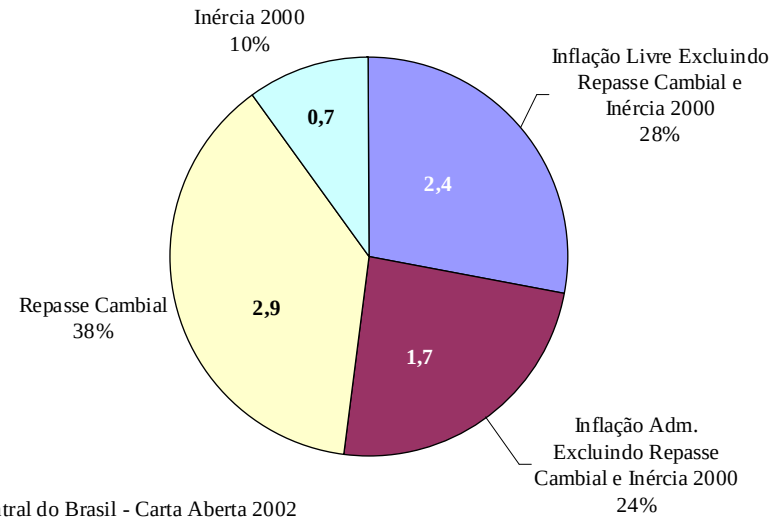
o esperado, refletindo em maiores custos para as empresas. Conforme a carta aberta de 2002 entende-se por preços administrados por contrato, aqueles preços cuja sensibilidade a fatores de oferta e demanda é menor, mas não necessariamente aqueles preços que são diretamente regulados pelo governo.

O agravamento da situação na Argentina e a perspectiva de um desaquecimento mundial mais intenso pressionaram a taxa de câmbio e também levaram a uma percepção de piora no perfil do balanço de pagamentos do Brasil. Além destes dois fatores atuando sobre o câmbio, tivemos a influência da crise de energia ao afetar a percepção externa sobre a evolução futura da economia brasileira e também a incerteza global que se seguiu aos ataques terroristas aos EUA.

Os preços administrados por contrato afetaram a economia na medida em que atingiram reajustes superiores ao esperado. Entre as principais surpresas estão o aumento na eletricidade (aumento de 18% contra previsão de 9%) e o da gasolina (aumento de 7,2% contra previsão de queda de 8%). Estes aumentos foram decorridos dos reajustes contratuais acima da inflação para eletricidade e dos elevados preços do petróleo durante a maior parte do ano.

A inflação de 2001 pode ser decomposta destacando-se os efeitos dos preços administrados por contrato, da inércia inflacionária do ano 2000 e da depreciação cambial (inclusive indiretamente através do efeito sobre preços administrados por contrato como combustíveis e energia).

Gráfico 2 - Contribuições para Inflação em 2001
Percentual do Total e Variação Percentual no Ano (valores internos ao círculo)



Fonte: Banco Central do Brasil - Carta Aberta 2002

De acordo com o gráfico acima, podemos verificar que o efeito da depreciação cambial sobre a inflação em 2001 representou 2,9 pontos percentuais. A inércia herdada do ano 2000 foi responsável por 0,7 ponto percentual e os preços administrados por contrato contribuíram com 1,7 ponto percentual. Assim, a inflação dos preços livres resultou em apenas 2,4 pontos percentuais.

Na carta aberta de 2002 o Banco Central argumenta que podemos considerar a depreciação cambial e a magnitude do aumento dos preços administrados de 2001 como eventos não recorrentes. Poderíamos verificar então qual seria o nível da inflação se a depreciação cambial não tivesse ocorrido na magnitude observada e a inflação dos preços administrados por contrato, uma vez deduzido o repasse cambial e a inércia sobre estes preços, se restringisse a 4%. Com isto, o efeito dos preços administrados por contrato sobre o IPCA seria 0,5 ponto percentual menor.

Retirando-se o 0,5 ponto percentual referente aos preços administrados por contrato e também os 2,9 pontos percentuais referentes ao efeito da variação do câmbio, supondo que este não sofresse alteração em 2001, a inflação do IPCA seria de 4,3%, valor próximo ao centro da meta do ano.

2.1.2. – Atuação do BCB

Em 2001, o Banco Central atuou de maneira preventiva, buscando evitar a propagação dos choques e reduzir potenciais efeitos inflacionários de novas trajetórias da taxa de câmbio e dos preços administrados por contratos. A atuação do Banco Central foi importante para a reversão das expectativas, possibilitando apreciação cambial, redução do prêmio de risco e a melhora nas perspectivas para a economia brasileira.

As projeções do Banco Central no Relatório de Inflação de dezembro de 2000 eram validadas pelos analistas do setor privado. Apesar disto, os choques que atingiram a economia brasileira em 2001 causaram trajetórias de taxa de câmbio e dos preços administrados destoantes do previsto.

O Banco Central buscou atuar de forma preventiva antecipando o efeito dos choques. Para isto, o Copom realizou em março a primeira das cinco elevações na taxa de juros básica, que passou de 15,75% em março para 19% em julho. A política de juros foi complementada pela elevação do percentual do recolhimento compulsório sobre depósitos a prazo e com um período de intervenção no mercado cambial.

A taxa de juros básica foi mantida inalterada até o final do ano, pois o Banco Central julgava que as medidas tomadas já eram adequadas pra evitar a propagação dos choques e assegurar o cumprimento da meta de inflação em 2002.

Os custos para evitar que a meta superior fosse rompida seriam significativamente maiores e também poderia levar a uma taxa de inflação muito abaixo da meta para o ano de 2002, devido às defasagens existentes no canal de transmissão da política monetária. O Banco Central buscou assim, administrar a política monetária tendo em vista o cumprimento da meta 12 a 18 meses adiante, evitando-se a propagação secundária ou inercialização de choques de oferta ou de natureza temporária.

2.1.3. – Perspectiva

Para 2002, era baixa a probabilidade de estes choques se repetirem na mesma magnitude. Ao contrário, esperava-se uma queda da inflação dos preços administrados por

contrato e uma taxa de câmbio que reflita a combinação de redução do risco Brasil e menores taxas de juros internacionais. A política monetária seria orientada no sentido de eliminar o efeito secundário dos choques sobre a inflação, resultantes da inércia herdada do ano de 2001.

2.2. – Efeito Lula[2]

2.2.1. – Causas

O candidato Luiz Inácio Lula da Silva alcançou em maio de 2002 o primeiro lugar nas intenções de voto para a presidência da república. Os analistas do mercado financeiro temiam que a política econômica a ser implementada não permitiria o pagamento da dívida pública dentro das condições estabelecidas. Conforme destaca Giacomelli (*apud* BBC (2002)) do J.P. Morgan (vice-presidente de mercados emergentes), havia neste momento preocupações frente à equipe econômica que Lula poderia montar, mas acreditavam também que as coisas poderiam voltar ao normal dependendo da capacidade do novo governo criar credibilidade.

Durante o ano de 2002, de acordo com a Carta Aberta de 2003, houve uma severa crise de confiança na evolução da economia brasileira. Somada ao forte aumento na aversão ao risco nos mercados internacionais, esses fatos trouxeram efeitos perversos. Podemos destacar então a turbulência no mercado financeiro doméstico, as dificuldades na administração da dívida pública e quedas bruscas no financiamento externo do país como conseqüências destes dois fatores. Além disto, vale ressaltar a forte influência negativa sobre a inflação e nível de atividade da economia.

Quanto ao mercado financeiro doméstico houve queda na demanda por títulos públicos, principalmente aos de maior duração; diminuição da taxa de rolagem dos títulos emitidos pelo Tesouro Nacional que reduziram de 74% (nos quatro primeiros meses do ano) para 30% (junho a setembro) e elevação dos deságios das LFT. Estes fatores resultaram em um aumento da dívida de curto prazo de 25,6% ao final de 2001 para 38,9% ao final de 2002

[2] A incerteza frente à política econômica do possível governo Lula afetou o comportamento do mercado e era chamado pelas reportagens da época de “Efeito Lula”.

e uma diminuição no prazo médio da dívida pública de 35 meses em dezembro de 2001 para 33 meses em dezembro de 2002.

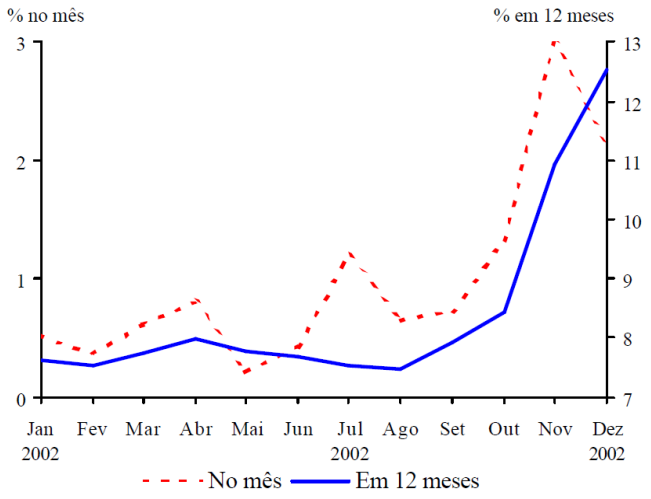
O fenômeno global de queda no fluxo de capital para países emergentes fez cair de 2001 para 2002 o valor de US$140,4 bilhões para US$124,7 bilhões. Na América Latina a redução foi mais acentuada: US$70,2 bilhões para US$39,2 bilhões no mesmo período. Para o caso brasileiro, a retração no fluxo de capitais somou US$27,8 bilhões, refletindo a deterioração das contas de investimentos diretos, empréstimos e financiamentos, capitais de curto prazo e ativos.

O conjunto crise de confiança interna mais crescente aversão global ao risco impactou a economia de forma relevante. Houve impacto tanto no investimento agregado quanto no consumo agregado, fazendo estes perderem participação no PIB de 2001 para 2002.

O cenário de dificuldades afetou fortemente o câmbio (forte depreciação) e as expectativas de inflação (deterioração das expectativas). Estes dois fatores associados à evolução dos preços administrados por contrato e monitorados constituíram os principais fatores para o não cumprimento da meta em 2002.

Durante o primeiro semestre do ano houve relativa estabilidade da inflação (1,5% por trimestre) enquanto no terceiro trimestre atingiu 2,6% e 6,6% nos últimos três meses do ano, demonstrando um comportamento não uniforme durante 2002 (ver gráfico 3).

Gráfico 3 – Inflação mensal e acumulada em 12 meses pelo IPCA em 2002



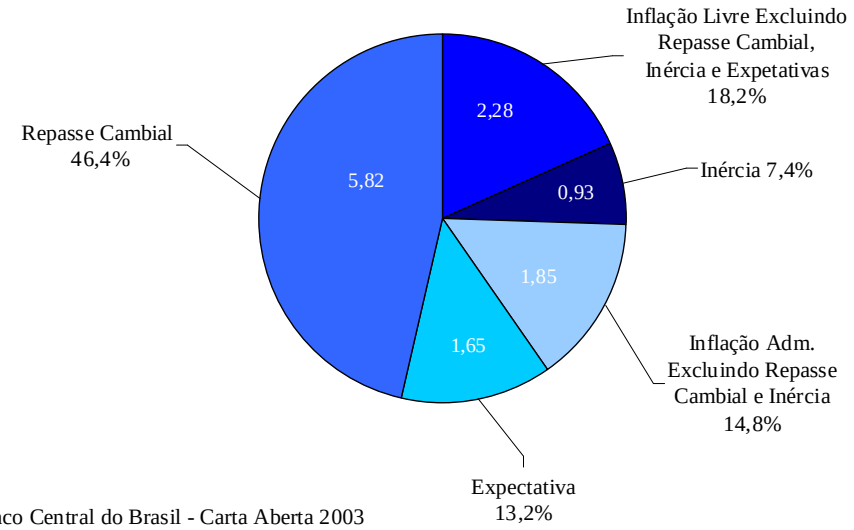
Fonte: Banco Central do Brasil - Carta Aberta de 2003

Os três principais fatores mencionados acima como causas para o não cumprimento da meta de 2002 atuaram com maior intensidade durante a segunda metade do ano. O câmbio depreciou-se em 39% entre os dois semestres ao se verificar as médias de cada período. A mediana das expectativas de inflação que flutuou em torno de 4,5% até setembro piorou rapidamente, atingindo 11% ao final de dezembro. A inflação dos preços administrados por contrato e monitorados que havia sido de 4,9% no primeiro semestre, aumentou para 10,0% no segundo semestre.

A cotação do dólar aumentou de um valor médio de R$2,55 no quarto trimestre de 2001 para R$3,67 no quarto trimestre de 2002. Podemos citar fatores externos e internos que levaram a este resultado através da aversão ao risco conforme a Carta Aberta de 2003. Internamente, a aversão ao risco aumentou devido ao processo eleitoral e assim incertezas frente à evolução da economia brasileira. Externamente, o baixo crescimento mundial, o surgimento de problemas contábeis em grandes empresas americanas, as crises observadas em mercados emergentes e a perspectiva de mais uma guerra no Golfo provocaram aumento na aversão ao risco, com conseqüente redução na liquidez internacional. Essa depreciação do real pressionou significativamente os preços internos. Conforme cálculo da Carta Aberta de 2003 estima-se que o efeito total da depreciação cambial sobre a inflação em 2002 representou 5,8

pontos percentuais. Deste valor, 3,8 p.p. correspondem ao impacto sobre os preços livres e 2,0 p.p., ao repasse sobre os preços administrados por contrato e monitorados (ver gráfico 4).

Gráfico 4 - Contribuições para Inflação em 2002
Percentual do Total e Variação Percentual no Ano (valores internos ao círculo)



Fonte: Banco Central do Brasil - Carta Aberta 2003

Além dos efeitos perversos da aversão ao risco decorrente dos acontecimentos mencionados nos parágrafos acima, deve-se dar atenção na situação interna, destacando-se o crescimento acentuado dos preços administrados por contrato e administrados. A inflação deste conjunto de preços atingiu 15,3%. Definiram-se como preços administrados por contrato e monitorados, aqueles cuja sensibilidade a fatores de oferta e demanda é menor, o que não implica, necessariamente, serem diretamente regulados pelo governo. Destaque especial deve ser dado ao gás de bujão que aumentou 48,3%, álcool, 31,5% e eletricidade, 19,9%. Este conjunto de preços contribuiu com 1,85 ponto percentual para a inflação, deduzido o efeito cambial e da inércia da inflação em 2001.

As expectativas de inflação excederam à meta e contribuíram com 1,65 ponto percentual para a inflação de 2002 devido à crise de confiança na economia brasileira.

A inércia inflacionária herdada do ano de 2001 contribuiu com 0,9 ponto percentual para o IPCA de 2002.

A inflação dos preços livres excluindo o repasse cambial, a inércia herdada de 2001 e o impacto das expectativas de inflação acima da meta respondeu com 2,3 pontos percentuais para o IPCA de 2002.

Na Carta Aberta de 2003, verifica-se qual seria a inflação de 2002 caso a depreciação do câmbio fosse zero, a inflação dos administrados igual a dos preços livres e a expectativa de mercado para inflação permanecido no centro da meta. A inflação de 2002 medida pelo IPCA atingiria 4,3% conforme tabela 2, confortavelmente dentro do intervalo de tolerância.

Tabela 2 - Inflação em 2002

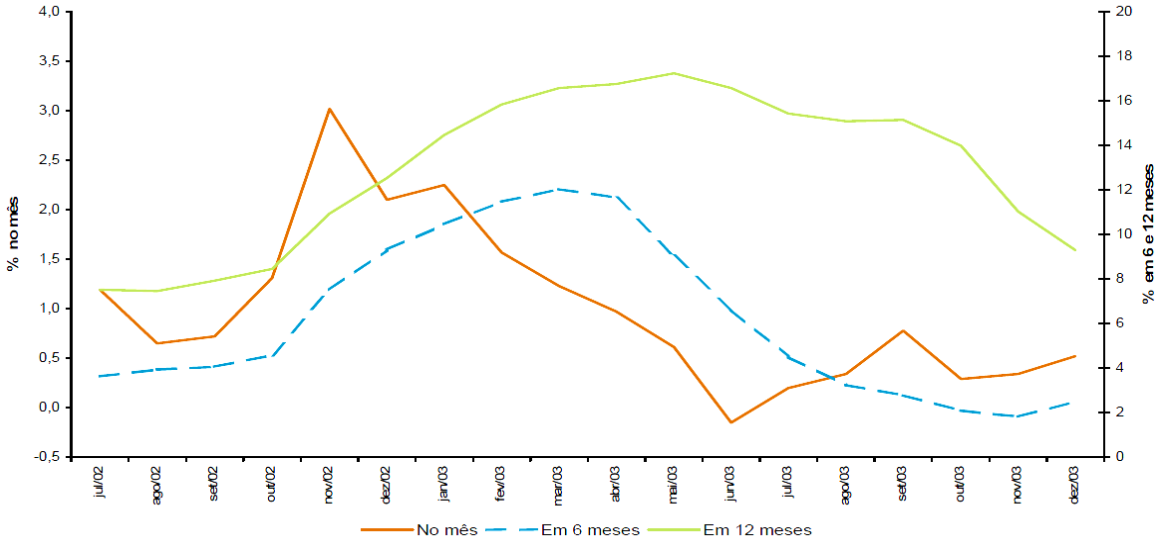
	(%)
Inflação ocorrida (IPCA)	12,53
excluindo o repasse cambial	8,92
excluindo preços administrados	5,98
excluindo impacto expectativas	4,3

Fonte: Banco Central do Brasil: Carta Aberta 2003

Como a meta ajustada para o ano de 2003 referente a 8,5% foi proposta pelo Banco Central através da Carta Aberta de 2003 e não foi definida pelo CMN, houve a necessidade da Carta Aberta de 2004 a fim de justificar a inflação de 9,30%, acima do limite superior da meta definida dia 27/06/2002 (meta 4% com bandas para cima e para baixo de 2,5 pontos percentuais).

No primeiro trimestre de 2003 a inflação atingiu 5,1%, representando 55% da inflação total de 2003 de acordo com a Carta Aberta de 2004. O gráfico 5 mostra os valores da inflação mensal e acumulada em 6 e em 12 meses entre meados de 2002 e 2003.

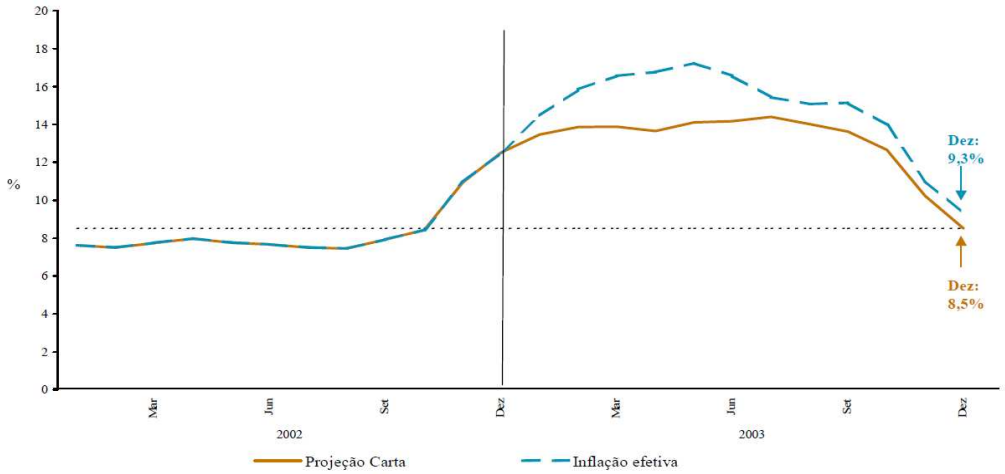
Gráfico 5 – Inflação mensal e acumulada em 6 e 12 meses (2002:7-2003:12) - IPCA



Fonte: Banco Central do Brasil - Carta Aberta de 2004

A projeção da Carta Aberta de 2003 para a inflação ficou bem próxima da efetiva. Apesar do descolamento inicial no primeiro trimestre, quando a inércia inflacionaria foi superior à inicialmente estimada, a diferença foi reduzida devido ao comportamento melhor do que o esperado nos trimestres seguintes conforme gráfico 6 abaixo.

Gráfico 6 – Trajetória compatível com a meta ajustada (Carta Aberta de 2003) e inflação efetiva – valores acumulados em doze meses

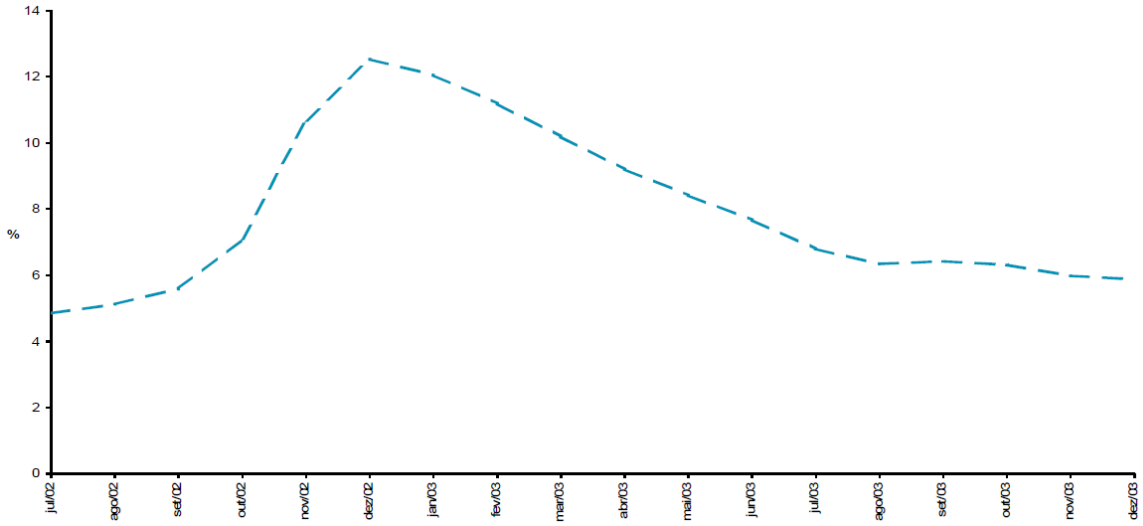


Fonte: Banco Central do Brasil - Carta Aberta de 2004

Os mesmos fatores que levaram à aceleração inflacionária ao final de 2002 podem ser atribuídos aos primeiros meses de 2003. Podemos enfatizar o aumento temporário do grau de persistência inflacionária, retroalimentado pela deterioração das expectativas que era observada desde o quarto trimestre de 2002.

Podemos perceber a piora das expectativas durante o final de 2002 e subsequente melhora ao longo de 2003 no gráfico **7** abaixo.

Gráfico 7 – Expectativa de inflação de mercado para os doze meses seguintes (média mensal)



Fonte: Banco Central do Brasil - Carta Aberta de 2004

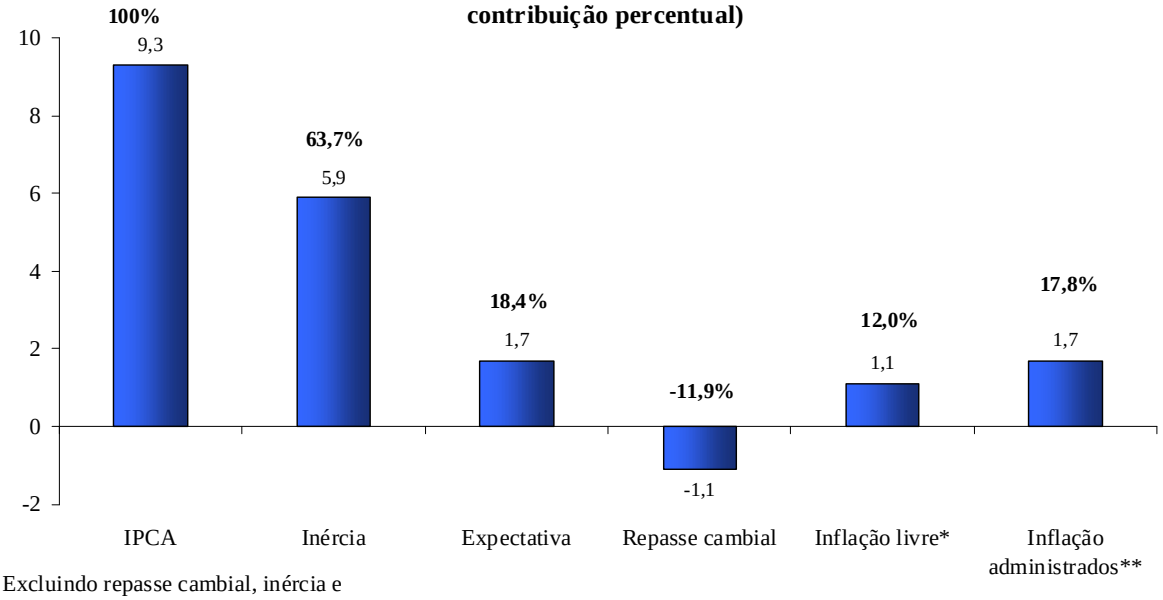
O quadro de crise de confiança foi revertido devido à reafirmação do comprometimento do governo Lula, através de seu ministro da Fazenda Antonio Palocci e do presidente do Banco Central Henrique Meirelles, com a política monetária, o regime de metas e também da política fiscal ao obter superávits primários compatíveis com a sustentabilidade da dívida publica.

O cenário melhorou bastante após meados de 2003 com a recuperação da confiança nas perspectivas sobre a economia e pela volta à normalidade macroeconômica.

A retração da atividade econômica ao final de 2002 e início de 2003, gerada pela necessidade da elevação da taxa de juros, pôde ser revertida no segundo semestre de 2003 com crescimento do PIB de 1% no terceiro trimestre e 1,3**%** no quarto trimestre (referente ao trimestre imediatamente anterior). Com a melhora no cenário, pôde-se estimar uma taxa de crescimento de 3,5% para o PIB de 2004.

Seguindo o procedimento já adotado em cartas abertas anteriores, podemos decompor a variação do IPCA em cinco componentes: i) a depreciação cambial; ii) a inércia associada à parcela da inflação que excedeu a meta em 2002; iii) expectativas de inflação acima da meta; iv) inflação dos preços livres, excluídos os efeitos dos itens anteriores; v) inflação dos preços administrados, excluídos os efeitos dos itens "i" e "ii".

Gráfico 8 – Contribuição para a inflação de 2003 (em pontos percentuais e contribuição percentual)



* Excluindo repasse cambial, inércia e

** Excluindo repasse cambial e inércia.

Fonte: Banco Central do Brasil - Carta Aberta 2004

O componente inercial teve forte impacto na inflação de 2003, respondendo por 63,7% da inflação. Verifica-se assim o principal componente da inflação de 2003, diferente do ocorrido em 2002, quando foi à depreciação cambial.

Em 2003, a taxa de câmbio caiu fortemente. Desta forma, a valorização do real contribuiu para uma menor inflação em 2003.

A contribuição das expectativas para a inflação foi de 1,7 ponto percentual. Seus valores elevados durante o início do ano tiveram forte influência.

A inflação dos preços administrados não teve influência como nos anteriores, respondendo por 1,7 ponto percentual enquanto os preços livres 1,1 ponto percentual.

2.2.2. – Atuação do BCB

O Banco Central, durante o ano de 2002, definiu suas decisões de política monetária baseando-se na comparação entre as projeções de inflação e a meta ajustada.

Durante o início do ano de 2002, diante de uma conjuntura econômica favorável, o Copom promoveu reduções na Selic – duas de 0,25 p.p. cada – seguida de outra de 0,5 p.p. em julho. O Copom tinha em mente além da projeção para inflação de 2002, as projeções para 2003, que estavam significativamente abaixo da meta. Com a deterioração do cenário doméstico nos últimos dias de setembro, com a taxa de câmbio atingindo R$3,90 por dólar ao final do mês, a publicação de indicadores preliminares de índices de preços projetando aumento da inflação em outubro contaminou as expectativas de inflação para 2003. Com isto, o Copom define uma reunião extraordinária, na qual se decidiu pelo aumento da meta para a Selic em 300 p.b., situando-se em 21% a.a. A nova piora na situação durante os meses de novembro e dezembro, o Copom promove alta de 100 p.b. e depois mais 300 p.b. encerrando o ano a Selic meta em 25% a.a.

Na Carta Aberta de 2003, o Banco Central afirma que a elevação da taxa de juros teve por objetivo inibir os reajustes de preços, contribuir para a coordenação das expectativas, impedir que a deterioração das expectativas de inflação se autorealizasse e evitar a propagação dos choques de oferta, inibindo o aumento generalizado dos preços. Ressalta-se que os aumentos da meta para a taxa de juros no último trimestre de 2002 tiveram como principal objetivo fazer com que as projeções para a inflação de 2003 retornassem a uma trajetória compatível com as metas para a inflação.

Para que não haja excessiva penalização ao nível de atividade, o Banco Central não busca atingir a meta de inflação a qualquer custo e desta forma leva em consideração a natureza dos choques que atingem a economia. Neste contexto que foi aplicada a meta

ajustada, onde se adicionam a inércia da inflação herdada do ano anterior a ser acomodada naquele ano e o efeito primário do choque dos preços administrados por contrato e monitorados. Diante de choques de oferta, como a recente crise de confiança e o aumento dos preços administrados por contrato e monitorados acima da inflação dos demais preços da economia, o Banco Central buscou guiar a política monetária de modo a acomodar o impacto direto dos choques sobre o nível de preços, mas combater seus efeitos secundários. Além disso, o impacto da inflação do ano anterior via inércia, não deve necessariamente ser combatido em um único ano. O Copom entendeu que os efeitos inerciais deveriam ser neutralizados em um prazo mais longo do que um ano.

Com base na visão acima, através da Carta Aberta de 2003 o Banco Central estabeleceu as metas ajustadas para os anos de 2003 e 2004 em 8,5% e 5,5% respectivamente.

A idéia era que a inflação convirja para o intervalo de tolerância da meta em dois anos, tendo a inércia combatida gradualmente para que não incorra em perdas expressivas do crescimento do produto.

Com a diminuição da inércia herdada ano a ano, com a hipótese de não haver depreciação cambial e com a melhora das expectativas, esperava-se a inflação de 2004 menor do que 2003.

De acordo com a Carta Aberta de 2004, o Banco Central especificamente em 2003 direcionou a política monetária para reverter o quadro de incertezas agudas na economia e fazer as projeções de inflação convergirem para as metas ajustadas estabelecidas na Carta Aberta de 2003, levando em consideração também os custos envolvidos em termos de perda de produto.

Uma ação pouco decidida por parte da autoridade monetária não seria suficiente para controlar a aceleração inflacionária, pois esta não advinha apenas de um choque externo, mas também possuía relação direta com a deterioração das expectativas dos agentes privados. Não era um cenário que representava um desvio da trajetória de longo prazo da inflação que se reverteria automaticamente.

Nesse quadro, o Copom decidiu elevar a meta para taxa Selic de 25% em dezembro de 2002 para 25,5% e 26,5% nas reuniões de janeiro e fevereiro de 2003. Este patamar foi mantido até junho, quando iniciaram a trajetória de queda para a meta da taxa Selic. O recolhimento compulsório sobre os depósitos à vista também foi elevado em fevereiro de 2003.

Conforme exposto na Carta Aberta de 2004, os primeiros resultados das medidas de política monetária e da austeridade fiscal começaram a aparecer ainda no primeiro semestre de 2003. O câmbio caiu de R$3,59 em fevereiro para R$3,00 dois meses depois em resposta ao aumento na taxa de juros. As expectativas de inflação do mercado para 2003 e 2004 mostravam forte resistência à queda, dificultando o cumprimento das metas como também criando um ambiente propício a que se reinstituíssem mecanismos de indexação, mas com a manutenção da postura austera começaram a ceder.

A flexibilização da política monetária só poderia ser feita quando houvesse convergência das expectativas para as metas e redução significativa da incerteza sobre a economia. Isto pôde ser verificado no Relatório de Inflação de junho de 2003 – quando as expectativas do mercado para a inflação doze meses à frente encontravam-se em 7,4%, valor próximo ao contido na trajetória das metas (7,2%) – permitindo assim, junto do controle da demanda agregada e da apreciação cambial, a taxa de inflação entrar em queda.

Desta forma, o Copom iniciou o processo gradativo de redução da Selic, que alcançou 16,5% em dezembro, e também reduziu em agosto a alíquota de recolhimento compulsório sobre depósitos à vista.

2.2.3. – Perspectiva

Como resultado final, o nível de atividade demonstrou sinais de recuperação em meados de 2003. Antes mesmo do esperado pela maior parte dos analistas devido à retomada da confiança na economia, crescimento das exportações, e mais ao final de 2003, da flexibilização da política monetária.

De acordo com o Relatório de Inflação de dezembro de 2003, a eficácia das medidas de política monetária e fiscal adotadas, propiciou a superação dos fatores de risco presentes no

início de 2003 e desta forma pôde-se verificar uma evolução dos preços favorável ao final do ano e também redução da expectativa de inflação do mercado, convergindo para as metas.

Apesar do cenário positivo ao final de 2003, esperava-se para os meses seguintes ainda fatores que poderiam pressionar os preços temporariamente. Entre eles, reajustes previstos para os itens monitorados e também aumento do preço dos alimentos *in natura,* de recreação dos gastos com educação por motivos sazonais.

2.3. – Choque de commodities

2.3.1. – Causas

O aumento dos preços das *commodities* em março de 2004, em uma economia com nível de atividade elevado, afetou o Índice de Preços por Atacado e posteriormente, em maio, o IPCA interrompeu sua série de recuo.

As *commodities* metálicas impactaram com maior intensidade os preços ao consumidor, principalmente os produtos pertencentes à cadeia de ferro, aço e derivados. Desta forma, afetaram os preços dos bens de consumo durável, com altas de 3,9% em 2003 e de 8,9% em 2004.

O crescimento dos não-comercializáveis, de acordo com IPEA (2006), pareceu estar associado aos rendimentos reais da população e à demanda das famílias. Indicadores convencionais sobre demanda agregada confirmam a existência de pressões de demanda na economia. O indicador de utilização da capacidade instalada na indústria produzido pela CNI entre agosto de 2003 e outubro de 2004 subiu de forma ininterrupta.

Para os anos de 2004 e 2005 verifica-se uma influência muito maior da inflação dos preços livres e administrados na composição da inflação. Outro ponto de destaque, principalmente em 2005, é a contribuição positiva da taxa de câmbio para a inflação com a valorização do real frente ao dólar.

A inflação medida pelo IPCA alcançou 7,6% em 2004, situando-se dentro do intervalo de tolerância estabelecido pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) que possuía como meta o valor de 5,5% com banda de 2,5 p.p. para cima e para baixo.

Os preços livres aumentaram 6,5% em 2004, enquanto os preços administrados 10,2%. Assim, os dois correspondem por 61,3% e 38,7% na taxa de inflação medida pelo IPCA de acordo com o Relatório de Inflação de março de 2005.

Para o ano de 2005, os preços livres e administrados aumentaram 4,32% e 8,96% respectivamente, resultando em uma inflação medida pelo IPCA de 5,69%.

A oferta favorável de produtos agrícolas e a apreciação cambial a partir do segundo trimestre de 2004 afetaram positivamente os preços livres. Isto gerou redução na variação dos preços do grupo alimentação, de 7,5% em 2003, para 3,9% em 2004.

Conforme o Relatório de Inflação de março de 2005, enquanto o grupo alimentação atuou positivamente vide os fatores acima, a desaceleração dos preços livres em 2004 não foi mais expressiva em virtude de três fatores: a persistência observada em itens cujos reajustes refletem a inflação do ano precedente; a evolução dos preços internacionais do petróleo; e alta dos preços das *commodities* metálicas, em especial, ferro e aço.

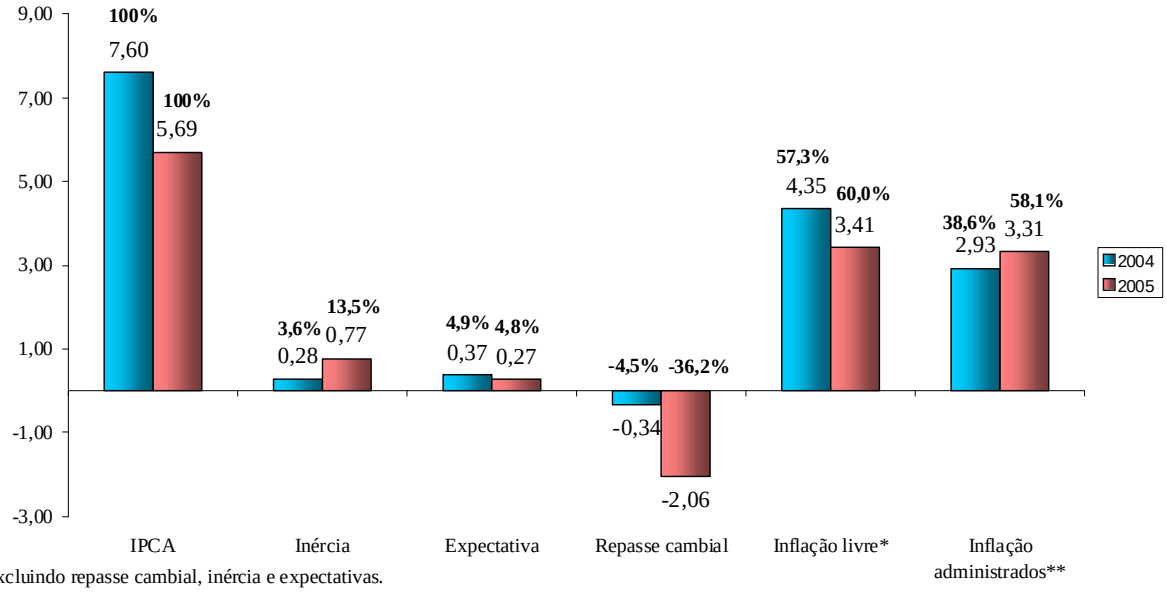
O efeito da inflação passada pode ser verificado principalmente nos preços monitorados pelo efeito de indexação contratual para reajustes.

O aumento médio de 32,8% no preço do barril do petróleo durante 2004 provocou alterações nos preços de insumos químicos e de matérias plásticas no atacado, com reflexos sobre os preços ao consumidor de bens afins.

Da mesma forma que foi feito nas Cartas Abertas e utilizando-se dos mesmos procedimentos, podemos decompor o IPCA nos mesmos cinco componentes: i) a depreciação cambial; ii) a inércia associada à parcela da inflação que excedeu a meta em 2002; iii) expectativas de inflação acima da meta; iv) inflação dos preços livres, excluídos os efeitos dos itens anteriores; v) inflação dos preços administrados, excluídos os efeitos dos itens "i" e "ii".

Para os anos de 2004 e 2005 podemos decompor a inflação conforme o gráfico 9.

Gráfico 9 – Contribuição para a inflação - 2004 x 2005 (em pontos percentuais e contribuição percentual para o respectivo ano)



* Excluindo repasse cambial, inércia e expectativas.
** Excluindo repasse cambial e inércia.
Fonte: Relatório de Inflação - Março/2006

Em 2005 o Banco Central do Brasil calibrou a política monetária para uma meta de 5,1% devido à deterioração das expectativas de inflação ao final de 2004. A inflação encerrou o ano em 5,69%, registrando queda pelo terceiro ano seguido. Retirando-se os efeitos da inércia, da variação cambial e das expectativas, e se leva o peso de cada grupo em consideração, os grupos preços livres e administrados deram praticamente a mesma contribuição na inflação de 2005. Vale ressaltar que a valorização do câmbio teve papel importante, contribuindo com -2,1 p.p. (-1,1 p.p. referente aos preços livres e -1,0 p.p. referente aos administrados)

Conforme conclusão do Relatório de Inflação de março de 2005, a piora na inflação ao final de 2004 e início de 2005 resultou de pressões associadas a choques de oferta, em especial as altas nos preços dos produtos *in natura* e de insumos importantes na cadeia produtiva; de mecanismos de indexação; e do aquecimento da demanda, decorrente da expansão da renda e do crédito.

2.3.2. – Atuação do BCB

Diante dos acontecimentos traçados acima, o Copom iniciou um processo de ajuste na política monetária, elevando em setembro de 2004 a taxa de juros básica de 16,0% a.a. para 16,25%. Nos meses seguintes, outubro a março, a meta para a Selic foi elevada 0,5 p.p. à cada reunião e encerrou o trimestre em 19,25% a.a. Em abril, maio e junho de 2005 os aumentos foram de 0,24 p.p. fazendo a meta para a Selic atingir 19,75%. Apenas em setembro de 2005 houve redução da taxa que atingiu 18,0% em dezembro de 2005.

Vale ressaltar que os custos em termos de atividade não foram maiores do que em experiências anteriores de desinflação, com o crescimento do PIB de 2004 e 2005 atingindo taxas de 5,71% e 3,16% respectivamente.

O processo de redução da meta para a taxa Selic foi resultado da convergência das expectativas da inflação futura para as metas de inflação estabelecidas pelo CMN, devido ao ciclo de aumento iniciado em 2004. A convergência e a consolidação de um cenário de estabilidade econômica contribuirão para a manutenção do processo de redução progressiva da percepção de risco macroeconômico e assim abrindo caminho para taxas de juros reais menores.

2.3.3. – Perspectiva

Ao final de 2005, a taxa de inflação medida pelo IPCA encerrou em queda pelo terceiro ano seguido.

No cenário externo, de acordo com o Relatório de Inflação de março de 2006, observam-se dois cenários distintos: melhora expressiva da percepção de risco associada ao País e ligeira deterioração das condições excepcionais de liquidez internacional, na esteira de incertezas associadas à evolução da política monetária nas economias centrais.

Apesar desta situação externa, no mesmo Relatório, era atribuído ao cenário interno o maior risco para a trajetória futura da inflação. Por outro lado, era esperado que a atividade econômica continuasse em expansão, seguindo o ritmo de crescimento da oferta de forma a não resultar em pressões significativas sobre a inflação.

Verificou-se também uma redução das expectativas do mercado perante os índices gerais de preços, com recuo para 2006 e estabilidade das previsões para 2007. Esta melhora nas expectativas pôde ser atribuída à estabilidade das projeções para os índices gerais de preços e para o reajuste dos preços administrados em 2006, pela perspectiva do mercado de apreciação da taxa de câmbio e pelos efeitos defasados da política monetária praticada durante os anos de 2004 e 2005.

A forma com que a política monetária foi aplicada durante os últimos anos, respondendo de forma firme às pressões inflacionárias existentes, criou assim condições favoráveis para que a economia pudesse atingir um ritmo de crescimento sustentável nos anos à frente.

2.4. – Panorama geral do período

Os modelos estruturais utilizados pelo Banco Central permitiram estimar o efeito dos diferentes fatores da inflação no índice de inflação medido. Conforme mencionado em trechos acima, os cinco componentes são: i) a depreciação cambial; ii) a inércia associada à parcela da inflação que excedeu a meta em 2002; iii) expectativas de inflação acima da meta; iv) inflação dos preços livres, excluídos os efeitos dos itens anteriores; v) inflação dos preços administrados, excluídos os efeitos dos itens "i" e "ii". A tabela 3 mostra a contribuição destes componentes no período 2001 a 2005.

Tabela 3 - Contribuição dos componentes da inflação de 2001 a 2005 - em pontos percentuais

Componente	2001	2002	2003	2004	2005
IPCA (variação %)	7,7	12,5	9,3	7,6	5,7
Inércia	0,7	0,9	5,9	0,3	0,8
Expectativa	-	1,7	1,7	0,4	0,3
Repasse Cambial	2,9	5,8	-1,1	-0,3	-2,1
Inflação livre*	2,4	2,3	1,1	4,4	3,4
Inflação administrados**	1,7	1,9	1,7	2,9	3,3

* Excluindo repasse cambial, inércia e expectativas
** Excluindo repasse cambial e inércia
Fonte: Relatório de Inflação - Março/2006

Podemos verificar que a influência de cada um dos componentes varia ao longo dos anos. Nos anos de 2001 e 2002 percebe-se a forte influência da depreciação cambial sobre os índices de preços. Já em 2003, tivemos o efeito da deterioração das expectativas, mas o principal componente foi a inércia herdada dos anos anteriores, refletindo indiretamente os efeitos da depreciação cambial. Apesar deste efeito indireto, o câmbio passou a influenciar positivamente a inflação nos anos de 2003 a 2005, sendo o maior efeito em 2005. Para os anos de 2004 e 2005, com a inflação convergindo para as metas, houve diminuição da influência da inércia e das expectativas. Desta forma, para os anos de 2004 e 2005 os principais componentes foram os preços livres e administrados.

Durante os anos 2001 a 2005, o Banco Central do Brasil respondeu rigidamente às ameaças de inflação que se fizeram presentes. Isto pode ser facilmente verificado ao compararmos a trajetória da taxa de inflação medida pelo IPCA com a meta para a taxa Selic. Ou seja, em resposta às maiores pressões inflacionárias do período tivemos fortes altas na taxa Selic, combatendo os choques do período, atenuando as pressões inflacionárias e trazendo as expectativas e índices de inflação para os níveis desejados.

As decisões de política monetária do período foram tomadas procurando não penalizar o nível de atividade além do considerado necessário, conforme pode ser verificado pelo desempenho do PIB nestes anos e dada a preferência do Banco Central do Brasil entre inflação e nível de atividade.

Capítulo 3 – Choques e metas ajustadas

No primeiro capítulo desta monografia, foram demonstradas as principais idéias que sustentam uma estratégia de política monetária como o regime de metas de inflação. Além disto, foram expostas também as vantagens, desvantagens e dificuldades que um regime de metas de inflação está sujeito, posicionando este regime como um guia no qual a política monetária deve se basear. No segundo capítulo, verificamos os motivos dos choques que incidiram na economia brasileira e como foi a resposta do Banco Central do Brasil a estes choques.

Este capítulo tem por objetivo demonstrar como foi o processo de criação das metas ajustadas para os anos de 2003 e 2004, explicitando como foram medidos os choques sobre os preços administrados e preços livres. Deve ser verificada neste contexto a importância de um regime de política monetária flexível o suficiente para lidar com estes choques. Esta flexibilidade foi importante para não incorrer em custos desnecessários ao nível de atividade do país e ao mesmo tempo manter a credibilidade do Banco Central do Brasil. A tabela 4 mostra o histórico das metas para a inflação no período 1999 a 2006.

Tabela 4: Histórico de Metas para a Inflação no Brasil

Ano	Norma	Data	Meta (%)	Banda (p.p.)	Limites Inferior e Superior (%)	Inflação Efetiva (IPCA % a.a.)
1999			8	2	6-10	8,94
2000	Resolução 2615	30/6/1999	6	2	4-8	5,97
2001			4	2	2-6	7,67
2002	Resolução 2744	28/6/2000	3,5	2	1,5-5,5	12,53
2003[1/]	Resolução 2842	28/6/2001	3,25	2	1,25-5,25	9,3
	Resolução 2972	27/6/2002	4	2,5	1,5-6,5	
2004[1/]	Resolução 2972	27/6/2002	3,75	2,5	1,25-6,25	7,6
	Resolução 3108	25/6/2003	5,5	2,5	3-8	
2005	Resolução 3108	25/6/2003	4,5	2,5	2-7	5,69
2006	Resolução 3210	30/6/2004	4,5	2	2,5-6,5	3,14

[1/]A Carta Aberta, de 21/01/2003, estabeleceu metas ajustadas de 8,5% para 2003 e de 5,5% para 2004. Para 2005, o BCB considerou uma meta de 5,1%

Fonte: Banco Central do Brasil. Disponível em: http://www.bcb.gov.br/Pec/metas/TabelaMetaseResultados.pdf

3.1. – Alta volatilidade e credibilidade do regime

Conforme explicitado no primeiro capítulo desta monografia, os cinco principais elementos da política monetária de um regime de metas de inflação são: i) o anúncio público de uma meta numérica para a inflação; ii) estabilidade de preços como um compromisso institucional e principal objetivo da política monetária; iii) utilização de diversas variáveis no processo de escolha do instrumento de política; iv) estratégia de política monetária transparente; e v) grande prestação de contas da autoridade monetária. Dentre estes cinco elementos, o anúncio público de uma meta numérica para a inflação pode ser destacado como elemento central.

Em alguns momentos, esta meta numérica pode ser modificada – como pôde ser verificado no Brasil para os anos de 2003 e 2004 – por uma meta ajustada devido a choques que afetem a economia do país. O grande problema, principalmente em países emergentes como Brasil, é a dificuldade de lidar com os choques que incidem nestas economias mais voláteis e ao mesmo tempo manter a credibilidade e confiabilidade do regime de metas de inflação. A autoridade precisa evitar impactos desnecessários sobre o nível de atividade e desta forma mostrar que o regime não é tão custoso. É neste momento que se torna importante a constante comunicação da autoridade monetária com o público, a fim de informar ao último com o máximo de clareza possível os motivos da alteração da meta e também os métodos utilizados no cálculo dos choques e assim das metas ajustadas.

Além da mensuração dos choques e escolha da dimensão do instrumento a ser utilizado para combatê-lo, deve-se primeiramente identificar a natureza do choque. Em caso de choques de demanda, o consenso entre economistas acadêmicos e diretores de bancos centrais pelo mundo é de combater diretamente os choques modificando a taxa de juros de política e não incorrendo em grandes perdas no nível de atividade. Para choques de oferta, o consenso indica a necessidade de acomodar os efeitos primários dos choques e combater os efeitos secundários dentro de um horizonte de tempo a ser estabelecido. Torna-se assim importante a correta identificação dos choques e a habilidade do banco central de mostrar ao público que a escolha do instrumento para combater o choque de tal natureza está correta.

Desta forma, a resposta ótima do banco central dependerá da natureza do choque e de outros fatores como parâmetros econômicos, elasticidades e da preferência da sociedade entre nível de atividade e inflação; conforme Fraga et al. (2003, p.32):

> "In general, the optimal response will depend on the nature of the shock, on a number of economic parameters and elasticities, and on the preferences of society relative to the inflation versus output-gap volatility trade-off."

Uma vez identificados os choques, o banco central poderá escolher a forma que utilizará a política monetária para combatê-los e escolher o caminho da inflação e do nível de atividade da economia. Uma das maneiras de lidar com os choques é através da "meta ajustada", procedimento adotado pelo Banco Central do Brasil para responder ao choque de 2001-2002 também conhecido como "Efeito Lula".

Dependendo do tamanho do choque que incidiu sobre a economia do país, existe a possibilidade de rompimento das bandas definidas em torno do ponto central da meta de inflação. As bandas em alguns momentos são vistas como barreiras que não devem ser rompidas e em outros apenas como um mecanismo de comunicação. Devido às possíveis formas de interpretação das bandas, o banco central deve ser transparente e explícito quanto ao caminho desejado para que a inflação retorne à meta estabelecida e não perca a confiança dos agentes econômicos.

De acordo com Fraga et al. (2003, p.35); a rapidez da resposta do banco central frente a choques de oferta não é totalmente previsível mas deve ser claramente explicitada ao público para que não haja risco reputacional:

> "In practice, there is no magic number for the horizon that central banks should use to guide its reaction to supply shocks. It should be long enough to allow the workings of the monetary policy transmission mechanisms and some degree of smoothing of the effects of the shock. On the other hand, it should be short enough to neutralize part of its inflationary effect and allow convergence of inflation expectations to the target. At any rate, it is crucial that the central bank's response be clearly explained so as to avoid reputational risk."

3.2. – As metas ajustadas para os anos 2003 e 2004

O período entre os anos 2001 e 2005 foi de alta volatilidade e turbulência. Neste período é possível verificar na prática como o Banco Central do Brasil aplicou todos os

conceitos gerais do regime de metas de inflação como um guia para a política monetária explicitados ao longo desta monografia.

O objetivo desta seção é mostrar de forma simplificada a metodologia empregada pelo Banco Central do Brasil no cálculo do impacto inflacionário dos choques de oferta – que levaram à criação das metas ajustadas – assim como o impacto secundário de choques passados (devido à inércia inflacionária). A idéia do Banco Central do Brasil era simplesmente acomodar o impacto direto dos choques de oferta presentes no momento e delimitar um horizonte para eliminar o efeito secundário dos choques passados.

Primeiramente o Banco Central do Brasil verificou a natureza e persistência dos choques. Após isto, foi possível traçar quais os possíveis caminhos a seguir dependendo da escolha que fosse feita quanto ao nível da taxa de juros escolhida para combatê-los. Esta escolha foi feita com base nas preferências do Banco Central do Brasil quanto à inflação e nível de atividade. Vale ressaltar que esta escolha do caminho a ser seguido e os demais caminhos disponíveis foi divulgada pelo Banco Central do Brasil, demonstrando a constante comunicação deste com o público, o que aumenta sua credibilidade.

Como os efeitos inflacionários dos choques sobre a economia podiam durar um ano ou mais, o nível ótimo da inflação no caminho à frente escolhido indicava uma inflação superior à meta anteriormente escolhida. Como o Banco Central do Brasil estaria assim buscando uma inflação diferente da inicialmente determinada pela meta, ele utilizou uma "meta ajustada".

Apesar do Banco Central do Brasil perder credibilidade por modificar uma meta de inflação anteriormente definida, o ganho de credibilidade ao definir claramente as razões desta modificação que é publicamente divulgada é mais significativo. Da mesma forma, a autoridade monetária perderia mais credibilidade se mantivesse a meta definida anteriormente enquanto buscasse a outra meta (escolhida a partir dos caminhos disponíveis explicitados acima).

Conforme Fraga et al. (2003, p. 38), um choque de custos, como aumento de preços administrados acima da inflação dos outros preços da economia, deve ser respondido pela

política monetária acomodando o impacto direto do choque no nível de preços mas combatendo seus efeitos secundários:

> "Facing cost shocks, such as the increase of regulated prices above the inflation of the other prices of the economy, monetary policy should be calibrated so as to accommodate the direct impact of shocks on the price level, but to fight their secondary effects."

O Banco Central do Brasil teve o choque dos preços administrados e do câmbio como um de seus principais desafios. Tratando estes choques como de oferta, conforme citado acima, a orientação para a política monetária seria (e foi) eliminar apenas o efeito secundário dos choques sobre a inflação. O efeito primário do choque dos preços administrados foi acomodado totalmente e adicionado à meta ajustada. A tabela 5 abaixo mostra como foi composta a meta ajustada para os anos de 2003 e 2004.

Tabela 5 : Meta Ajustada para a Inflação de 2003 e 2004

Linha	Item	2003	2004
(a)	Meta para a Inflação Decidida pelo C.M.N.	4,0	3,75
(b)	Choque dos Preços Administrados e Monitorados[1]	1,7	1,1
(c)	Inércia a Ser Combatida nos Anos Seguintes[2]	2,8	0,6
	Inércia Herdada do Ano Anterior (total)	4,2	1,0
	Sobre os Preços Administrados	1,4	0,4
	Sobre os Preços Livres	2,8	0,6
(d)	Meta Ajustada (= (a) + (b) + (c))	8,5	5,5

Obs: 1) Para o cálculo do choque retira-se o efeito da inércia e do câmbio sobre a inflação dos administrados e monitorados
2) A inércia a ser combatida nos anos seguinte equivale a 2/3 da inércia herdada do ano anterior.
Fonte: Banco Central do Brasil - Carta Aberta de 2003

O impacto inflacionário de primeira ordem do choque dos administrados é definido como a variação dos preços administrados que excede a meta para inflação, ponderada pelo peso dos administrados no IPCA, descontados os efeitos da inércia inflacionária e da variação cambial sobre os administrados, conforme nota técnica do Banco Central do Brasil número 22[3].

$$ChA = (\pi_{adm} - \pi^{*})*\omega_{adm} - (IA + CaA),$$

[3] Ver de Freitas et al. (2002)

onde:

ChA = impacto inflacionário de primeira ordem dos preços administrados;

π_{adm} = inflação dos preços administrados;

π^* = meta para a inflação;

ω_{adm} = peso dos administrados no IPCA;

IA = efeito da inércia do ano anterior sobre a evolução dos preços administrados; e

CaA = efeito da variação cambial sobre a evolução dos preços administrados.

O efeito da inércia inflacionária é excluído porque mecanismos de propagação inflacionária devem ser neutralizados pela política monetária no período julgado adequado (baseando-se na aversão à inflação do banco central e outros parâmetros). Já o efeito da variação cambial é excluído porque esta variável é afetada pela política monetária e também pela possibilidade de refletir choques de demanda. Caso incluíssem o efeito da variação cambial, a política monetária estaria validando qualquer pressão inflacionária vindo da variação cambial (incluindo pressões de demanda). Desta forma, mantém-se apenas o componente de mudança de preço relativo que não tem relação com a atuação do Banco Central – ou seja, aqueles que são predeterminados ou *backward-looking* – ao se medir o choque de primeira ordem nos preços administrados. Isto fez com que o impacto primário dos preços administrados causasse um acréscimo de 1,7% à meta.

Além de acomodar o impacto primário dos preços administrados, o Banco Central do Brasil buscou combater 1/3 da inércia herdada do ano anterior enquanto 2/3 foi acomodado adicionando-se à meta ajustada[4]. Ao escolher o quanto combater da inércia herdada, o Banco Central do Brasil levou em conta a natureza e a persistência dos choques assim como os custos em termos de nível de atividade envolvidos no processo desinflacionário. Desta forma, a inércia do passado fez com que fosse adicionado 2,8% à meta. A meta ajustada de 8,5% que

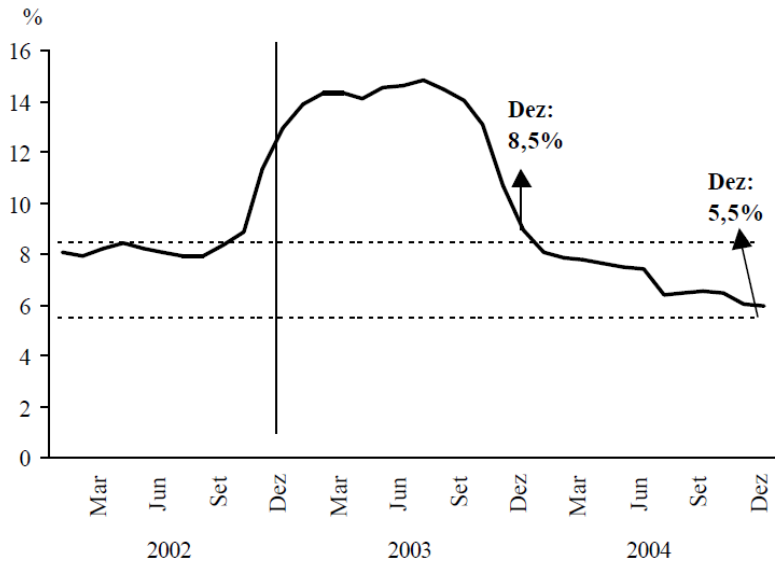
[4] Para uma análise detalhada quanto ao cálculo da inércia herdada, ver de Freitas et al. (2002)

foi publicamente anunciada para o ano de 2003 era composta pela meta inicial de 4,0%, mais 1,7% relativo ao choque dos administrados e 2,8% da inércia acomodada.

Já para o ano de 2004, o Banco Central do Brasil buscou combater 40% da inércia, adicionando 0,6 pontos percentuais à meta inicial. Desta forma, a meta ajustada de 2004 foi composta pela meta inicial de 3,75% mais o choque dos administrados de 1,1% e 0,6% referente à inércia acomodada.

A decisão de perseguir uma trajetória de inflação baseada nessas metas ajustadas considera que a política monetária será capaz de fazer a inflação convergir para a meta em dois anos. Esta trajetória esperada foi demonstrada na Carta Aberta de 2003 conforme gráfico abaixo:

Gráfico 10 – Inflação Acumulada em 12 meses do IPCA



Fonte: Banco Central do Brasil - Carta Aberta de 2003

Outras trajetórias que causassem quedas mais bruscas na inflação implicariam em custos excessivos ao nível de atividade. Conforme simulações de Fraga et al. (2003), uma trajetória de inflação que alcançasse 6,5% em 2003, o limite superior da banda, implicaria em uma queda de 1,6% no nível do produto. Além disto, uma trajetória que atingisse o centro da meta, 4% em 2003, implicaria em uma queda no nível de produto ainda maior (-7,3%).

3.3. – A meta para o ano de 2005

Ao final do segundo trimestre de 2004, os indicadores de atividade econômica atingiam um patamar historicamente elevado, como resultado do processo de recuperação desde o segundo semestre de 2003.

Devido a este quadro, começavam discussões associadas às perspectivas da ampliação da capacidade produtiva da economia, a fim de atender a demanda em expansão e sustentar o processo de crescimento.

Conforme o Relatório de Inflação de setembro de 2004, a aceleração da inflação no período junho a agosto teve contribuições importantes dos preços administrados e dos preços dos alimentos *in natura* – devido a choques climáticos sazonais. No entanto, as diversas medidas de núcleo de inflação – mesmo as que expurgam os efeitos acima – permaneceram relativamente estabilizadas em patamares elevados, indicando tendência da inflação incompatível com a trajetória das metas.

A depreciação cambial do segundo trimestre de 2004, que prosseguiu no terceiro trimestre devido aos preços do petróleo, deteriorou as expectativas de inflação dos agentes privados para 2004 e 2005.

Desta forma, no Relatório de Inflação de setembro de 2004, o Comitê de Política Monetária (Copom) anunciou que passaria a calibrar a política monetária de modo a atingir uma inflação de 5,1% em 2005. Este objetivo corresponde à meta inicial de 4,5% estipulada pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), mais 0,6 ponto percentual referente à acomodação de 2/3 da inércia inflacionária[5] que seria carregada de 2004 para 2005.

É muito importante que todo o processo de determinação das metas ajustadas e o horizonte desejado para se neutralizar o choque seja claramente explicado ao público para que este possa avaliar efetivamente se o tamanho e persistência do choque justificam a decisão

---

[5] Para uma explicação detalhada do procedimento de cálculo da inércia inflacionária, verificar o Box "Procedimento para Cálculo da Inércia Inflacionária em 2005" no Relatório de Inflação de setembro de 2004.

tomada pelo Banco Central. Desta forma, problemas de inconsistência temporal – muita acomodação no curto prazo levando a perda de credibilidade no longo prazo – seriam evitados graças à transparência na comunicação entre o Banco Central e os agentes econômicos.

Conclusão

O regime de metas de inflação e sua gestão pelo Banco Central do Brasil podem sofrer questionamentos em relação ao seu desempenho macroeconômico, principalmente se houver fortes quedas no nível de atividade.

Esta monografia mostrou como o Banco Central do Brasil respondeu aos choques utilizando o instrumental técnico e teórico disponível no período em questão – 2001 a 2005. Verificou-se a utilização de metas ajustadas, quando a autoridade monetária julgou necessário, que foram claramente explicadas ao público.

Foi possível constatar que mesmo em uma economia mais volátil, como um país emergente como o Brasil, na qual o regime de metas de inflação seria mais desafiante, foi possível lidar com o processo inflacionário. Apesar de problemas gerados pela alta volatilidade do período, que poderiam ter levado a vários problemas de dominância, este regime manteve seu posto como guia da política monetária.

Mesmo com a existência de fatores negativos, como o fato do regime estar em sua fase inicial e não possuir tanta credibilidade, foram utilizadas técnicas como as metas ajustadas para flexibilizar o regime.

No Brasil, o processo de construção da credibilidade do regime foi através da reação às pressões inflacionárias e da transparência com o público. Com a publicação do Relatório de Inflação e atas das reuniões do Copom, em datas previamente especificadas, é possível verificar a visão do Banco Central do Brasil sobre assuntos relevantes ao comportamento dos preços. Outro importante aspecto criador de credibilidade é a Carta Aberta, na qual o presidente do Banco Central do Brasil justifica o não cumprimento da meta preestabelecida.

Além de acomodar o impacto primário dos preços administrados, o Banco Central do Brasil buscou combater 1/3 da inércia herdada do ano anterior enquanto 2/3 foi acomodado adicionando-se à meta ajustada. Isto demonstrou as preferências do Banco Central do Brasil.

Devido à constante e transparente comunicação do Banco Central do Brasil com o público, foi possível combater os choques que atingiram a economia brasileira no período em

questão. Esta atitude permitiu que o regime de metas de inflação brasileiro ganhasse credibilidade e pudesse assim ser flexível o suficiente para lidar com estes choques e escolher o melhor caminho disponível para a inflação e o nível de atividade.

Referências Bibliográficas

BANCO CENTRAL DO BRASIL, **Relatório de Inflação, 2000 a 2006,** disponíveis em: http://www.bcb.gov.br/?RELINF

BANCO CENTRAL DO BRASIL (2002), **"Carta Aberta enviada pelo Presidente do Banco Central do Brasil, Armínio Fraga Neto, para o Ministro de Estado da Fazenda, Pedro Sampaio Malan"**, disponível em http://www.bcb.gov.br/?CARTAMETA

BANCO CENTRAL DO BRASIL (2003), **"Carta Aberta enviada pelo Presidente do Banco Central do Brasil, Henrique de C. Meirelles, para o Ministro de Estado da Fazenda, Antônio Palocci Filho"**, disponível em http://www.bcb.gov.br/?CARTAMETA

BANCO CENTRAL DO BRASIL (2004), **"Carta Aberta enviada pelo Presidente do Banco Central do Brasil, Henrique de C. Meirelles, para o Ministro de Estado da Fazenda, Antônio Palocci Filho"**, disponível em http://www.bcb.gov.br/?CARTAMETA

BBC (2002), "**Mercado externo ainda teme 'efeito Lula' na economia"**, disponível em: http://www.bbc.co.uk/portuguese/economia/020924_dolarcb1.shtml

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

DE FREITAS, P. et al. (2002), **Metodologia de Cálculo da Inércia Inflacionária e dos Efeitos do Choque dos Preços Administrados**, Notas Técnicas do Banco Central do Brasil, número 22, disponível em http://www.bcb.gov.br/?notastec

FISCHER, S**.** (1988), **Rules versus Discretion in Monetary Policy**, NBER Working Paper, 2518.

FRAGA, A. et al**.** (2003), **Inflation Targeting in Emerging Market Economies**. NBER Working Paper, 10019.

IPEA (2006), **O Estado de uma Nação**, O Esforço Monetário e a Estabilidade.

MISHKIN, F. S. (1999), **International Experiences with Different Monetary Policy Regimes**, NBER Working Paper, 6965.

_____. (2000), **Inflation Targeting in Emerging Market Countries**, NBER Working Paper, 7618.

SVENSSON, L. E. O. (1997), **Inflation forecast targeting: Implementing and monitoring inflation targets**, NBER Working Paper, 5797.

_____. (2002a), **Monetary Policy and Real Stabilization**, Federal Reserve Bank of Kansas City, mimeo, Set. Disponível em:

http://www.kc.frb.org/Publicat/sympos/2002/pdf/Svensson.912.pdf

_____. (2002b), **What is wrong with Taylor Rules? Using judgment in monetary policy through targeting rules**, NBER Working Paper, 9421.

TAYLOR, J. B. (2000) **Using Monetary Policy Rules in Emerging Market Economies**, Stanford University, mimeo, Dez.

_____. (2005), **Lessons Learned from the Implementation of Inflation Targeting**, Stanford University, mimeo, Nov.