

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

**O COMBATE À INFLAÇÃO NO BRASIL DE 1999-
2005: O REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO E O
GERENCIAMENTO DE CRISES**

MARCOS REBELO LOPES
matrícula nº 102017737

ORIENTADOR: Prof. Antonio Licha

MARÇO 2009

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

**O COMBATE À INFLAÇÃO NO BRASIL DE 1999-
2005: O REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO E O
GERENCIAMENTO DE CRISES**

MARCOS REBELO LOPES
Matrícula nº: 102017737

ORIENTADOR: Prof. Antonio Licha

As opiniões expressas neste trabalho são da exclusiva responsabilidade do autor

RESUMO

A busca pela estabilidade de preços da economia vem se tornando, nos últimos anos, o grande desafio dos bancos centrais mundiais. A percepção por parte da teoria econômica moderna da necessidade de manutenção de baixos níveis inflacionários para se obter um crescimento econômico sustentável de longo prazo vem designando ao escopo da política monetária a árdua tarefa prioritária de combate à inflação. Essa nova diretriz, aliada à dificuldade enfrentada pelos países em administrar sua política utilizando âncoras cambiais ou o controle de algum agregado monetário, sobretudo em um mundo com grande mobilidade de capital, fez emergir o regime de Metas de Inflação, conhecido mundialmente como *Inflation Targeting*.

Baseado no compromisso institucional de cumprimento da meta de inflação estipulada para um determinado período, esse sistema, que se sustenta na credibilidade do público frente ao objetivo numérico traçado pelo Governo, atribui flexibilidade à política monetária, pois admite desvios temporários em relação ao alvo inflacionário, contanto que o objetivo final seja alcançado. Inicialmente adotado pelas nações mais desenvolvidas, o *Inflation Targeting* logo se estendeu aos países emergentes, principais vítimas das instabilidades provocadas pelo capital do investidor estrangeiro.

Tal foi o caso do Brasil, que se beneficiou desse novo arcabouço monetário no combate à inflação a partir de meados de 1999 até 2005. Nesse contexto, a incessante busca pela estabilidade de preços e a forma mais flexível de atuação do Banco Central em momentos de crise caracterizou a política monetária brasileira nesse período.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO.....	06
CAPÍTULO I - A TEORIA DO SISTEMA DE METAS DE INFLAÇÃO.....	08
I.1 - BREVE HISTÓRICO.....	08
I.2 - CARACTERIZAÇÃO GERAL.....	09
I.2.1 - O anúncio público e o compromisso com as metas.....	10
I.2.2 - A importância das informações.....	10
I.2.3 - Transparência e credibilidade.....	11
I.2.4 - Autonomia operacional do banco central.....	11
I.2.5 - Flexibilidade: importância no gerenciamento de crises.....	12
I.2.5.1 - Núcleo de Inflação.....	12
I.2.5.2 - Cláusulas de escape.....	14
I.2.5.3 - Horizonte de tempo.....	14
I.2.5.4 - Alteração das bandas de flutuação.....	15
I.2.6 - Discussão acerca da necessidade de condições prévias.....	16
I.2.7 - Possíveis limitações ao regime de metas.....	17
CAPÍTULO II - EXPERIÊNCIAS INTERNACIONAIS COM METAS DE INFLAÇÃO - CASOS SELECIONADOS.....	18
II.1 - Nova Zelândia.....	18
II.2 - Inglaterra.....	19
II.3 - Suécia.....	21
II.4 - Austrália.....	22
CAPÍTULO III - METAS DE INFLAÇÃO: O CASO BRASILEIRO.....	24
III.1 - Antecedentes.....	24
III.1.1 - O combate à crise.....	25
III.1.1.1 - Primeira frente: taxa de juros.....	25
III.1.1.2 - Segunda frente: a proposta da Meta de Inflação.....	27
III.2 - As Metas de Inflação no Brasil.....	27
III.2.1 - Principais características.....	29
III.2.2 - Os anos iniciais: o cumprimento das metas em 1999 e 2000.....	30
CAPÍTULO IV - O REGIME DE METAS BRASILEIRO NO GERENCIAMENTO DE CRISES.....	34
IV.1 - O descumprimento da meta em 2001.....	34
IV.2 - A disparada inflacionária de 2002.....	37
IV.3 - O período de desinflação de 2003-2005.....	41
IV.3.1 - Revisão das metas para 2003 e 2004.....	41
IV.3.2 - A política monetária em busca da estabilidade em 2003.....	43
IV.3.3 - O aperto monetário 2004-2005.....	46
CONCLUSÃO.....	50
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	52

SUMÁRIO DE TABELAS

TABELA 1 - INFLAÇÃO E CRESCIMENTO ECONÔMICO (EM %)	07
TABELA 2 - META AJUSTADA PARA A INFLAÇÃO DE 2003 E 2004	42

SUMÁRIO DE GRÁFICOS

GRÁFICO 1 - A EVOLUÇÃO DOS REGIMES MONETÁRIOS DE 1985-2005.....	08
GRÁFICO 2 - CANADÁ - ÍNDICES DE PREÇOS - % VARIAÇÃO ACUMULADA EM 12 MESES.....	13
GRÁFICO 3 - METAS DE INFLAÇÃO (LIMITE SUPERIOR, ALVO CENTRAL E LIMITE INFERIOR) E NÍVEL INFLACIONÁRIO (% AO ANO).....	33
GRÁFICO 4 - TAXA DE CÂMBIO (R\$ / US\$) - JANEIRO DE 1998 A AGOSTO DE 2002	35
GRÁFICO 5 - TAXA SELIC - JANEIRO DE 1999 A AGOSTO DE 2002 (% AO ANO - MÉDIA MENSAL)	36
GRÁFICO 6 - CONTRIBUIÇÕES PARA INFLAÇÃO EM 2001	37
GRÁFICO 7 - EVOLUÇÃO DA TAXA DE CÂMBIO (R\$ / US\$).....	39
GRÁFICO 8 - EXPECTATIVAS DE INFLAÇÃO DO MERCADO.....	40
GRÁFICO 9 - CONTRIBUIÇÕES PARA A INFLAÇÃO: JANEIRO A DEZEMBRO DE 2002 (EM PONTOS PERCENTUAIS E CONTRIBUIÇÃO PERCENTUAL)	41
GRÁFICO 10 - META E EXPECTATIVA DE INFLAÇÃO DE MERCADO PARA OS DOZE MESES SEGUINTE (MÉDIA MENSAL)	44
GRÁFICO 11 - CONTRIBUIÇÃO PARA A INFLAÇÃO DE 2003 (EM PONTOS PERCENTUAIS E CONTRIBUIÇÃO PERCENTUAL).....	46
GRÁFICO 12 - IPCA (GERAL, LIVRES E MONITORADOS) E META DE INFLAÇÃO ACUMULADOS EM 12 MESES	47
GRÁFICO 13 - ÍNDICE DE PREÇOS DE NÃO-COMERCIALIZÁVEIS E DA MASSA DE RENDIMENTO REAL	48

INTRODUÇÃO

No Brasil, entre o final da década de 1970 e meados da década de 1990, a combinação de alta inflação com baixo crescimento do PIB gerou a convicção de que o processo inflacionário é extremamente nocivo para o funcionamento da economia. Apesar de não ter sido causado exclusivamente pela aceleração da inflação, o baixo crescimento do período foi, sem dúvida, influenciado pela incerteza em relação à estrutura futura de preços relativos que a inflação provoca, afetando negativamente as decisões de investimento e, por conseqüência, a expansão da produção. A partir de então, a estabilidade de preços foi colocada como condição necessária para a criação de um ambiente macroeconômico saudável e adequado ao crescimento do país.

Tal percepção é corroborada pela teoria macroeconômica moderna, através das evidências de que não há relação positiva de longo prazo entre crescimento e inflação (ver Tabela 1). Em outras palavras: o relaxamento da política monetária pode levar a maior crescimento econômico no curto prazo, porém sem sustentabilidade no longo prazo, por conta da alta inflação. Além de provocar queda no rendimento real da população, a inflação atua como um imposto que reduz a disponibilidade de fundos para investimento com impacto no crescimento da economia e provoca aumento do nível de juros doméstico, já que o prêmio de risco deverá compensar o investidor quanto à incerteza dos ganhos futuros. Outra forma de prejuízo ao investimento se dá através da diminuição do volume de empréstimos, por conta do aumento da incerteza e da dificuldade de planejamento em um ambiente de mudança constante de preços relativos, minimizando ainda mais a capacidade de expansão do produto.

Nesse contexto, dada a impossibilidade de se realizar de forma perene um intercâmbio entre inflação e crescimento, a moderna política monetária tem se centrado em cuidar da estabilidade de preços. Essa sensibilidade dos resultados de longo prazo acarretou o gradual abandono das políticas monetárias ativas entre as autoridades monetárias, impulsionando a ascensão de regimes monetários, com destaque para as Metas de Inflação ou *Inflation Targeting*, em que a estabilidade de preços aparece como o objetivo central de política.

Tabela 1

Inflação e Crescimento Econômico
[em %]

	Períodos selecionados e grupos de países								
	África			Ásia			América Latina		
	1965- 1973	1973- 1980	1980- 1990	1965- 1973	1973- 1980	1980- 1990	1965- 1973	1973- 1980	1980- 1990
Crescimento do PIB	3,7	3,4	2,1	5,8	5,8	6,9	6,0	5,0	1,1
Crescimento do PIB <i>per capita</i>	1,1	0,4	-1,0	3,2	3,7	4,9	3,3	2,5	-0,9
Taxas de inflação	5,2	15,8	18,9	14,8	8,9	6,9	22,0	53,0	249,0

Fonte: Banco Mundial, extraído de Fischer (1993).

Este estudo tem como objetivo a apresentação e análise do regime de metas inflacionárias, com foco principal na sua implantação no Brasil e seus anos iniciais, de 1999 a 2005, ressaltando o desempenho da política monetária sobretudo no gerenciamento de crises.

Após esta pequena introdução, seguimos com o primeiro capítulo, que apresenta o regime de metas de inflação de uma maneira teórica, com um breve histórico de seu desenvolvimento e apresentando suas principais características. No segundo capítulo, ainda de caráter teórico, destacamos as principais experiências internacionais com o *Inflation Targeting*, que serviram de modelo para alguns países, dentre eles o Brasil. O terceiro capítulo apresenta o caso brasileiro do regime de metas, englobando a implantação e seus anos iniciais de sucesso, de 1999 a 2001. Por fim, o quarto e último capítulo, dentro do objetivo mais específico de análise do regime de metas brasileiro em períodos de crise.

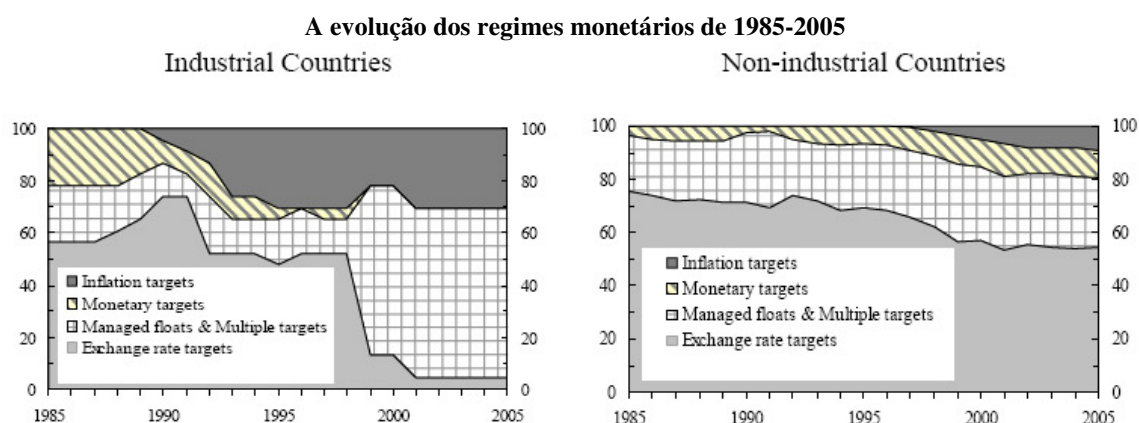
CAPÍTULO I – A TEORIA DO SISTEMA DE METAS DE INFLAÇÃO

1.1 Breve Histórico

O advento do regime de metas de inflação como um sistema monetário surgiu no início da década de 1990, em países industriais, mais especificamente na Nova Zelândia, Canadá, Reino Unido e Suécia. Durante algum tempo, foi utilizado exclusivamente em economias desenvolvidas, no entanto, a partir de meados dos anos 1990, passou a ser utilizado também em diversos países emergentes e nações em desenvolvimento. Na maioria dos casos, sua implementação esteve ligada a dificuldade que estes países enfrentavam em administrar a política monetária utilizando uma âncora cambial ou através do controle de algum agregado monetário.

O Gráfico 1¹ ilustra a contínua mudança dos regimes monetários no período de 1985 a 2005, tanto em países desenvolvidos quanto em emergentes. Observa-se a tendência para a adoção de regimes cambiais mais flexíveis em substituição aos sistemas de taxa de câmbio fixa. Tal alteração vem sendo acompanhada de variações na condução das políticas monetárias, incluindo metas de inflação, metas monetárias e arranjos com múltiplos objetivos.

Gráfico 1



¹ Fonte: FMI. *Inflation Targeting and the IMF*. Mar. 2006.

Uma lição fundamental advinda da experiência com câmbio fixo demonstra que o referido sistema não parece capaz de prover uma solução de longo prazo frente às instabilidades monetária e fiscal em um mundo de alta mobilidade de capital. Diversas questões, como supervalorização de taxa de câmbio, credibilidade imperfeita de política fiscal e monetária, formação de dívida externa em curto prazo, entre outras, contribuíram para a incidência de ataques especulativos altamente custosos às economias, sobretudo de nações emergentes, provocando crises financeiras de grandes proporções.

Desta maneira, acredita-se na continuidade do movimento em direção a regimes cambiais mais flexíveis e, em particular, na introdução do regime de Metas de Inflação, cujas características são apresentadas nos tópicos a seguir.

1.2 Caracterização Geral

O regime de Metas de Inflação, conhecido como *Inflation Targeting* (IT), tem o foco principal na busca pela baixa inflação, através do anúncio direto e explícito de uma meta a ser alcançada, constituindo-se a tarefa primária da política monetária e a única pela qual um objetivo numérico é anunciado.

O sistema atua, fundamentalmente, como um balizador ou uma âncora às expectativas inflacionárias dos agentes econômicos. Para tanto, a credibilidade do público em relação à meta explicitada deve ser plena, mesmo em momentos de instabilidade no mercado internacional, onde as ocorrências de choques exógenas à economia são recorrentes. Em um regime dessa natureza, desvios em relação à meta não são desejáveis e, portanto, o sistema deve ser estruturado de forma a permitir a acomodação de crises. Em síntese, a operacionalização das metas de inflação busca um mecanismo capaz de conciliar estabilidade de preços, credibilidade e flexibilidade na política monetária.

Segundo Mishkin (1999), o regime de metas pode ser caracterizado por cinco elementos básicos:

- anúncio público de metas de médio prazo para a inflação, sem referências a outras âncoras nominais;

- compromisso institucional com a estabilidade de preços como objetivo primário do Banco Central;
- estratégia que inclua toda informação possível para decidir sobre o instrumento de política monetária;
- transparência da estratégia de política monetária via comunicação ao público acerca dos objetivos e decisões da autoridade monetária; e
- prestação de contas² do Banco Central em relação ao cumprimento das metas inflacionárias.

1.2.1 O anúncio público e o compromisso com as metas

Diferentemente de outros arranjos monetários, onde a inflação se inclui como um dos vários objetivos da política monetária, em IT outras eventuais metas, como geração de empregos, baixa volatilidade cambial ou maior crescimento da produção são perseguidas em base secundária. O objetivo primário do Banco Central é a busca pela estabilidade de preços e o anúncio público da meta a ser alcançada no período visa ratificar o compromisso institucional assumido pela autoridade monetária.

Na prática, a publicação de um alvo numérico para a inflação associado ao compromisso do banco em atingí-lo, tem por foco principal influenciar as expectativas inflacionárias dos agentes econômicos, atuando como uma âncora nominal à variação dos preços da economia. Conforme será visto mais à frente, especialistas apontam como a pré-condição fundamental para o sucesso do regime o comprometimento do Governo no combate à inflação.

1.2.2 A importância das informações

O compromisso com a estabilidade de preços e a perseguição dos objetivos relacionados exclusivamente à meta de inflação, sem comprometimento com outras variáveis macroeconômicas, não significa desconsiderá-las nas decisões de política monetária, mas sim

² Termo em inglês, *accountability*.

levá-las em conta na medida em que afetam a trajetória futura da inflação, de modo que toda informação possível deve ser buscada e considerada na decisão sobre o instrumento monetário³.

Portanto, a existência de um sistema de informações confiável e de fácil acesso se torna condição imprescindível para a próspera operacionalização e eficácia da política monetária, uma vez que, ao influenciar na variação do instrumento monetário (na maioria dos casos, a taxa básica de juros da economia), afeta as decisões de investimento e de poupança das famílias e empresas, com impactos no lado real da economia.

1.2.3 Transparência e credibilidade

Além da publicação das metas a serem perseguidas e do compromisso institucional da autoridade monetária com a estabilidade de preços, outra característica do IT é a transparência junto à sociedade acerca dos procedimentos adotados, através da divulgação dos objetivos e das decisões proclamadas.

Cabe ressaltar, novamente, a intenção de influir nas expectativas do público quanto ao compromisso assumido, além de permitir que o mecanismo monetário seja mais facilmente compreendido. Desta maneira, quanto mais crível e melhor entendida a política, potencializa-se a interferência das metas sobre as expectativas inflacionárias dos agentes, possibilitando a minimização da incerteza em relação à forma de agir do Banco Central, criando-se, assim, as condições para a redução da inflação com menor sacrifício do produto.

1.2.4 Autonomia operacional do Banco Central

Como responsável pela execução da política monetária e pelo sucesso ou fracasso no alcance das metas, o Banco Central deve prestar contas à sociedade no que tange aos resultados obtidos e, sobretudo, quanto aos motivos que levaram a tais fatos. Em outras palavras, a autoridade monetária será cobrada pelo Poder Público e pela sociedade quanto ao êxito de suas ações.

³ As diversas variáveis macroeconômicas, como taxa de câmbio, volatilidade do produto e inflação prevista servem como um poste indicador para a política monetária, provendo com antecedência advertências de pressões inflacionárias. Ver FMI, 2006.

Diante disso, o sistema de metas sugere a independência do Banco Central na execução de suas atividades, preservando o caráter técnico de suas decisões, com vistas ao cumprimento dos objetivos traçados. Adicionalmente, a autoridade monetária deve ter o controle pleno e exclusivo da taxa de juros nominal de curto prazo, principal instrumento monetário usado na política e cuja variação tem impactos diretos nas decisões de investimento e de consumo dos agentes econômicos. Mais especificamente, a taxa de juros só deve ser ajustada em virtude da perspectiva de inflação, sem se submeter a interesses vinculados à sua variação e garantindo que a intervenção do Banco Central através desse instrumento se constitua como uma ferramenta adicional da política monetária⁴.

1.2.5 Flexibilidade: importância no gerenciamento de crises

Apontada por autores como uma das mais valiosas vantagens em relação aos outros regimes monetários, a flexibilidade pode ser analisada de 2 (duas) maneiras principais:

- o fato de permitir à política monetária alguma flexibilidade, a partir da consideração de variáveis domésticas na determinação do nível do instrumento de política a ser utilizado, minimizando a volatilidade do produto⁵;
- o sistema de metas pode ser adaptado às características particulares de cada nação, mesmo se tratando de países emergentes que não dispõem de setor financeiro consolidado, que sofrem com instabilidade financeira, forte influência da taxa de câmbio, fraco acesso às informações, etc.

Em ambas análises, o objetivo primordial é a manutenção da credibilidade do regime perante crises. Para tanto, há 4 (quatro) formas de fazê-lo: adoção do núcleo de inflação; utilização de cláusulas de escape; ampliação do horizonte de tempo e adoção de bandas de flutuação mais largas.

1.2.5.1 Núcleo de Inflação

⁴ Ver Holub, 2004.

⁵ Assim, quedas na demanda agregada que gere inflação inferior à meta estipulada podem ser compensadas pela política monetária, bem como desvios acima da meta são acomodados por choques de oferta, como cláusulas de escape, adoção de índices de inflação expurgados, etc, como será visto nos tópicos a seguir.

Também denominado de índice de *core inflation*, esse mecanismo consiste na exclusão de parte do Índice de Preços ao Consumidor⁶, através da retirada de alguns itens que o compõe, normalmente os mais voláteis ou os preços administrados pelo Governo. Trata-se de uma forma de lidar com os inevitáveis choques que atingem a economia, removendo seus efeitos transitórios, sem prejudicar em demasia a credibilidade do regime. Por exemplo, alguns países fazem uso de medida diferente do núcleo de inflação clássico, retirando do CPI apenas itens referentes a pagamento de juros. A não exclusão desses itens faria com que variações na taxa de juros gerassem oscilações no mesmo sentido na taxa de inflação, prejudicando a eficácia da política monetária.

O Gráfico 2 demonstra a sensível diminuição da volatilidade do índice de preços utilizando-se o *core inflation* (chamado de *Core CPI*) em relação ao índice cheio. A ilustração refere-se ao sistema de metas no Canadá, que utiliza o núcleo de inflação excluindo os 8 (oito) itens mais voláteis e os efeitos da variação dos impostos indiretos nos demais componentes.

Gráfico 2



No entanto, diversas são as críticas em relação à adoção do núcleo de inflação. Entre os principais argumentos contra o mecanismo, destaca-se a difícil compreensão das medidas do *core* pelo público e a incapacidade de tais medidas refletirem precisamente o custo de vida da população.

⁶ *CPI* da sigla em inglês. Indicador utilizado pela maioria dos países para balizar o sistema de metas de inflação.

1.2.5.2 Cláusulas de escape

A adoção, de forma explícita ou não, de cláusulas de escape, consiste em mais uma forma de lidar com os choques exógenos que afetam a economia, garantindo à autoridade monetária uma maior flexibilidade perante os imprevistos. São cláusulas instituídas no sistema de metas onde se consideram algumas circunstâncias em que o Banco Central admite adotar uma postura menos rígida e permitir o descumprimento temporário dos alvos estipulados, minimizando os custos impostos à economia sem, no entanto, desrespeitar as regras do regime, desde que seja justificada ao público a necessidade de tais ações.

Diante da impossibilidade de se antever a ocorrência de um choque de oferta, alguns países adotaram cláusulas de escape em que são previstas diversas situações passíveis de utilização, como por exemplo na República Tcheca⁷, onde a autoridade monetária se permite descumprir as metas em certas situações como: grandes desvios dos preços internacionais (matérias-primas, energia, *commodities*); grandes desvios na taxa de câmbio não relacionados à política monetária doméstica; grandes variações na produção agrícola; desastres naturais; variações nos preços regulados; variações nos impostos indiretos; e choque de preços associados à adoção dos padrões da União Européia.

A principal crítica em relação à adoção das cláusulas de escape está vinculada à sua utilização em demasia, que pode vir a afetar a credibilidade do regime monetário junto ao público, uma vez que variações em relação às metas quase sempre são vistas e relacionadas com ausência de comprometimento com o objetivo da estabilidade de preços.

1.2.5.3 Horizonte de tempo

Em IT, deve-se especificar o horizonte de tempo a ser utilizado para avaliar a trajetória da inflação e verificar se a meta foi ou não atendida. Alguns países, por exemplo, utilizam o período de 12 (doze) meses, de maneira que a meta estabelecida corresponde à inflação acumulada de janeiro a dezembro de cada ano.

⁷ Entre todos os países que adotam o regime de Metas de Inflação, a República Tcheca é o que mais possui possibilidades de utilização das cláusulas de escape.

Instituir um horizonte de tempo mais longo e flexível para o sistema de metas de inflação pode ser uma forma de enfrentar choques adversos e, ao mesmo tempo, preservar a credibilidade do regime. Isso porque um horizonte de tempo maior permite a adoção de medidas menos drásticas em resposta aos choques, já que o índice poderá flutuar por um longo período, não havendo a necessidade imediata de trazê-lo para dentro dos limites da banda.

Exemplificando, o Governo da Nova Zelândia, no *Policy Target Agreement* (PTA)⁸ de 1999, determinou a vigência da meta até 2003. No entanto, não se trata de dizer que a cada instante de tempo até 2003 a taxa de inflação deveria estar dentro dos limites da banda. Segundo o próprio presidente do *Reserve Bank* neozelandês “... desvios de meta temporários não são extremamente relevantes.”⁹. Assim, a economia do país possui um período de tempo mais longo para se recuperar de eventuais choques exógenos que venham a alterar o nível de preços de seu mercado.

1.2.5.4 Alteração das bandas de flutuação

Países cujas inflações eram mais elevadas quando da adoção do regime de metas alteraram diversas vezes seus objetivos inflacionários em direção à inflação de equilíbrio (*steady state*), com vistas a aumentar a credibilidade do Banco Central e da política monetária e, assim, diminuir as expectativas inflacionárias.

A primeira meta de inflação estabelecida no Chile, por exemplo, em 1991, consistia no intervalo de 15% a 20% para o índice acumulado em 12 (doze) meses, gradualmente diminuída até a adoção de uma meta pontual entre 1995 e 2000. Em 2001, após a constatação de uma inflação 1 (um) ponto percentual acima da meta estipulada, o país voltou a utilizar metas em intervalo.

Trata-se, pois, de mais um mecanismo que visa enfrentar os choques na economia e diminuir as incertezas em relação à política monetária. No entanto, bandas muito amplas podem impor um custo à credibilidade do regime.

⁸ Trata-se de um documento onde o presidente do Banco Central e o Ministro da Fazenda explicitam os objetivos de política monetária. A cada início de mandato do presidente do Banco Central, um novo acordo deve ser especificado.

⁹ *Inflation Targeting in New Zealand 1988-2000*, discurso realizado em Melbourne em fevereiro de 2000.

1.2.6 Discussão acerca da necessidade de condições prévias

Muito se discute a respeito da exigência de condições prévias em países que almejam adotar o regime de Metas de Inflação, sugerindo-o inadequado sobretudo para nações em desenvolvimento.

A exposição mais detalhada deste ponto foi feita em Eichengreen e outros (1999), que discutiu que a grande maioria das economias emergentes não apresentava previamente capacidades técnicas e autonomia do Banco Central, sugerindo a adoção de sistema de política mais “convencional”, como taxa de câmbio fixa ou metas monetárias, em lugar do IT. Em geral, 4 (quatro) categorias de exigências técnicas prévias são identificadas como indispensáveis: independência institucional do banco central; capacidade analítica e infra-estrutura bem desenvolvida que permita melhorar o acesso às informações e prever com antecedência pressões inflacionárias; estrutura econômica estável com baixa dolarização; e sistema financeiro saudável.

Por outro lado, recentes estudos e pesquisas indicam que a melhoria nas condições técnicas e institucionais em países com metas inflacionárias tem acompanhado a introdução próspera do sistema de metas, ao invés de precedê-lo. Ou seja, tais melhorias não são vistas como condições iniciais para implantação do IT, mas como desejáveis. Nesta visão, Carare e outros (2002) sustentam que “... lista de condições iniciais não se pretende constituir como condições prévias para Metas de Inflação. Quer dizer, a ausência de algumas destas condições não deveria se levantar contra a adoção de metas inflacionárias...”. Adicionalmente, Truman (2003) conclui que “... os elementos institucionais e de desenvolvimento como os que são identificados freqüentemente como condições prévias para as Metas de Inflação deveriam ser vistos como desejável, não essencial”.

Nessa linha de raciocínio, as mencionadas condições iniciais são desejáveis para qualquer arranjo de política monetária, variando o grau de importância de acordo com o regime adotado, de modo que apenas contribuiriam para o fortalecimento do sistema vigente. Na prática, a implantação próspera do IT apresenta outras necessidades mais críticas para seu perfeito funcionamento, que abrange, principalmente, a credibilidade e a vontade política de mudança e o compromisso com as metas, independente de condições técnicas favoráveis.

1.2.7 Possíveis limitações ao regime de metas

Não obstante ser considerado um regime altamente flexível, tornando viável sua adaptação às características particulares de cada economia, há países ou circunstâncias em que a introdução das Metas de Inflação não se constitui como um sistema de política monetária adequado. Em geral, tais situações podem ser agrupadas da seguinte maneira:

- Economias pequenas, com sistema financeiro limitado e baixa capacidade operacional do Banco Central;
- Economias pequenas e abertas ao capital estrangeiro, onde salários e preços domésticos sofrem grande influência dos preços internacionais e da taxa de câmbio, sendo bastante vulneráveis e sensíveis às mudanças dos fluxos de capital especulativo externo;
- Países com histórico de altos índices inflacionários podem enfrentar dificuldades em convencer os agentes econômicos da capacidade da autoridade monetária em atingir as metas estipuladas, colocando em risco a credibilidade do regime;
- Países onde há inadequado apoio político e ausência de compromisso no desenvolvimento de política fiscal consistente; e
- Banco Central com poucas atribuições técnicas e incapaz de levar a frente decisões e ações que sejam subordinadas aos objetivos de política.

Não se tratam de situações que impossibilitam a adoção do regime, no entanto se apresentam como obstáculos desafiadores à sua próspera implantação. Nesses casos, sistemas monetários mais clássicos, como a âncora de câmbio fixo e metas monetárias (âncora monetária), constituem-se alternativas mais viáveis a esse grupo de nações.

CAPÍTULO II: EXPERIÊNCIAS INTERNACIONAIS COM METAS DE INFLAÇÃO – CASOS SELECIONADOS

Conforme visto nos tópicos anteriores, a estabilidade de preços emergiu como o objetivo primordial da política monetária, com o fortalecimento do regime de metas inflacionárias frente às demais âncoras monetárias e cambiais vigentes.

Nesse contexto, a evolução da arquitetura da política monetária no regime de Metas de Inflação está intimamente ligada à evolução do sistema político e institucional, dependendo de diferenças estruturais como composição do sistema financeiro, grau de abertura da economia, disciplina fiscal, dependência de *commodities* e outros.

Nesta seção, serão abordadas algumas experiências internacionais inseridas entre as melhores práticas em matéria de Metas de Inflação, que são os casos de Nova Zelândia (importante por ser a pioneira), Inglaterra (caso que o Brasil tenta imitar mais de perto), Suécia (paradigma de combinação de credibilidade com flexibilidade) e Austrália (talvez o caso por excelência de adaptação gradual do regime).

II.1 Nova Zelândia

Primeiro país a adotar o sistema de metas inflacionárias, em 1990, a Nova Zelândia é considerada um padrão de excelência em termos de arquitetura de política monetária: o regime é claro e transparente, dispõe de grande credibilidade e seu arranjo institucional propicia uma supervisão democrática e atuante.

Inserida num contexto de reformas econômicas abrangentes, que adotou o câmbio flutuante, desregulou e abriu a economia e reformulou o arranjo institucional do *Reserve Bank of New Zealand* (RBNZ, o Banco Central do país), a implementação do IT ocorreu após um período de desinflação, que trouxe o índice de preços de 16%, em 1985, para 7% em 1989. O novo marco legal – Lei do RBNZ - tornou-se efetivo em fevereiro de 1990, estabelecendo que “o *Reserve Bank of New Zealand* terá a responsabilidade de formular e implementar a política monetária com o intuito de promover a estabilidade do nível geral de preços”. Os detalhes operacionais foram

formalizados através de acordo público entre o Tesouro e o RBNZ, chamado *Policy Targets Agreement* (PTA), onde se definiram a meta numérica de inflação a ser alcançada, bem como prazos, cláusulas de escape e mecanismos institucionais internos de revisão, assegurando a supremacia democrática com a manutenção das decisões dos objetivos de política nas mãos do governo eleito. Além disso, a lei instruiu o Ministro das Finanças a celebrar um acordo público, antes da indicação do presidente do RBNZ para determinado período, especificando os objetivos prioritários a serem perseguidos na gestão, de forma que qualquer desvio do mandato original possa ser fiscalizado de maneira transparente e esteja sujeito a avaliação pública.

Embora voltada para a orientação explícita dos objetivos e responsabilidades, a lei evita criar uma estrutura rígida ao prever que o Ministro das Finanças e o Presidente do RBNZ podem, eventualmente, rever ou alterar qualquer meta fixada e substituir os objetivos de política monetária estabelecidos através de novo acordo escrito e público. Soma-se a isso o mecanismo previsto na lei chamado de *Order in Council*, pelo qual a autonomia operacional do Banco Central pode vir a ser suspensa. Dessa maneira, o banco é orientado a implementar uma política voltada para outros objetivos econômicos, devendo ser anunciado publicamente e celebrado novo PTA provisório para o período. Assim, assegura-se flexibilidade ao regime, permitindo gerenciamento da reação da política monetária frente aos choques na economia.

A partir de 1990, diversos PTA foram assinados e revisados pelas autoridades monetárias, como alterações de bandas de flutuação, inclusão de cláusulas de escape, alteração do horizonte de tempo, etc, tornando-se um processo contínuo rumo ao aperfeiçoamento do IT neozelandês.

Assim, a Lei do RBNZ funcionou como um balizador das expectativas inflacionárias dos agentes, através da credibilidade do mandato legal para a estabilidade de preços, garantindo a flexibilidade necessária para que os diversos ajustes nos PTA fossem percebidos como movimentos táticos que não comprometeriam a prioridade de combate à inflação no longo prazo.

II.2 Inglaterra

O regime de *Inflation Targeting* inglês foi introduzido em 1992, na esteira de um ataque especulativo que levou à desvalorização da libra esterlina, elevação das expectativas de inflação para 5% e ao abandono da Inglaterra do Sistema Monetário Europeu de taxas de câmbio. A idéia era criar uma âncora nominal crível capaz de fazer frente à ameaça inflacionária, que se agravava

diante da depreciação da moeda nacional. Assim, com a adoção oficial das Metas de Inflação, fixou-se o objetivo na banda de 1% a 4% ao final do período legislativo, que se encerraria em 1997. O sucesso da estratégia minimizou o impacto do câmbio no índice de preços, que se manteve perto de 3%, até que em 1995 substituiu-se a banda pelo objetivo pontual de 2,5% e, posteriormente em 2004, para 2,0% com a inflação se mantendo em torno da meta.

Assim como na Nova Zelândia, a regra do modelo inglês submete ao Tesouro o papel de definir o objetivo operacional – meta – da política monetária. Após a reforma do estatuto do *Bank of England* (BOE, o Banco Central da Inglaterra) em 1998, em que foi concedida autonomia operacional ao BOE dentre outras adaptações, regulamentou-se que o Tesouro deve anualmente ratificar a meta para a inflação ao enviar a proposta orçamentária para aprovação. Esse arranjo institucional visa conservar grande flexibilidade na definição do objetivo numérico inflacionário, já que, dependendo do choque, é razoável adaptá-lo à conjuntura. Através de uma notificação a ser enviada ao BOE (*Remit for the monetary policy committee*), o Tesouro formaliza e torna pública a meta a ser atingida e pela qual o Banco da Inglaterra está subordinado a alcançá-la. Assim, o objetivo estatutário do banco é a estabilidade de preços no longo prazo, cabendo ao Tesouro a definição da meta e dos aspectos operacionais do regime.

Os desvios da meta resultantes de choques e turbulências são tratados de maneira com que a convergência da inflação de volta ao objetivo estabelecido seja gradual de forma a não sobrecarregar o produto da economia. A intenção do arcabouço é deixar que os desvios sejam tratados de acordo com a natureza, a intensidade e o grau de permanência que o ocasionou e com um foco sobre o comportamento das expectativas inflacionárias. O arranjo atual estabelece a margem de 1%, além da qual os desvios da inflação devem ser sucedidos de carta aberta contendo explicações sobre sua origem, providências tomadas e prazo para o qual o BOE espera o retorno do índice para a meta. Além disso, segue a orientação flexível de que as bandas são referências, mas não deflagram reações automáticas, pois visam o retorno gradual da inflação para o seu objetivo, dentro de um horizonte de tempo razoável que não leve a uma volatilidade do produto.

Finalmente, uma característica marcante do regime inglês é que reflete uma grande preocupação do BOE é com a qualidade das pesquisas, uma vez que elas permitem análises e avaliações dos cenários da economia que balizam as decisões de política monetária. As áreas de

análise são bem aparelhadas, tanto tecnicamente quanto em recursos humanos, garantindo que as decisões do banco seja resultado de um processo contínuo de reflexão acerca dos desdobramentos da economia.

II.3 Suécia

Considerado um paradigma de combinação de credibilidade com flexibilidade, o sistema de metas sueco foi introduzido em janeiro de 1993, após um período de grande instabilidade e flutuação da moeda nacional, que levou ao abandono do câmbio fixo e criou a necessidade de adoção de uma âncora nominal para a economia. Sua implantação foi, desde o início, decisão independente e unilateral do Banco Central sueco, revelando a forma autônoma de operacionalização. Contudo, somente a partir de 1999, com a aprovação de uma série de reformas que alteraram a legislação do Banco Central, a política monetária ganhou um marco legal e toda uma arquitetura que apresentava como princípios básicos a busca pela estabilidade de preços e a autonomia operacional.

O aperfeiçoamento do regime em 1999 deu especial atenção em explicitar a lógica de reação da política monetária frente a determinados tipos de choques que provocam desvios da inflação em relação à meta, tornando-se a principal característica do IT sueco. O foco no longo prazo¹⁰ permite à política monetária minimizar os efeitos negativos de curto prazo, além de conferir maior flexibilidade ao regime em caso de choques cuja reversão esteja fora do escopo da política monetária. Assim, verifica-se a adoção das bandas de flutuação (ou de tolerância) da meta juntamente com uma provisão que permite explicar antecipadamente os desvios inflacionários. Em outras palavras, trata-se de uma cláusula de escape que desobriga o cumprimento da meta para desvios decorrentes de choques exógenos cujos efeitos sejam considerados transitórios. A idéia é que nem todos os choques requerem uma reação das taxas de juros e uma atuação que vise à convergência imediata do índice à meta pode gerar flutuações largas e indevidas na atividade econômica, com drástica redução da utilização da capacidade e conseqüente deterioração do mercado de trabalho. Desta maneira, o *Riksbank* (Banco Central sueco) pondera a situação da economia real em suas avaliações, reconhecendo a existência de

¹⁰ O *Riksbank* corrobora a experiência quanto à defasagem de efeito da política monetária, apontando para um prazo de 1 a 2 anos. Considera-se, portanto, que o sistema monetário deve trabalhar com o foco voltado para um horizonte de cinco a oito trimestres, pensamento que atribui grande flexibilidade ao IT da Suécia.

trade-off de curto prazo entre estabilidade de preços e crescimento da economia que precisa ser considerado na definição da taxa de juros.

A experiência da Suécia ratifica a noção de que o regime de metas altamente flexível só funciona com a contrapartida de um acervo de credibilidade da política monetária em conjunto com as demais políticas macroeconômicas. Um alto grau de confiança no compromisso de longo prazo com a estabilidade de preços, apoiado por um conjunto de políticas econômicas coerentes, ajuda a aumentar o espaço de flexibilidade para a formulação de política monetária no curto prazo, evitando flutuações na economia real, no produto e no emprego, decorrentes de ações monetárias visando produzir ajustes acelerados na taxa de inflação.

II.4 Austrália

Por ter sido um processo gradual, torna-se difícil precisar com exatidão o marco inicial do regime de metas inflacionárias na Austrália. Em 1992 surgiram as primeiras referências ao IT, sobretudo após a inflação da década de 80, com média anual de 8,3%, época em que o câmbio flutuava e a política monetária era conduzida sob um sistema de metas monetárias. O aperto monetário ao final dos anos 80 teve como resultado uma severa recessão em 1990 e 1991, levando as autoridades e principalmente o *Reserve Bank of Austrália* (RBA, o Banco Central da Austrália) a ponderar novos rumos à política vigente. Até então, tratava-se de uma decisão no âmbito exclusivo do RBA, que diante da ausência de uma âncora nominal, caminhou no sentido de trabalhar com uma meta explícita para a taxa de inflação.

No início de 1993, a Austrália já havia constituído o regime de Metas de Inflação, no entanto, em 1996 o Tesouro, juntamente com o Banco Central, divulgaram uma Declaração de Política Monetária pela qual o Ato do RBA de 1959 era reinterpretado de maneira a conceber maior autonomia operacional ao banco na condução da política monetária, dando contornos finais ao arranjo institucional do regime. Resumidamente, o Ato de 1959 estabelece o RBA como responsável pela formulação e implementação da política monetária e deve contribuir da melhor forma para: estabilidade da moeda australiana; manutenção do pleno emprego no país; e a prosperidade econômica e o bem-estar do povo australiano. Através desse mandato de múltiplos objetivos e sua reinterpretação em 1996, arquitetou-se o “pano de fundo” do sistema de Metas de Inflação australiano.

O novo arranjo mostrou-se eficaz, com a manutenção da inflação média anual da década de 1990 em 2,3%, dentro da meta estipulada no intervalo de 2% a 3% na média do ciclo econômico. Firmado através de um acordo público entre o Banco Central e o Tesouro, o objetivo numérico da inflação no regime australiano possui um horizonte temporal bastante fluido, sendo definido como uma média ao longo de um ciclo econômico, ao invés de uma meta com fronteiras numéricas e temporais rígidas. Ao explicar a lógica do sistema, o RBA afirma que “os limites da banda não são como “cercas eletrificadas” que disparam reações súbitas e dramáticas ao serem tocadas”. Essa formulação visa “preservar suficiente flexibilidade para que a política monetária possa levar em consideração fatores conjunturais de curto prazo”, além de garantir espaço para as inevitáveis incertezas envolvidas no processo de projetar a inflação e estimar as defasagens de efeito da política monetária sobre a economia.

Além da preocupação com a flexibilidade, há o mecanismo de controle e fiscalização democrática por parte do governo e da sociedade em relação à condução da política monetária pelo Banco Central. Em caso de surgimento de diferenças substanciais entre o RBA e o Estado, este pode assumir os rumos da política. Trata-se de um dispositivo que, apesar de gerar desgaste político elevado por conta da independência operacional do banco central, explicita que o arranjo está preparado para monitorar e, se necessário, intervir no sistema buscando a excelência no alcance dos objetivos inflacionários.

CAPÍTULO III – METAS DE INFLAÇÃO: O CASO BRASILEIRO

III.1 Antecedentes

Após sucessivas tentativas frustradas de controle da inflação no Brasil, sobretudo na década de 1980 e início dos anos 90, com a implementação de diversos programas do Governo, iniciou-se no país, a partir de 1994, através do Plano Real, um processo de estabilização que permitiu a redução da inflação para um dígito em menos de 3 anos. Esta dinâmica contra a espiral inflacionária incluiu um vasto programa de reformas econômicas, com ênfase no setor financeiro. Além da substancial diminuição do tamanho do setor público com as privatizações de estatais dos ramos de telecomunicações, química, ferrovias, bancário e siderúrgico, aprofundou-se a liberalização comercial com a redução de tarifas de importação e eliminação de barreiras não-tarifárias e reestruturou-se o sistema financeiro do país através da liquidação ou absorção de instituições não sadias e atualização das normas regulatórias. Adicionalmente, o Brasil passou a utilizar o câmbio fixo como âncora nominal à política monetária, com a justificativa de que a manutenção do real valorizado ou emparelhado frente ao dólar ajudaria a conter o processo inflacionário pelo lado da demanda com a entrada de produtos importados.

Apesar do relativo sucesso das medidas adotadas, que culminou com uma redução significativa da principal fonte da inércia inflacionária – a indexação automática de preços, salários e outros contratos -, o processo de estabilização levou gradualmente a economia em direção a problemas econômicos estruturais, sobretudo na questão fiscal. Neste sentido, enquanto um necessário ajuste nas contas públicas era constantemente adiado, o Brasil permanecia vulnerável às crises de confiança dos investidores estrangeiros, como a crise asiática em 1997 e a moratória russa em 1998, distúrbios que geraram uma grande fuga de capitais dos mercados emergentes. Como consequência, na tentativa de evitar o êxodo de divisas, o país elevou suas taxas de juros de curto prazo e anunciou um forte aperto fiscal, negociando com o Fundo Monetário Internacional (FMI) um pacote de apoio financeiro preventivo de aproximadamente US\$ 41,5 bilhões.

Em janeiro de 1999, no entanto, a confiança do mercado continuou a se deteriorar, refletindo preocupações quanto ao ajuste das finanças públicas nos estados por parte dos governantes recém-eleitos, conduzindo uma nova fuga de capitais que pressionaram as reservas internacionais, obrigando a flutuação do real e o abandono da âncora cambial. A abrupta mudança no regime cambial fez com que a maioria dos diretores do Banco Central (BACEN) fosse substituída, com uma nova diretoria tomando posse apenas em março¹¹. A ausência de uma direção bem definida na política monetária levou a taxa de câmbio a subir de uma média de R\$ 1,52 em janeiro para R\$ 1,91 em fevereiro, provocando aumento das pressões inflacionárias.

III.1.1 O combate à crise

O sistema de metas de inflação foi mencionado no Brasil pela primeira vez, oficialmente, em março de 1999, logo após a posse do novo Presidente do Banco Central, Armínio Fraga. Na época, o contexto era de grave crise cambial com uma alta acelerada da taxa de câmbio e temores de uma retomada do processo inflacionário. O IPA – Índice de Preços no Atacado – de fevereiro cresceu 7%, enquanto que o IPC – Índice de Preços ao Consumidor – registrou alta de 1,4% no mesmo mês. Nesse ambiente de grande incerteza, a nova diretoria do BACEN imediatamente começou a trabalhar em duas frentes.

III.1.1.1 Primeira frente: taxa de juros

A primeira foi acalmar os nervosos mercados financeiros, devido à expectativa de que uma escalada inflacionária pudesse “negativar” a taxa de remuneração real da dívida pública. No mesmo mês de março, o Comitê de Política Monetária - COPOM - decidiu elevar a taxa básica de juros (Selic) da economia de 39% para 45% ao ano, levando-se em conta que os contratos futuros já operavam com uma taxa de 43,5%. Uma importante inovação foi introduzida pela autoridade monetária com a indicação do “viés” para a taxa de juros, que delegava ao presidente do Banco Central o poder de alterar a taxa de juros no período entre duas reuniões do COPOM. Estabeleceu-se um “viés de redução”, significando que a taxa de juros poderia ser rebaixada a

¹¹ Devido a peculiaridades brasileiras, onde as indicações para a diretoria do Banco Central devem ser aprovadas pelo Senado, tornando o processo demorado.

qualquer momento antes da próxima reunião¹². De acordo com a Ata de Reunião do Comitê de 04/03/1999, com trecho transcrito abaixo:

“Ponderou-se que se a taxa de juros fosse fixada em patamar elevado sem a definição de viés não haveria percepção imediata pelos agentes de mercado de redução nas taxas de juros praticadas no mercado futuro. A vantagem de adoção do viés consistia em sinalizar que, se confirmadas as expectativas do COPOM quanto à evolução da economia, haveria condições de se reduzir à taxa de juros”. (Fonte: BANCO CENTRAL DO BRASIL, disponível em <http://www.bcb.gov.br>)

Além disso, divulgou-se a Nota Explicativa da decisão do Comitê pela primeira vez logo após a reunião – as minutas costumavam ser publicadas somente após três meses – contendo tópicos relevantes, iniciando-se com “*o objetivo primeiro do Banco Central é o de manutenção da estabilidade dos preços*”. E prosseguia dizendo que “*em regime de câmbio flutuante não se pode controlar a taxa de inflação diretamente pela intervenção na taxa de câmbio...*”; “*a estabilidade dos preços em regime de câmbio flutuante é garantida pela austeridade fiscal sustentada e por um sistema de austeridade monetária compatível...*”. Assim, dada a política fiscal de curto prazo, “*o instrumento efetivo para controle das pressões inflacionárias é de natureza monetária, ou seja, a taxa de juros*”. Após a análise do cenário macroeconômico vigente, chegou-se à conclusão da necessidade de aumento da taxa de juros para um nível “*suficientemente alto para fazer frente às pressões inflacionárias existentes, que, como se viu, são de origem cambial*”. Finalmente, o Comitê optou por uma taxa de 45% ao ano com a introdução de um viés de redução ou de baixa, que se justificava “*pelo fato de o problema inflacionário (...) ter como origem a excessiva desvalorização cambial. Assim, na presença de sinais evidentes de retorno sustentado da taxa de câmbio a níveis mais realistas, não seria mais justificada a manutenção de taxas de juros nominais tão elevadas*”.

A análise das primeiras medidas implementadas pela nova diretoria do banco, sobretudo no que tange ao abandono da âncora cambial, à maior preocupação com as expectativas dos agentes econômicos (introdução de viés para a taxa de juros) e à explicitação do objetivo primário do Banco Central de combate à inflação, refletia o pensamento dos membros do COPOM em adotar as metas inflacionárias como nova política monetária.

¹² Por outro lado, sob um viés de redução, caso deseje-se aumentar a taxa de juros é necessária a convocação de uma reunião extraordinária do COPOM.

III.1.1.2 Segunda frente: a proposta das metas inflacionárias

A segunda frente de atuação do Banco Central foi a proposta de adoção das metas inflacionárias como a nova política monetária do país. A nova taxa de câmbio flutuante claramente requeria uma nova âncora nominal para a política econômica. A política monetária combinada com um forte ajuste fiscal poderia ser útil para prevenir a volta da espiral inflacionária e garantir sua rápida desaceleração. Neste sentido, a meta de inflação era a estrutura mais indicada para alcançar a estabilização econômica sob câmbio flexível, com a meta em si funcionando como âncora nominal.

A nota explicativa do Comitê de Política Monetária do BACEN já havia deixado clara a idéia de seus membros em implantar o novo regime monetário. No entanto, na área institucional havia muito que fazer. Além de não possuir instrumentos formais de condução independente da política monetária, o Banco Central carecia de técnicas necessárias ao desenvolvimento de modelos de previsão de inflação e departamentos de pesquisa. Somava-se a isso o desconhecimento da maioria do *staff* do banco sobre o regime de metas inflacionárias.

Após cuidadoso planejamento e criação de um Departamento de Pesquisa que contemplava, dentre outras áreas, estudos sobre Metas de Inflação, o Banco Central brasileiro iniciou o trabalho de desenho da estrutura institucional e de modelação do mecanismo de transmissão da política monetária. O BACEN, em conjunto com o FMI, elaborou um seminário sobre Metas de Inflação que tinha como objetivo a análise das experiências de países desenvolvidos e emergentes na implementação do regime e proporcionou a economistas e técnicos brasileiros discutirem planos para a introdução de estrutura similar no país. Ao final dos trabalhos, traçou-se a diretriz principal da nova política monetária a ser implantada no Brasil, destacando a manutenção da inflação em níveis baixos e estáveis como objetivo primário, com a Meta de Inflação capaz de fornecer a âncora nominal tanto para política monetária quanto para expectativas inflacionárias, com mais transparência, facilidade de comunicação, melhor entendimento das decisões e foco nas conseqüências de longo prazo das ações políticas de curto prazo.

III.2 As Metas de Inflação no Brasil

No dia 1º de julho de 1999, o Brasil adotou formalmente as Metas de Inflação como sua política monetária, através do Decreto nº. 3.088 que dentre os principais pontos destacam-se:

- A definição das metas inflacionárias, do seu intervalo de tolerância e do índice de preços que será utilizado como parâmetro ficará a cargo do Conselho Monetário Nacional (CMN), com base na proposta do Ministério da Fazenda;
- As metas para os anos de 1999, 2000 e 2001 serão estabelecidas até 30 de junho de 1999; para o ano de 2002 e subseqüentes, as metas serão estabelecidas até o dia 30 de junho, com dois anos de antecedência;
- A responsabilidade pela implementação de políticas necessárias ao alcance dos objetivos inflacionários é do Banco Central;
- As metas serão consideradas cumpridas sempre que a inflação acumulada durante o período de janeiro a dezembro de cada ano (medida com base nas variações do índice de preços escolhidos para este propósito) estiver compreendida entre os intervalos de tolerância;
- No caso da meta não ser cumprida, o presidente do BACEN deverá encaminhar carta aberta ao Ministro da Fazenda explicando as causas do não cumprimento, as medidas a serem adotadas para garantir que a inflação retorne aos níveis tolerados e o período de tempo que será necessário para que as medidas adotadas tenham efeito;
- O BACEN divulgará relatório trimestral que fornecerá informações sobre a performance da estrutura de metas de inflação, os resultados das ações de política monetária e as perspectivas da inflação esperada.

Em 30 de junho de 1999, através da Resolução 2.615, o CMN definiu o IPCA¹³ – Índice de Preços ao Consumidor Amplo – como parâmetro para as metas inflacionárias e estabeleceu as metas para os anos de 1999, 2000 e 2001 - mensuradas pelas variações anuais acumuladas até o

¹³ O IPCA, índice de preços calculado pelo IBGE, cobre uma amostra de famílias com renda pessoal entre 1 e 40 salários mínimos e tem uma extensa abrangência geográfica, incluindo as regiões metropolitanas de São Paulo, Rio de Janeiro, Belo Horizonte, Porto Alegre, Recife, Belém, Fortaleza, Salvador e Curitiba assim como Goiânia e o Distrito Federal.

fim de cada ano -, sendo 8%, 6% e 4% respectivamente, bem como o intervalo de tolerância de 2 pontos percentuais para mais e para menos.

III.2.1 Principais características

A base lógica por trás dos objetivos decrescentes estipulados para os anos de 1999 a 2001 tem a ver com a natureza do processo inflacionário no Brasil vigente à época. Cabe aqui atentar para a distinção entre um processo inflacionário – aceleração contínua do nível de preços – e uma inflação temporária que nasce em virtude de um choque – mudança única do nível de preços sem pressões futuras. O caso brasileiro pertence à segunda categoria: o choque da desvalorização monetária iniciada em janeiro de 1999 forçou o realinhamento dos preços relativos. Para se ter uma idéia, em 1998, ano anterior ao abandono da âncora cambial, a inflação brasileira registrou índice de 1,7%. Como não havia indícios de um processo inflacionário, não era interessante e nem recomendável ao país adotar uma estratégia gradual de desinflação, que tornaria a tarefa mais custosa à economia.

A adoção do índice inflacionário “cheio”, sem o expurgo de itens mais voláteis que o compõe – em outras palavras, a não utilização do núcleo de inflação ou *core inflation* - explicitava a preocupação brasileira com a credibilidade do arranjo institucional. A supressão de artigos poderia ser vista pela sociedade como uma forma de manipulação do indicador designado, visão reforçada pelo histórico não muito distante de interferências do Governo nas estatísticas macroeconômicas.

Outra característica do regime é a ausência de cláusulas de escape. O não alcance da meta inflacionária do período demanda ao Presidente do Banco Central a emissão de Carta Aberta ao Ministro das Finanças explicando as causas que levaram ao não atingimento das metas, as providências que serão adotadas para garantir a convergência aos objetivos e o período de tempo previsto para que as medidas produzam o efeito esperado, tal como ocorre no modelo inglês.

A combinação do índice inflacionário cheio com a ausência de cláusulas de escape justifica a adoção de 2 (dois) pontos percentuais para mais e para menos como intervalo de tolerância ao redor do alvo central, uma margem de flutuação relativamente alta, mas que não torna menos apertado o objetivo perseguido pelo Banco Central.

Na busca pela confiança do mercado e da sociedade no novo arcabouço monetário, a transparência do regime tem papel fundamental. Um processo de comunicação efetivo foi estabelecido com o intuito de proporcionar à população o entendimento e o monitoramento das ações da autoridade monetária, bem como ter o conhecimento das razões porque a inflação prevista e acumulada pode estar divergindo do objetivo. Nesse contexto, alguns mecanismos de interação com o mercado foram desenvolvidos, como a publicação de nota explicativa no dia seguinte à reunião do COPOM trazendo justificativas resumidas sobre as decisões tomadas, com posterior divulgação da minuta da Ata de Reunião 2 (duas) semanas após o encontro do Comitê; relatório trimestral de inflação que trata das questões relacionadas ao desempenho do regime de metas de inflação, análises dos resultados e previsões sobre a inflação futura.

III.2.2 Os anos iniciais: o cumprimento das metas em 1999 e 2000

A evolução dos acontecimentos ao longo de 1999 não ratificou as expectativas pessimistas formuladas no início do ano, quando o impacto da crise internacional sobre a economia brasileira determinou uma reordenação na condução da política econômica e da política fiscal com o objetivo de preservação da estabilidade e condicionamento ao processo de crescimento sustentado. Além da redefinição do regime cambial – com adoção da livre flutuação do câmbio – e da política monetária – com a definição de metas para a taxa SELIC e seu viés como instrumentos monetários e a implantação das metas inflacionárias -, destaca-se o empenho governamental na promoção de um efetivo ajuste financeiro e fiscal que visava melhorar o desempenho e a percepção de sustentabilidade das contas públicas nacionais.

Nesse contexto, iniciou-se um processo de regulação financeira com reestruturação do sistema de pagamentos brasileiro, visando à redução dos riscos e ao aumento da eficiência. Assim, o arranjo previa o controle da solvência do sistema financeiro à autoridade monetária em co-responsabilidade com o mercado, a partir do fechamento de posições em tempo real na conta de reservas bancárias, implantação de mecanismos de contingência nos diversos sistemas de liquidação financeira, alteração dos critérios de classificação das operações de crédito e de constituição de provisão para créditos de liquidação duvidosa, entre outros procedimentos. Adicionalmente, buscou-se a dinamização do mercado de títulos públicos, sobretudo com a elevação da frequência de compra e venda de títulos federais e a realização regular de leilões de títulos por parte do Tesouro Nacional, promovendo maior grau de liquidez e de transparência do

mercado de títulos públicos, que por sua vez permite o alongamento da dívida pública e contribui para a condução da política monetária e da gestão fiscal.

O ajuste fiscal passou, no âmbito institucional, pela regulamentação da reforma administrativa, com o estabelecimento de novos limites de gastos com pessoal nos três níveis de governo e de normas gerais para a perda de cargo público por excesso de despesa. Porém, a medida de maior destaque no arcabouço fiscal foi a geração de superávits primários¹⁴, possibilitada pela determinação do governo na promoção do ajuste do setor público que concorreu para a recomposição das expectativas e o retorno ao quadro de normalidade dos fluxos de capitais. Em 1999, o resultado primário do setor público foi equivalente a 3,1% do PIB – Produto Interno Bruto -, resultado sensivelmente superior ao registrado em 1998, de 0,01% do PIB, que contribuiu igualmente para a redução do déficit em conta corrente na ordem de 27%, consumando uma melhoria na percepção de risco do país por parte dos investidores internacionais.

Num cenário de elevação contínua das cotações internacionais do petróleo, majoração dos preços dos combustíveis e trajetória ascendente da taxa de câmbio, os reajustes ocorridos no terceiro trimestre nas tarifas públicas, nos produtos agrícolas e nos medicamentos exerceram impactos pontuais sobre os preços, promovendo incertezas quanto à evolução da inflação. No entanto, a atuação do Banco Central na condução da política monetária, induzindo um ritmo mais lento de redução da taxa de juros a partir de junho¹⁵, suas eventuais intervenções no mercado de câmbio e a moderação no ritmo da atividade econômica conduziram à reversão das expectativas desfavoráveis sobre o comportamento dos preços. Deste modo, apesar do baixo crescimento econômico registrado - 1,01% de crescimento do PIB -, o alcance do índice inflacionário de 8,94% para o IPCA, dentro do objetivo inflacionário estipulado, evidenciou o sucesso da política monetária diante das dificuldades que se apresentaram durante o ano, como a alteração do regime cambial e monetário do país, os choques externos de elevação dos preços internacionais do petróleo e redução nos preços das principais mercadorias exportadas. Notadamente, observou-se

¹⁴ Resultado fiscal das contas públicas onde não são computados como despesas o pagamento de juros da dívida do setor público, nem como receitas os juros das reservas internacionais do país. Em outras palavras, trata-se da economia do setor público para pagamento da dívida pública.

¹⁵ Após a elevação da taxa SELIC em Março para 45% ao ano, a taxa seguiu a trajetória de queda de 24 pontos percentuais até Junho, chegando a 21% ao ano. A partir de então, até o final do ano, foi reduzida apenas duas vezes, fechando no patamar de 19% ao ano.

a recomposição da confiança da comunidade financeira internacional, destacando-se o expressivo ingresso de investimentos diretos no país.

O ano 2000 consolidou o processo de retomada da atividade econômica do Brasil, com a expansão de 4,5% do PIB, mesmo com a persistência da restritividade dos condicionantes externos deflagrados a partir da crise de 1997. Tal crescimento esteve associado a alguns fatores como: a) ampliação do crédito ao setor privado, refletindo o processo de redução da taxa básica de juros da economia e o aprimoramento das atividades financeiras e bancárias implementadas em 1999; b) continuada elevação do nível de emprego formal e informal; c) resultados fiscais favoráveis com a manutenção da austeridade na condução da política fiscal, evidenciada pela continuidade na obtenção de expressivos superávits primários - 3,6% do PIB em 2000 – e com a contribuição da Lei de Responsabilidade Fiscal¹⁶, sobretudo para o resultado relativo à esfera das administrações estadual e municipal; d) melhora das contas externas, com o financiamento integral do déficit em conta corrente por meio do ingresso de investimentos estrangeiros diretos, com a manutenção da confiança do investidor no país em função da melhora dos fundamentos da economia brasileira.

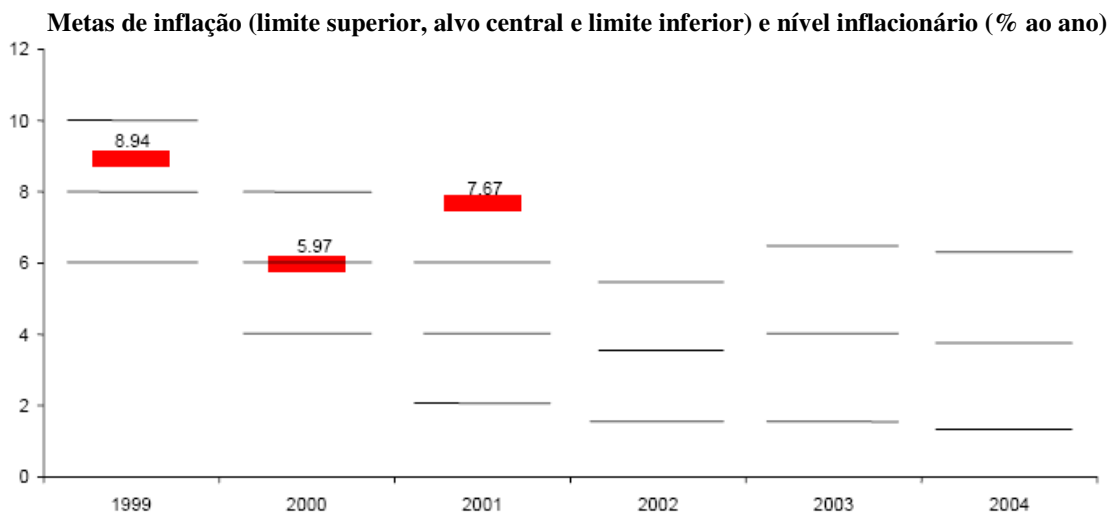
Apesar da evolução favorável da estrutura macroeconômica interna, a rigidez na gestão da política monetária – a taxa SELIC iniciou o ano em 19%a.a. e foi reduzida até julho para 16,5%a.a., mantendo-se nesse patamar até o final do ano - se justificou na alta persistente dos preços internacionais do petróleo, na intensificação da crise de confiança na Argentina e nas incertezas associadas à trajetória das taxas de juros nos Estados Unidos. Em consequência da atuação do Banco Central, as taxas de variação dos principais índices de preços registraram movimento descendente em relação a 1999, com o IPCA perfazendo índice de 5,97%, próximo ao centro da meta, traduzindo o desempenho favorável do setor agrícola e os impactos decorrentes dos reajustes dos preços administrados e do salário mínimo que não exerceram pressões inflacionárias relevantes.

O Gráfico 3 ilustra o bom desempenho do IT brasileiro em seus dois primeiros anos. Ao final do ano 2000, acreditava-se na total superação das dificuldades proporcionadas pelos choques externos e pela mudança interna do regime cambial e monetário. O sucesso do ajuste

¹⁶ Lei Complementar nº. 101/2000, que “estabelece normas de finanças públicas voltadas para a responsabilidade na gestão fiscal” nas três esferas de governo. Fixa, por exemplo, limite de gasto com pessoal e de endividamento público, determina metas fiscais anuais para os próximos exercícios, entre outras medidas.

fiscal combinado com a credibilidade do regime de metas para a inflação – respaldada no alcance dos objetivos fixados em 1999 e 2000 – e as previsões para o ano de 2001 apontavam para a consolidação de um círculo virtuoso de crescimento econômico sustentável.

Gráfico 3



CAPÍTULO IV – O REGIME DE METAS BRASILEIRO NO GERENCIAMENTO DE CRISES

A estabilidade econômica verificada nos anos iniciais do regime de metas brasileiro - simbolizada pelo cumprimento dos alvos inflacionários fixados - complementada pela recuperação dos indicadores macroeconômicos nacionais e pelo crescimento da economia em 2000, indicava o acerto da nova política monetária com o regime de metas de inflação, inclusive quanto à estratégia de uma rápida desinflação.

No entanto, verificou-se nova aceleração da inflação em 2001 (ver Gráfico 3) e em 2002, cujos índices ficaram fora do intervalo de tolerância em torno do ponto central da meta.

IV.1 O descumprimento da meta em 2001

As expectativas favoráveis quanto à evolução das principais variáveis macroeconômicas, como consequência do bom desempenho da economia brasileira em 2000, reverteram-se no decorrer do ano de 2001 com o surgimento de restrições relevantes à gestão da política econômica. A operação de mecanismos vinculados, principalmente, à dominância externa comprometeu o alcance do alvo inflacionário.

Primeiramente, o início da crise da conversibilidade na Argentina, cujo desfecho foi a mudança no regime cambial no início de 2002, em decorrência da crescente perda de credibilidade no *currency board*¹⁷, dos desequilíbrios fiscais e do agravamento dos conflitos políticos e sociais. A crescente instabilidade da economia argentina elevou a percepção de risco dos mercados emergentes, acometendo particularmente a economia brasileira, com consequente redução da entrada de divisas e forte desvalorização da taxa de câmbio. Adicionalmente, nos Estados Unidos, a desaceleração do crescimento da economia e a expectativa de aprofundamento

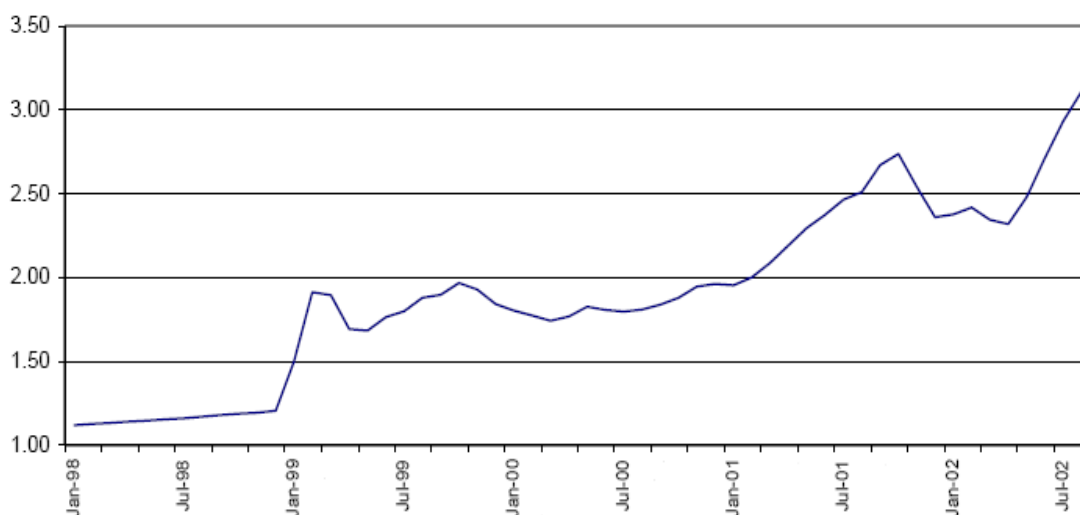
¹⁷ Trata-se de um regime monetário e cambial no qual o país se compromete a converter, sob demanda, sua moeda local em outro ativo líquido de aceitação internacional, a um a cotação fixa. No caso argentino, a conversibilidade foi prometida em dólares e foi estabelecida na paridade de um dólar por peso.

da recessão americana após os ataques terroristas de 11 de Setembro acentuaram a percepção de risco da economia brasileira e contribuiu para a depreciação cambial.

Com isso, a taxa de câmbio no Brasil sofreu pressões ao longo do ano, sobretudo no segundo semestre, passando de R\$ 1,95/US\$ para R\$ 2,32/US\$ entre dezembro de 2000 e dezembro de 2001, após atingir a cotação recorde de R\$ 2,84/US\$ em outubro (ver Gráfico 4 abaixo).

Gráfico 4

TAXA DE CÂMBIO (R\$ / US\$) - JANEIRO DE 1998 A AGOSTO DE 2002



Fonte: Adaptado de Minella, André, Paulo S. de Freitas, Ilan Goldfajn e Marcelo K. Muinhos. "Inflation Targeting in Brazil: Lessons and Challenges", 2002.

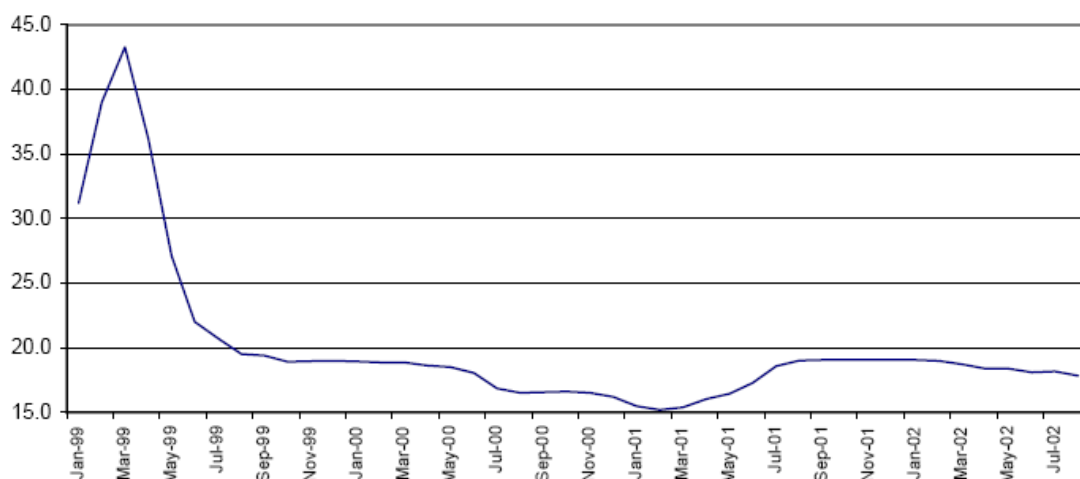
No âmbito interno, a crise energética, que culminou com o racionamento de energia no país, consolidou o descasamento entre oferta e demanda da economia e ocasionou pressões inflacionárias nos preços do mercado doméstico, ao mesmo tempo em que favoreceu ainda mais a pressão sobre o câmbio com o aumento da incerteza quanto ao futuro da economia brasileira. Além disso, a desaceleração da atividade econômica – a taxa de crescimento do PIB registrou variação de 1,5% -, como consequência do racionamento de energia, moderou a reação da política monetária que necessitava de um maior ajuste na taxa de juros frente aos efeitos da desvalorização cambial.

Com o intuito de impedir a excessiva volatilidade da taxa de câmbio, a autoridade monetária realizou intervenções no mercado de câmbio, através da colocação maciça de títulos

cambiais junto aos investidores e aumentou a taxa básica de juros, como medida preventiva que tinha o objetivo de limitar a propagação dos choques e a contaminação aos demais preços da economia. Entre março e julho de 2001, a taxa SELIC chegou ao patamar de 19% ao ano, após atingir o piso de 15,25% ao ano em janeiro, conforme ilustrado no Gráfico 5. Os juros básicos se mantiveram no mesmo nível até o final do ano, pois se julgou que a política monetária encontrava-se adequada para evitar a propagação dos choques e assegurar o cumprimento da meta de inflação em 2002, já que o Banco Central não vislumbrava a repetição dos choques na magnitude observada para o próximo ano. Além disso, o COPOM avaliou que o custo em termos de nível de atividade econômica de se evitar que os impactos diretos aumentassem a inflação para acima do limite superior da meta no ano de 2001 seria elevado.

Gráfico 5

TAXA SELIC - JANEIRO DE 1999 A AGOSTO DE 2002 (% AO ANO - MÉDIA MENSAL)



Fonte: Adaptado de Minella, André, Paulo S. de Freitas, Ilan Goldfajn e Marcelo K. Muinhos. "Inflation Targeting in Brazil: Lessons and Challenges", 2002.

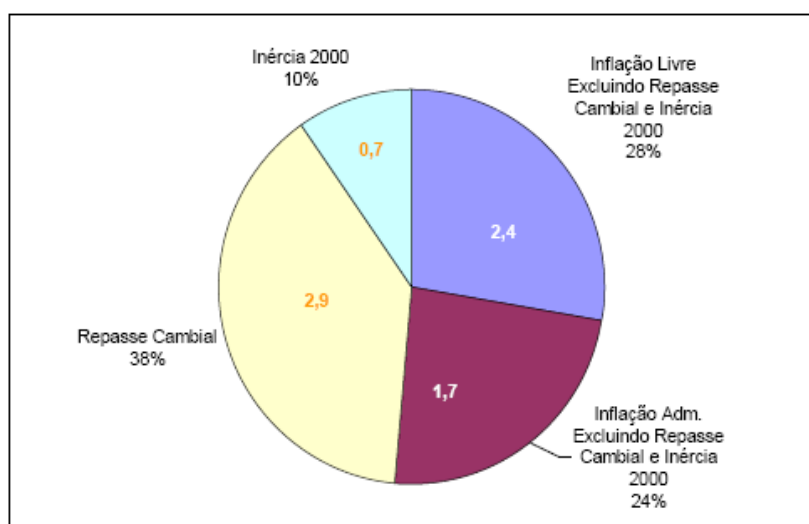
Ao final do ano, os índices gerais de preços apresentaram variações superiores às assinaladas nos preços ao consumidor, por serem mais afetados pelas flutuações da taxa de câmbio. A variação do IPCA superou o limite superior do intervalo estabelecido como meta para a taxa de inflação em 1,7 pontos percentuais, registrando o índice de 7,7%. O Gráfico 6 permite decompor a inflação de 2001 de forma a ressaltar os efeitos da depreciação do câmbio, da inflação dos preços administrados por contratos¹⁸ e da inércia inflacionária proveniente do ano

¹⁸ No Brasil, o termo "preços administrados" refere-se aos preços que são insensíveis às condições de oferta e de demanda porque são estabelecidos por contrato ou por órgão público. Nesse caso, estão incluídos os preços dos

2000, com destaque aos dois primeiros, com a depreciação cambial em 2001 atingindo o percentual de 20,9% e o reajuste dos administrados que registrou inflação no ano de 10,4%, superando o próprio IPCA. Tais itens contribuíram, respectivamente, com 2,9 pontos percentuais equivalentes a 38% do IPCA e 1,7 pontos percentuais que equivalem a 24% da inflação total do período.

Gráfico 6

CONTRIBUIÇÕES PARA INFLAÇÃO EM 2001
Percentual do Total e Variação Percentual no Ano (valores internos ao círculo)



Fonte: Banco Central

Assim, constata-se que o mecanismo de operação da dominância externa, refletindo as pressões cambiais tanto nos preços da economia quanto nos administrados por contratos, tornou-se, em 2001, o grande vilão da política monetária na sua busca pelo cumprimento da meta inflacionária.

IV.2 A disparada inflacionária de 2002

A Carta Aberta expedida pelo Presidente do Banco Central Armínio Fraga, datada de 16 de janeiro de 2002, na qual se descreve os motivos que levaram ao descumprimento da meta

serviços telefônicos, produtos derivados do petróleo, eletricidade, planos de saúde, taxa de água e esgoto, IPVA, IPTU e a maioria das tarifas de transporte público. São preços indiretamente atrelados à taxa de câmbio, em função do grande peso dos bens comercializáveis nos índices gerais de preços, seus indexadores.

inflacionária de 2001, bem como as providências e prazo para convergência da inflação aos limites estabelecidos, revela a expectativa positiva da autoridade monetária quanto à reversão do quadro inflacionário da economia brasileira:

“Em suma, choques de oferta ou de natureza temporária determinaram a elevação da inflação para acima do intervalo superior da meta.(...) Na medida em que não se vislumbra a repetição dos choques na magnitude observada no ano passado, a tendência da inflação é declinante. As projeções geradas pelas várias especificações do modelo estrutural apontam para a convergência da inflação à trajetória de suas metas”. (Fonte: BANCO CENTRAL DO BRASIL, disponível em <http://www.bcb.gov.br>)

De fato, a taxa de câmbio e sua pressão sobre os preços, principal causa do aumento da inflação em 2001, dava sinais de estabilização no início de 2002, em patamar próximo a R\$2,35/US\$, em parte devido à percepção do mercado financeiro quanto à solidez dos fundamentos macroeconômicos internos, possibilitando a dissociação do risco Brasil da crise argentina. A perspectiva positiva, aliada à revisão da meta de inflação para 2003 definida pelo CMN em junho – passando de 3,25% para 4% - teve reflexo na diminuição da taxa de juros pela autoridade monetária, cujo nível caiu de 19% em janeiro para 18% em julho e se manteve nesse patamar até setembro, com vistas à recuperação da atividade econômica frente ao fraco desempenho do produto no ano anterior.

Contudo, a partir do final do mês de abril e mais acentuadamente no segundo semestre, registrou-se nova situação de instabilidade financeira. A recuperação da economia norte-americana aquém das expectativas criadas no início do ano e as denúncias de fraudes contábeis em grandes corporações americanas e européias introduziram elevada incerteza nos mercados financeiros. A perspectiva de conflito armado entre os Estados Unidos e o Iraque ampliou a volatilidade dos preços do petróleo, constituindo-se em fator adicional desfavorável à recuperação sustentada da economia mundial. A trajetória instável dos fluxos globais de capitais ao longo do ano refletiu o crescimento da aversão ao risco.

Nesse contexto, o Brasil se viu afetado pelo nervosismo do investidor estrangeiro com o rebaixamento da classificação do país pelas agências de risco internacionais, a partir do aprofundamento da crise argentina e seus efeitos no país. No âmbito interno, o processo eleitoral em curso no Brasil e a perspectiva de vitória do candidato da oposição na sucessão presidencial acionaram o mecanismo de dominância fiscal: aumentou a incerteza associada à dinâmica da dívida pública. A preocupação dos agentes quanto ao compromisso do novo governo com a

estabilidade de preços e a austeridade fiscal colaboraram para a elevação do risco país, a redução da entrada líquida de recursos externos e a pressão no mercado de câmbio. A desvalorização subsequente (ver Gráfico 7) afetou a dinâmica inflacionária da economia e a relação dívida líquida/PIB, principalmente no segundo semestre, reforçando ainda mais a percepção de riscos na trajetória da dívida pública. A taxa de câmbio ultrapassou o patamar de R\$3/US\$ ao final de julho, atingiu seu máximo em outubro com a cotação média de R\$3,81/US\$ e fechou o ano a R\$3,63/US\$, uma depreciação de cerca de 52%.

Gráfico 7

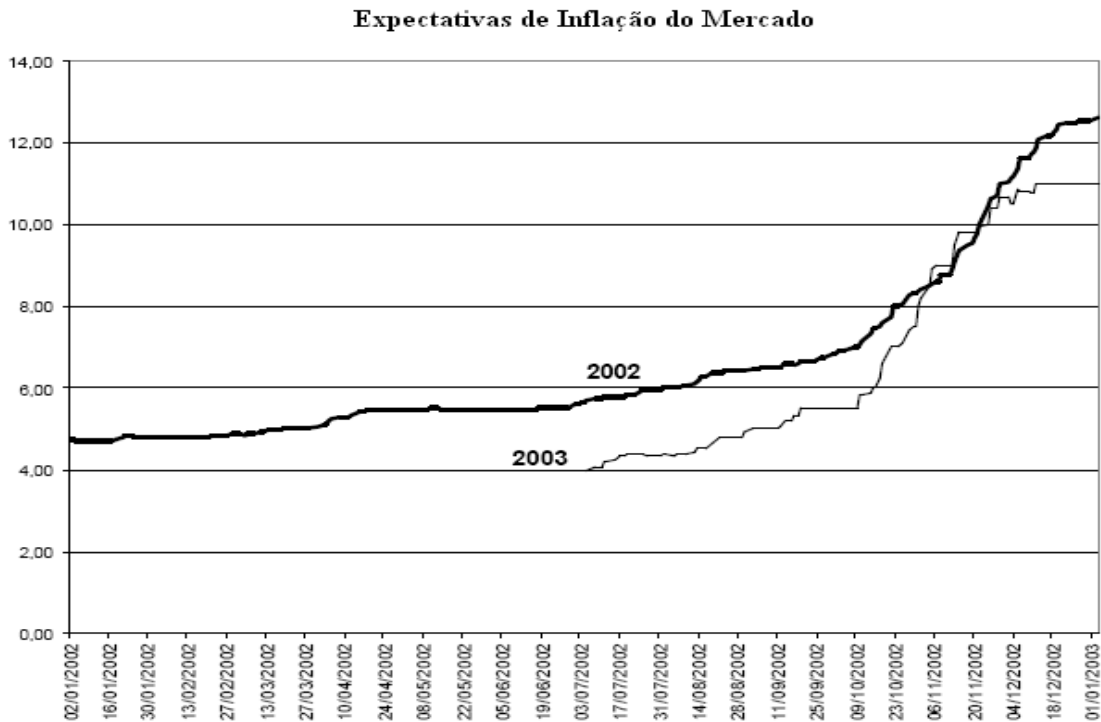
Evolução da Taxa de Câmbio (R\$/US\$)



Fonte: Banco Central.

Além da forte depreciação cambial, a deterioração das expectativas de inflação e a evolução dos preços administrados também tiveram forte impacto na elevação dos preços. Em função da crise de confiança na economia brasileira, a partir de meados do ano as expectativas inflacionárias superaram o limite superior do intervalo de tolerância da meta e, desde setembro, observou-se forte deterioração, tanto para 2002 quanto para 2003, como evidenciado no Gráfico 8. Ressalte-se, ainda, o crescimento acentuado dos preços administrados por contrato e monitorados, que registraram inflação ao final do ano de 15,3%.

Gráfico 8



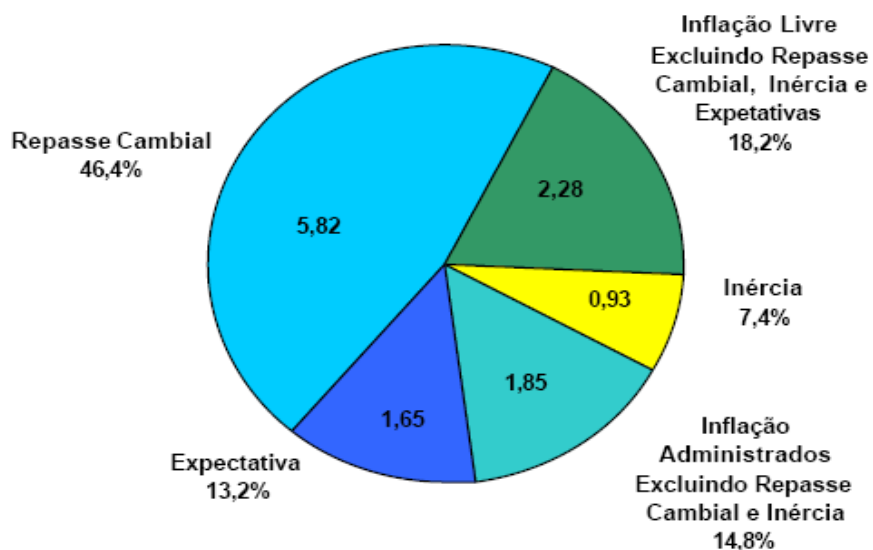
Fonte: Banco Central.

A política monetária encontrou dificuldades para reagir à combinação das dominâncias fiscal e externa. Em meados de 2002 enfrentou o seguinte dilema: a alta de juros necessária para compensar os efeitos da desvalorização nos preços poderia contribuir para reforçar a percepção de fragilidade fiscal, mas não fazê-lo seria permitir a aceleração da inflação. Assim, somente a partir de outubro o Banco Central promoveu a elevação da taxa de juros, saindo do patamar de 18% e fechando o ano em 25%, diante da deterioração do cenário doméstico com a forte desvalorização cambial e a contaminação das expectativas de inflação para 2003.

Os principais índices de preços apresentaram crescimento significativo, sobretudo no segundo semestre, com o IPCA registrando o índice de 12,5% ao final de 2002, o maior nível desde a implantação do IT, ultrapassando pelo segundo ano consecutivo o limite superior da meta inflacionária – alvo central de 3,5% com tolerância de 2 pontos percentuais. O Gráfico 9 apresenta os principais componentes que contribuíram para a forte elevação do IPCA, com destaque para a pressão cambial, os preços administrados e as expectativas inflacionárias.

Gráfico 9

Contribuições para a Inflação: janeiro a dezembro de 2002
(em pontos percentuais e contribuição percentual)



Fonte: Banco Central.

IV.3 O período de desinflação de 2003-2005

Diante da acentuada elevação dos preços ao final de 2002, que culminou com a extrapolação do limite superior da meta inflacionária em 7 pontos percentuais, o período de desinflação que se seguiu foi resultado da preocupação das autoridades monetárias com o controle da inflação. Em realidade, o novo regime monetário enfrentava o desafio de voltar para um patamar baixo de inflação, após a aceleração de 2002, buscando salvaguardar a credibilidade e a confiança do mercado na política de metas. Para tanto, a convergência para menores níveis de preços havia de ser feita de maneira gradual, evitando o sacrifício severo do produto de curto prazo da economia.

IV.3.1 Revisão das metas para 2003 e 2004

As explicações do Banco Central ao Ministério da Fazenda, na Carta Aberta de janeiro de 2003, a respeito do não cumprimento das metas de inflação no ano anterior, iniciavam-se com a

menção aos diversos choques de oferta enfrentados pela economia brasileira no período. Em seguida, no que tange às providências e prazos para convergência da inflação aos objetivos traçados, explicitava a prática reconhecida e adotada mundialmente pelos Bancos Centrais “quando confrontados com choques de oferta de grande magnitude”, que consiste em “diluir a convergência da inflação corrente às metas em um período mais longo, evitando, assim, custos desnecessários para a economia”. Nessa perspectiva enquadrou-se o Brasil, diante dos acontecimentos verificados ao longo de 2002.

Dessa maneira, definiu-se a nova trajetória de convergência da inflação, descrito na Tabela 2. Basicamente, usou-se a idéia de metas ajustadas obtidas através da soma de três componentes: a) a meta para a inflação preestabelecida pelo Conselho Monetário Nacional; b) os impactos inerciais da inflação do ano anterior; e c) o efeito primário dos choques de preços administrados por contrato e monitorados¹⁹. Como resultado, foram estabelecidas as metas ajustadas para 2003 e 2004, 8,5% e 5,5%, respectivamente.

Tabela 2

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	1,7	1,1
(c)	Inércia a Ser Combatida nos Anos Seguintes	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

Fonte: Banco Central

A decisão de perseguir uma trajetória de inflação com base nas metas ajustadas levou em conta a idéia de que a política monetária seria capaz de fazer com que a inflação convergisse para

¹⁹ O efeito primário corresponde à parte da inflação dos administrados por contrato e monitorados que excede a meta, descontada dos efeitos do câmbio e da inércia inflacionária.

o intervalo de tolerância da meta em dois anos. Outras trajetórias com quedas mais acentuadas implicariam perdas expressivas do crescimento do produto, além de requerer um esforço desproporcional no primeiro ano que poderia resultar em uma inflação em 2004 substancialmente inferior à meta estabelecida para aquele ano. Em outras palavras, com a absorção do choque pela política monetária, o Banco Central passava a buscar uma redução importante da inflação em 2003 para o posterior atingimento do intervalo de tolerância da meta em 2004.

IV.3.2 A política monetária em busca da estabilidade em 2003

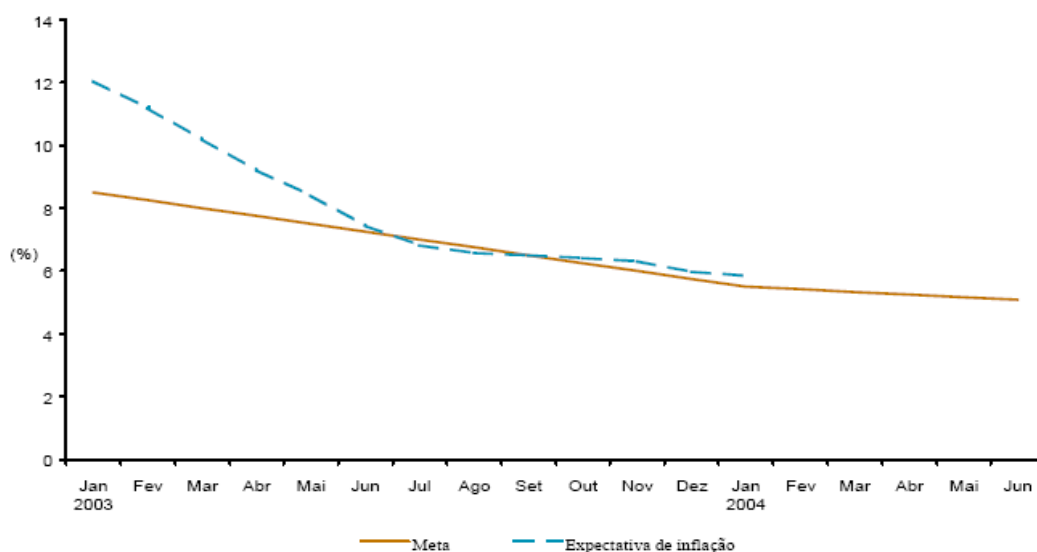
A condução da política monetária em 2003 pautou-se no compromisso fundamental da preservação da estabilidade de preços da economia, em consonância com a trajetória das metas ajustadas proposta pelo Banco Central, objetivando reverter o quadro de incertezas desenhado a partir da segunda metade de 2002. Dessa forma, verifica-se uma firme atuação da autoridade monetária desde o início do ano, quando da aceleração inflacionária determinada, em grande parte, pelos efeitos inerciais da elevada inflação do último trimestre de 2002. Não se tratava, portanto, de processo resultante apenas de um choque externo, tampouco representava um desvio temporário da trajetória de longo prazo que se reverteria autonomamente, mas sim de um fenômeno com relação direta com a deterioração das expectativas dos agentes econômicos, o que exigia tempestividade na atuação do Banco Central para minimizar os impactos da estabilização no produto da economia.

Nesse contexto, o COPOM promoveu o aumento da taxa SELIC, de 25%a.a. em dezembro de 2002 para 25,5%a.a. e 26,5%a.a. em janeiro e fevereiro de 2003, mantendo-se o último patamar até junho. Essas medidas foram complementadas pelo aumento da alíquota de recolhimento compulsório sobre os depósitos à vista e pela reafirmação do comprometimento da política fiscal através da obtenção de superávits primários compatíveis com a sustentabilidade da dívida pública. A taxa de câmbio sentiu os efeitos da política monetária ainda no primeiro semestre de 2003, entrando em forte declínio nos meses de março e abril, partindo de R\$ 3,59 em fevereiro para valores abaixo dos R\$ 3,00 dois meses depois. Entretanto, as expectativas de inflação do mercado mostravam forte resistência à queda, tanto em relação ao ano corrente quanto para 2004, situando-se em patamares significativamente superiores às metas ajustadas até abril. Somente a partir de maio, com a manutenção da postura monetária austera, as expectativas começaram a ceder.

Em junho, mês em que o CMN definiu que a meta de inflação seria de 5,5% para 2004 – adotando como alvo central a meta ajustada utilizada pelo Banco Central – e 4,5% para 2005, ambas com intervalo de tolerância de 2,5 pontos percentuais, nota-se o início do processo de flexibilização da política monetária diante da convergência das expectativas inflacionárias para a trajetória das metas ajustadas, conforme ilustrado no Gráfico 10, e a redução significativa das incertezas na economia. Os frutos da política monetária austera começavam a se tornar mais evidentes e como resultado da reversão das expectativas, do controle da demanda agregada e da apreciação cambial, a taxa de inflação entrou em queda. A partir daí, o COPOM iniciou o processo de redução gradativa da taxa SELIC, que alcançou 16,5% em dezembro, além da diminuição da alíquota de recolhimento compulsório sobre depósitos à vista em agosto.

Gráfico 10

**Meta e expectativa de inflação de mercado para os doze meses seguintes
(média mensal)**



Fonte: Banco Central.

Nesse contexto, o nível de atividade econômica em 2003 teve dois momentos distintos. O primeiro, de janeiro ao final do primeiro semestre, marcado pelo ambiente macroeconômico adverso resultante da crise do segundo semestre de 2002, bem como pelos ajustes necessários a sua superação, implicando redução da demanda interna e dos fluxos de investimentos, que refletiram a maior incerteza da economia e o aumento das taxas de juros. O segundo momento, ao término do primeiro semestre, relacionado com a superação do episódio inflacionário e das incertezas ligadas à condução da política econômica, iniciando-se um processo de recuperação do

produto nacional. Assim, o Produto Interno Bruto de 2003, influenciado pela conjugação desses dois períodos diferentes, apresentou quedas de 0,8% e 0,9% nos dois primeiros trimestres em relação aos trimestres anteriores. No terceiro trimestre, já refletindo o começo do processo de flexibilização da política monetária, houve crescimento de 0,1% em relação ao anterior e, por fim, o quarto trimestre, já consolidada a recuperação das expectativas dos agentes econômicos, cresceu 1,5% em relação ao trimestre anterior. Ao final do ano, o PIB brasileiro expandiu-se cerca de 0,54%, um crescimento modesto, mas que ratificava a recuperação da economia após a superação do risco inflacionário.

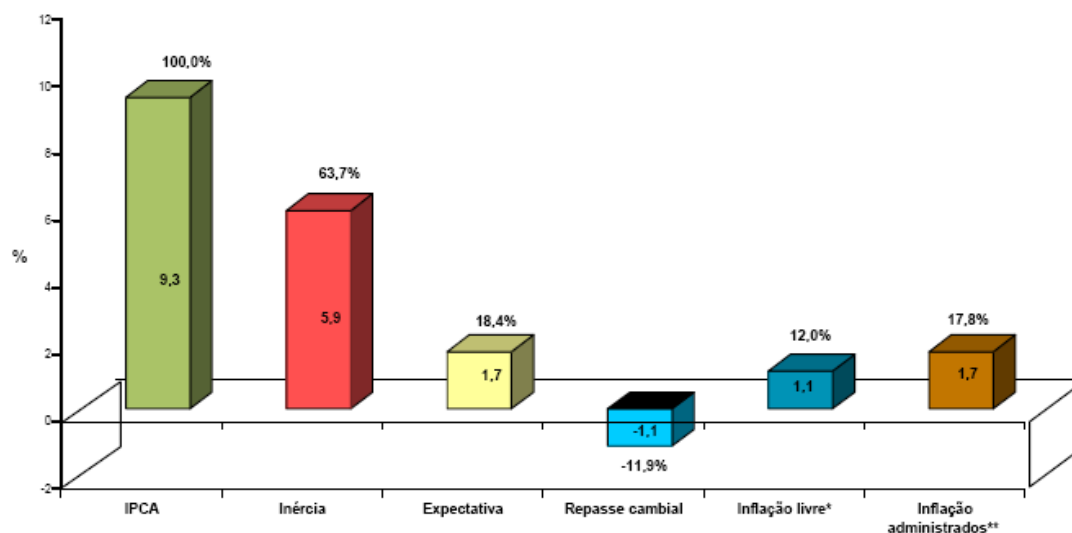
Mesmo com todo o esforço da política monetária no sentido de evitar as oscilações do nível de preços, o IPCA registrou inflação de 9,3%, ultrapassando em 0,8 pontos percentuais a meta ajustada, valor considerado aceitável diante das incertezas inerentes a um processo de desinflação. A elevação dos preços concentrou-se no primeiro trimestre de 2003, onde se verificou inflação de 5,1%, equivalente a 55% da inflação total do ano (considerando os cinco primeiros meses, a inflação foi de 6,8% - 73% da inflação do ano)²⁰. Esse resultado pode ser atribuído, principalmente, a um aumento temporário do grau de persistência inflacionária durante o período, através dos mecanismos de inércia relacionada ao último trimestre de 2002. Da mesma forma, as elevadas expectativas de inflação e a incerteza relativa à condução da política monetária exerceram pressão sobre os preços, além dos efeitos da depreciação cambial do ano anterior, em virtude de defasagens existentes no mecanismo de repasse cambial, mais acentuadamente nos preços administrados.

O Gráfico 11 demonstra a decomposição do IPCA em 2003. Ressalte-se a influência dos preços administrados superior à dos preços livres, sobretudo devido ao impacto da forte depreciação cambial em 2002. A taxa de câmbio apresentou apreciação ao longo do ano, com ênfase a partir de maio, com a reafirmação da postura monetária austera e o início do processo de reversão do cenário macroeconômico, contribuindo, no cômputo final, para uma menor inflação anual. E o destaque absoluto para a inércia inflacionária, respondendo por 63,7% da inflação total, aparecendo como o principal componente inflacionário em 2003, diferentemente do que ocorreu em 2002, em que a depreciação cambial constituiu-se o fator inflacionário mais decisivo, acentuando ainda mais a distinção da natureza da elevação de preços nesses anos.

²⁰ Para efeitos de comparação, com a recuperação da confiança nas perspectivas da economia e o retorno a normalidade do cenário macroeconômico, a inflação no segundo semestre acumulou 2,49%, que corresponde a um valor anual de 5,04%.

Gráfico 11

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



* Excluindo repasse cambial, inércia e expectativas.

** Excluindo repasse cambial e inércia.

Fonte: Banco Central.

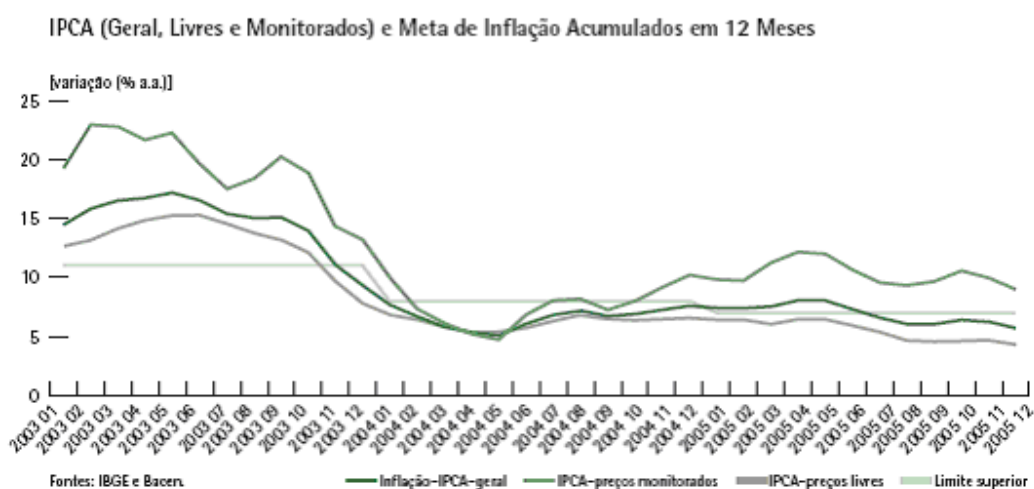
IV.3.3 O aperto monetário 2004-2005

Antes de 2004, a adoção de política monetária restritiva no IT brasileiro originava-se a partir de choques externos que levavam à brusca redução da entrada de divisas no país e dificultava o financiamento do balanço de pagamentos, que por sua vez provocava aumento na taxa de câmbio e conseqüente repasse aos preços domésticos da economia. No entanto, o aperto monetário 2004-2005 foi iniciado em condições diferentes dos anteriores.

A redução da inflação, sobretudo no segundo semestre de 2003, permitiu um afrouxamento da política monetária, levando a taxa SELIC de patamares superiores a 26%a.a. em março de 2003 para 16,5%a.a. em dezembro do mesmo ano. Essa vertiginosa queda dos juros domésticos e a melhora nos indicadores de inflação refletiram no cenário macroeconômico nacional em 2004: recuperação da economia com maior dinamismo no mercado interno e no comércio exterior, aumento de crédito, crescimento da demanda por bens de consumo e

investimento, melhora nas condições do mercado de trabalho e no rendimento real da população. Tais fatores, aliado à subida de preços das *commodities* internacionais, a partir de maio de 2004 impactaram no IPCA cheio (Gráfico 12), começando a ceder somente no segundo semestre de 2005.

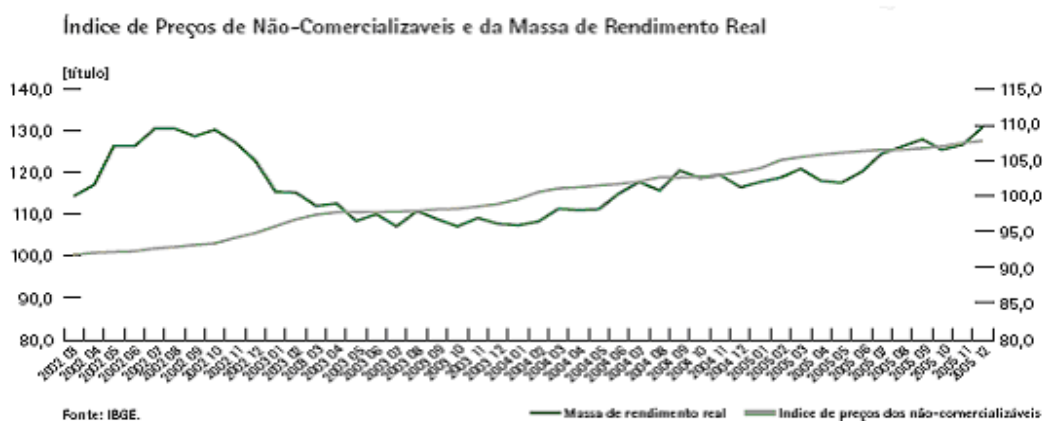
Gráfico 12



Os preços dos bens comercializáveis oscilaram em taxas anuais próximas de 6% e só começaram a cair em junho de 2005. Os não-comercializáveis permaneceram em 7%a.a. entre agosto de 2004 e julho de 2005, para cair para algo em torno de 6%a.a. sem mostrar, porém, uma tendência definida de queda até o final de 2005. Esses últimos formam um grupo mais heterogêneo do que os comercializáveis em relação a como são tomadas as decisões de preços e às reações dos seus componentes diante da demanda agregada. Muitos deles, como educação ou serviços pessoais, por exemplo, têm condições de demanda muito especiais, as quais permitem a manutenção das margens de lucro e repasses maiores dos custos originários de mão-de-obra e de preços de serviços administrados. Essas condições de demanda especiais explicariam a persistência dos aumentos de preços mesmo em um cenário de desaceleração da demanda agregada.

Além disso, a demanda dirigida aos bens e serviços não-comercializáveis depende, entre outros fatores, do nível de ocupação e da renda real da população, uma vez que são, em sua maioria, bens de natureza não-essencial. Dessa forma, por um lado o aumento no nível de renda da população leva a uma maior demanda por esses bens, pressionando seus preços. De outro, o aumento no rendimento real pode significar maiores custos de produção. O Gráfico 13 ilustra a associação positiva entre o crescimento dos preços dos bens não-comercializáveis e aumentos da renda real da população, tal como ocorreu a partir de maio de 2004.

Gráfico 13



Indicadores convencionais em relação ao estado da demanda agregada também confirmavam a existência de pressões de demanda na economia, como, por exemplo, o indicador de utilização da capacidade instalada na indústria produzido pela Confederação Nacional da Indústria – CNI –, que entre agosto de 2003 e outubro de 2004 subiu de forma ininterrupta e alcançou seu índice máximo no regime de metas. Outras estimativas indicavam que o produto efetivo estava superando o produto potencial no segundo semestre de 2004, contribuindo para gerar pressões inflacionárias.

Assim, depreende-se que a aceleração da inflação ocorrida na segunda metade de 2004 não foi um fenômeno provocado apenas por uma elevação de preços internacionais, mas impulsionado pelo melhora dos indicadores de emprego e rendimento na economia, que

fortaleceram as condições de demanda e aproximou o produto efetivo da capacidade da oferta instalada.

Nesse sentido, a atuação firme da política monetária teve o propósito de afastar a hipótese de não cumprimento dos objetivos inflacionários em um período sem grandes choques internacionais, o que afetaria a credibilidade do regime. Na primeira metade de 2004, a taxa SELIC manteve-se praticamente estável. A partir de setembro de 2004, com a evolução da atividade econômica e do indicador de utilização da capacidade instalada, o COPOM iniciou o processo de ajuste da taxa básica de juros, que encerrou o ano em 17,75%a.a. ante 16,5%a.a. em janeiro. O IPCA registrou índice de 7,6%, dentro do intervalo de tolerância da meta definida pelo CMN em junho 2003, com o PIB crescendo aproximadamente 5%.

Em 2005, a manutenção da atividade econômica sustentada tanto pelo fortalecimento do mercado interno – diante das melhores condições de crédito e da crescente recuperação dos rendimentos reais e do emprego – quanto pelo comércio exterior determinou a continuação cautelosa da política monetária. A taxa SELIC sofreu elevações sucessivas e atingiu o patamar de 19,75%a.a. em maio, associada aos riscos inerentes de convergência da inflação para as metas diante da sua resistência a queda, dadas as condições de demanda, além das incertezas relacionadas à deterioração do cenário econômico do mercado de combustíveis. Somente em setembro houve o relaxamento monetário, com a evidência de um cenário inflacionário benigno e a transitoriedade dos efeitos relacionados ao mercado de alimentos e combustíveis. A redução dos juros básicos levou a taxa para 18%a.a. em dezembro e o IPCA registrou 5,69%, garantindo novamente o cumprimento da meta inflacionária. Não obstante a taxa SELIC ter se situado, no decorrer de 2005, cerca de 3 pontos percentuais acima da média assinalada em 2004, a economia obteve crescimento de 2,41% ao final do ano.

CONCLUSÃO

A análise do período de 1999 a 2005 das Metas de Inflação no Brasil nos demonstra ser um processo dificultoso a comparação da atuação do Banco Central durante as diferentes fases desses seis primeiros anos do novo regime monetário. Tal dificuldade reside no fato de que as mais fortes oscilações da inflação, que demandaram ação da Autoridade Monetária no gerenciamento dessas crises, tiveram origem sob diferentes circunstâncias. Assim como toda inovação – como é a meta de inflação no Brasil –, tempo e experiência são fatores necessários para que se permita tirar conclusões acerca de seus erros e acertos.

É possível identificarmos 4 (quatro) momentos distintos nesse período. O primeiro momento, que abrange os dois primeiros anos do IT brasileiro, 1999 (a partir de julho) e 2000, em que se cumpriram os objetivos inflacionários estipulados; o segundo, que contempla a primeira – e mais forte – crise inflacionária do período, ocorrida em 2001 e 2002; o terceiro momento, de 2003 a meados de 2004, onde se buscou a desinflação e a recuperação da atividade econômica; e o quarto, a partir da segunda metade de 2004 até o final de 2005, onde se verifica nova aceleração inflacionária e sua posterior superação. Como o objetivo específico do trabalho se baseia no estudo do gerenciamento das crises, vamos nos ater aos momentos de maior instabilidade.

Nesse contexto, o que chamamos de segundo momento se apresentou como o mais crítico, em que se observou a maior aceleração inflacionária do regime de metas brasileiro. Tanto em 2001 quanto em 2002, verificamos a ocorrência de choques exógenos de grande magnitude que refletiram fortes pressões cambiais: em 2001, a crise argentina e os ataques terroristas de 11 de setembro nos Estados Unidos; e em 2002, as fraudes contábeis de grandes corporações americanas e européias e o conflito armado entre EUA e Iraque. Sob tais circunstâncias, o fluxo de capital do investidor estrangeiro se reduziu drasticamente no país, culminando com a elevação do câmbio e seu rebatimento no nível de preços.

A aceleração inflacionária verificada na segunda metade de 2004 – no que chamamos de quarto momento – originou-se de maneira distinta. A recuperação dos fundamentos da economia

ocorrida em 2003, principalmente a redução da inflação e o afrouxamento da política de juros, proporcionou um maior dinamismo do mercado interno e do comércio exterior, que por sua vez levou a um aumento do emprego e da renda real da população. A forte pressão da demanda interna evidenciava-se pela subida ininterrupta do indicador de utilização da capacidade instalada da indústria. Sob tais condições, verifica-se claramente a existência de inflação de demanda.

A análise desses dois momentos importantes do IT brasileiro nos permite identificar algumas características na forma de atuação do Banco Central no gerenciamento dessas crises. A principal delas: a constante preocupação da política monetária com o produto da economia. Em outras palavras, a atuação do Banco Central frente aos choques era limitada em função das possíveis conseqüências que o manuseio da taxa de juros (principal instrumento monetário do IT brasileiro) traria à atividade econômica e ao nível de emprego do país. Na prática, as medidas eram calibradas com o objetivo de combater a inflação sem afetar o produto nacional. Como, por exemplo, em 2001, ano que a crise do racionamento de energia minou a reação do Banco Central frente ao choque cambial, já que uma maior austeridade monetária minimizaria ainda mais o crescimento anual do PIB; em 2002, o novo choque cambial de grande magnitude não teve a reação imediata necessária por conta da dinâmica da dívida pública, com reflexos na evolução do crescimento da economia. Podemos destacar, ainda, a revisão das metas de inflação em 2003 – as chamadas “metas ajustadas” – uma vez que a drástica redução inflacionária de 12,5% a.a. (IPCA ao final de 2002) para 4% a.a. (meta estipulada pelo CMN) implicaria em sacrifícios desnecessários em termos de PIB.

Nesse contexto, poderíamos supor que uma condução mais técnica do regime de metas de inflação, em detrimento de opções e objetivos políticos, nos conduziria a melhores resultados em termos de alcance dos alvos inflacionários. Defende-se aqui, portanto, a autonomia operacional do BC na implementação da política monetária e sua desvinculação a anseios políticos. A busca por parte da política monetária de outros objetivos econômicos, como crescimento do produto e baixo desemprego, deve ser incentivada somente após o cumprimento de sua principal atribuição: a manutenção da estabilidade de preços.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Banco Central do Brasil - <<http://www.bcb.gov.br>> Acesso em 13 de Janeiro de 2009.

BOGDANSKI, J., TOMBINI, A. E WERLANG, S. (2000) *Implementing Inflation Targeting in Brazil*. Trabalho para Discussão N°. 01, Banco Central do Brasil.

BOGDANSKI, J., FREITAS, P., GOLDFAJN, I. E TOMBINI, A. (2001) *Inflation Targeting in Brazil: Shocks, Backward-Looking Prices and IMF Conditionality*. Trabalho para Discussão N°. 24, Banco Central do Brasil.

CARARE, A. e outros. (2002) *Establishing Initial Conditions in Support of Inflation Targeting*. Working Paper N°. 02/102, International Monetary Fund-IMF.

CARVALHO, J., GIAMBIAGI, F. (2001) *As metas de inflação: sugestões para um regime permanente*. Textos para Discussão N°. 86, Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social-BNDES.

FERREIRA, T., PETRASSI, M. (2002) *Regime de Metas para a Inflação: Resenha sobre a Experiência Internacional*. Nota Técnica N°. 30, Banco Central do Brasil.

FMI. *Inflation Targeting and the IMF*. Março 2006. Disponível em: <www.imf.org> Acesso em 07 de Abril de 2008.

FRAGA, A., GOLDFAJN, I. E MINELLA, A. (2003) *Inflation Targeting in Emerging Market Economies*. Trabalho para Discussão N°. 76, Banco Central do Brasil.

GIAMBIAGI, F., MATHIAS, A. E VELHO, E. (2006) *O Aperfeiçoamento do Regime de Metas de Inflação no Brasil*. Texto para Discussão N°. 1183, Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada-IPEA.

Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística-IBGE - <www.ibge.gov.br> Acesso em 03 de Janeiro de 2009.

IPEA. *Brasil: o estado de uma nação*. 2006, Capítulo 1. Disponível em : <www.ipea.gov.br>
Acesso em 25 de Janeiro de 2009.

MINELLA, A., FREITAS, P., GOLDFAJN, I. E MUINHOS, M. (2002) *Inflation Targeting in Brazil: Lessons and Challenges*. Trabalho para Discussão N°. 53, Banco Central do Brasil.

MISHKIN, F. (1999) *International experiences with different monetary policy regimes*. Working Paper N°. 7044, National Bureau of Economic Research-NBER. Disponível em:
<www.nber.org/papers/w7044> Acesso em 15 de Maio de 2008.

