

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

A EXPERIÊNCIA RECENTE BRASILEIRA COM O MODELO DE METAS DE
INFLAÇÃO

Fernanda Ramos Hollinger
No. De matrícula: 0014559-7

Orientador: Fernando Nascimento de Oliveira

Junho de 2005

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

A EXPERIÊNCIA RECENTE BRASILEIRA COM O MODELO DE METAS DE
INFLAÇÃO

“Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor”.

Fernanda Ramos Hollinger
No. De matrícula: 0014559-7

Orientador: Fernando Nascimento de Oliveira

Junho de 2005

“As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor”

AGRADECIMENTOS

A Deus, pela força;

À minha família, pelo apoio;

Aos meus amigos, pela cumplicidade;

Ao meu orientador, pelos conselhos.

ÍNDICE

1- INTRODUÇÃO.....	5
2- REGIMES MONETÁRIOS.	7
2.1- Metas para a taxa de câmbio (<i>Exchange-rate peg</i>)..	7
2.2- Metas Monetárias (<i>Monetary Targeting</i>)....	9
2.3- Metas para a inflação (<i>Inflation Targeting</i>).....	10
3- LIÇÕES DA EXPERIÊNCIA INTERNACIONAL COM O MODELO DE METAS DE INFLAÇÃO..	15
4-EXPERIÊNCIA BRASILEIRA COM O MODELO DE METAS DE INFLAÇÃO.....	32
4.1 -Cenário econômico anterior ao regime - da âncora cambial à desvalorização (1994-1998)....	32
4.2-Transição para o Regime de Metas de Inflação (março-junho 1999...)	35
4.3-Resultados alcançados (1999-2004).....	37
5- CONCLUSÃO.....	45
BIBLIOGRAFIA.....	47

INTRODUÇÃO

Aproximadamente seis meses após a tumultuada transição para um sistema de câmbio flutuante, foi instituído oficialmente no Brasil, em primeiro de julho de 1999, o regime formal de metas inflacionárias (*inflation targeting*). O governo, então, passou a designar ao Banco Central independência e responsabilidade na condução da política monetária, com o objetivo de atingir a meta inflacionária previamente estabelecida.

O sistema de metas de inflação já havia sido adotado com sucesso por países como Nova Zelândia, Inglaterra e Canadá e basicamente, consiste em fixar publicamente metas aceitáveis para a taxa de inflação, juntamente com o compromisso do Banco Central de cumpri-las, conquistando, assim, credibilidade dos agentes da economia. E ele o faz através da política monetária, que tem como instrumental básico, a taxa de juros.

Conforme Carta Aberta destinada ao ministro da fazenda em janeiro de 2002, “*a política monetária deve ser orientada no sentido de eliminar os choques sobre a inflação, combatendo os possíveis movimentos de propagação das elevações iniciais desses preços e, ao mesmo tempo, preservando o realinhamento inicial dos preços relativos*”. Isso seria um passo importante para a retomada do crescimento da economia brasileira.

O objetivo deste trabalho é fazer uma avaliação do modelo para o país. Este tema é fruto de muitos debates no cenário econômico, haja visto que não é uma unanimidade entre economistas, acadêmicos, políticos e a população, pois a política monetária levada a cabo pelo governo possui um claro trade-off entre inflação e desemprego.

No segundo capítulo será feito um estudo das estratégias utilizadas pelas autoridades monetárias, para manter o compromisso com o controle da inflação. Será analisado o estabelecimento de metas para a taxa de câmbio, para o crescimento monetário e para a taxa de inflação, destacando as vantagens e desvantagens de cada modelo.

Posteriormente, será feita uma análise da experiência de alguns países, com o intuito de identificar as principais lições da experiência internacional na adoção *do inflation targeting*.

No quarto capítulo, inicialmente, será feita uma breve retrospectiva do período de 1994-1999, que precedeu a adoção do regime de metas no país, assim como da política monetária do período (março/junho 1999) anterior a transição. Em seguida, será analisada a experiência brasileira sob o regime, identificando tendências e resultados obtidos e, ainda, várias questões, como a importância da adoção de uma política fiscal austera para garantir o funcionamento do regime e a importância da credibilidade da política monetária exercida pelos *policy-makers* na formação das expectativas dos agentes.

E finalmente, será feita uma conclusão, resumindo tudo o que foi dito ao longo deste trabalho.

CAPÍTULO 2 – REGIMES MONETÁRIOS

Nos últimos anos, a manutenção da estabilidade dos preços como objetivo de longo prazo para a política monetária tem se tornado um consenso entre economistas.

Este capítulo tem o intuito de analisar algumas estratégias utilizadas pelas autoridades monetárias, para manter o compromisso com o controle da inflação. Entre elas, pode-se destacar a utilização de âncoras nominais, como o estabelecimento de metas para a taxa de câmbio, para o crescimento monetário e para a taxa de inflação.

As âncoras nominais são restrições impostas à política monetária, de forma a “ancorar” o nível de preços a um valor pré-determinado e reduzir as expectativas inflacionárias dos agentes da economia.

2.1 - Metas para a taxa de câmbio (*Exchange-rate peg*)

Na adoção deste tipo de âncora, a taxa de câmbio tem seu valor vinculado à moeda de algum país estrangeiro que tenha obtido sucesso no controle da inflação, fazendo com que a taxa de inflação doméstica se aproxime da obtida no país que serve de âncora.

Outra alternativa é a adoção de um sistema de bandas cambiais (*crawling peg*), onde se permite que a taxa de câmbio se deprecie dentro de certos parâmetros, para que a inflação possa ser maior da que a obtida no país de origem da âncora.

A taxa de câmbio também pode ser fixada ao valor de uma *commoditie*, como o ouro. Sob o chamado padrão-ouro, os países estabelecem uma paridade de conversão entre a quantidade de moeda em circulação e a reserva de ouro existente na economia, fazendo com que a taxa dos países que adotam esse acordo sejam fixas.

Uma forma de âncora cambial mais extrema é o *currency board*. Nesse regime, o banco central se compromete em trocar, a qualquer momento, qualquer quantidade de moeda estrangeira por moeda nacional, quando demandado pelo público. Para não colocar em risco sua credibilidade, é necessário que o banco central possua um nível de reservas estrangeiras, no mínimo, equivalente ao valor da moeda nacional em circulação.

Um exemplo importante é o da Argentina, que em 1990 instituiu o regime de *currency board*, exigindo que o banco central trocasse dólares norte-americanos por pesos a uma taxa de câmbio fixa de 1 para 1.

Para que o regime de *exchange rate peg* seja implementado corretamente, é necessário que haja estoques significativos da moeda estrangeira com a qual se está fixando a moeda doméstica.

Segundo Miskhin (1999), o regime de âncora cambial tem várias vantagens. Primeiro, o regime fixa a taxa de inflação dos bens comercializados internacionalmente, o que contribui para manter a inflação sobre controle. Segundo, se a meta para a taxa de câmbio é crível, ela vincula as expectativas inflacionárias à taxa de inflação do país estrangeiro, ao qual a moeda é ancorada. Terceiro, o regime de *exchange rate peg* proporciona uma regra automática para a condução da política monetária, o que evita o problema da inconsistência temporal. Este problema surge devido ao incentivo que existe para que os bancos centrais pratiquem políticas monetárias expansionistas que aumentem o emprego e a renda no curto prazo. E o mesmo é reduzido, já que a política monetária está completamente sujeita à quantidade de moeda estrangeira fixada como âncora.

Assim, quando há tendência de depreciação da moeda doméstica (déficit no balanço de pagamentos, por exemplo), há uma necessidade de um aperto da política monetária, como aumento dos juros. No caso oposto, quando há uma tendência de apreciação da moeda doméstica, há uma necessidade de afrouxamento da política monetária, como redução nos juros. Estas oscilações, além de regular os fluxos de capitais, fazem com que os juros caminhem para o seu equilíbrio de longo prazo, favorecendo a obtenção do produto potencial.

Quarto, o regime tem a vantagem de contar com a simplicidade e transparência, o que facilita o entendimento por parte do público.

Vários países conseguiram estabilizar a inflação usando o regime de âncora cambial como estratégia de política monetária. Entre eles, a França e o Reino Unido que atrelaram o valor de suas moedas ao marco alemão no início da década de noventa. Similarmente, países emergentes, como o Brasil, também obtiveram êxito em vencer processos inflacionários. Como será visto posteriormente, o Brasil conseguiu estancar a inflação, com a adoção do regime de âncora cambial em conjunção com outras medidas implementadas pelo Plano Real em 1994.

Entretanto, a despeito das vantagens citadas anteriormente, o regime apresenta sérios problemas para os países que o adotam. Primeiro, o sistema resulta na perda da independência da política monetária. Com a abertura do mercado de capitais, a taxa de juros doméstica passa a ser fortemente ligada à do país âncora. O país “ancorado”,

então, não pode usar a política monetária (como, por exemplo, baixar os juros para estimular a demanda agregada) para responder aos choques domésticos.

Além disso, choques na economia do país âncora são facilmente transmitidos para o país ancorado, pois mudanças nas taxas de juros naquele país levam a mudanças correspondentes nas taxas de juros domésticas. Como, por exemplo, se o país âncora resolve aumentar as taxas de juros internas, para combater o aquecimento de sua economia, o país ancorado se vê obrigado a fazer o mesmo. Caso contrário, poderia ocorrer uma fuga de capitais em direção ao outro país e, conseqüentemente, perda de reservas e depreciação da moeda doméstica.

Um segundo problema atribuído ao regime é que esse deixa os países que o adotam vulneráveis a ataques especulativos contra suas moedas. Este fato vai de encontro ao propósito de estabilidade dos preços, uma vez que a depreciação do câmbio pode ser repassada aos preços domésticos (*pass-through*). Como será visto posteriormente, o Brasil enfrentou sérios problemas no final de 1998, com a crise que se seguiu à moratória russa. Dada a contínua perda de reservas, a autoridade monetária autorizou a taxa de câmbio a flutuar, abandonando o regime de âncora cambial, em janeiro de 1999.

Mishkin (1999) reconhece que os países emergentes têm uma desvantagem adicional com a adoção desse tipo de regime, podendo os levar a uma grave crise financeira. Sob esse regime, bancos, empresas e até o governo são normalmente endividados em moeda estrangeira e na ocorrência de uma desvalorização do câmbio, há um aumento no valor de suas dívidas em moeda doméstica.

2.2 - Metas Monetárias (*Monetary Targeting*)

A adoção de metas monetárias é uma estratégia alternativa de política monetária. Esse sistema de âncora nominal se caracteriza pelo anúncio de metas para a expansão de algum agregado monetário, guiando as expectativas de inflação dos agentes econômicos.

Segundo Mishkin (1999), esse regime possui algumas vantagens em relação ao regime de âncora cambial. Primeiro, a autoridade monetária tem a habilidade de ajustar sua política monetária para enfrentar os choques domésticos. Além disso, o Banco Central pode definir metas para a taxa de inflação que se diferenciem das encontradas nos outros países. Outra vantagem é que, como no regime de metas cambiais, o público

obtem informação quase que instantânea sobre se o Banco Central está atingindo suas metas. E isso é feito através da publicação periódica de relatórios contendo o nível atual dos agregados monetários e suas metas propostas, sendo um importante sinalizador para o público e agentes da economia.

Assim, o funcionamento desse regime está fortemente ligado a existência de duas condições básicas. Primeiro, é fundamental que haja uma relação forte e estável entre as variáveis objetivo (inflação ou PIB nominal) e o agregado monetário (crescimento monetário). Se a velocidade é instável, a relação é fraca, e o regime de metas monetárias não irá funcionar, pois o agregado monetário não será mais um sinalizador adequado da política monetária. Assim, atingir a meta monetária não irá produzir o resultado desejado na taxa de inflação e PIB nominal. Segundo, é necessário que o Banco Central possa controlar facilmente os diversos agregados monetários estabelecidos como meta. Caso contrário o agregado monetário não será um bom sinalizador das reais intenções dos *policymakers*. Entretanto, as evidências mostram que os bancos centrais só têm um bom controle de alguns agregados monetários (M1), sendo difícil o controle de agregados mais amplos, como o M2 e M3.

Esses dois problemas explicariam por que até os bancos centrais mais rígidos não defendem um cumprimento exato da meta, e aceitam oscilações para cima e para baixo em extensos períodos de tempo.

Dois países que implementaram oficialmente o regime de metas monetárias, por mais de 20 anos, foram Alemanha e Suíça. O fator chave nesses países é que o regime instituído esteve longe do modelo de metas monetárias de Friedman, no qual o principal foco é manter o agregado monetário a uma taxa de crescimento constante. Ao invés disso, o modelo deve ser encarado como com um método de comunicar a estratégia de política monetária que foca em resultados de longo prazo e controle da inflação.

2.3 - Metas para a inflação (*Inflation Targeting*)

Inicialmente adotado pela Nova Zelândia em 1990, o regime de metas para a inflação vem sendo uma tendência em vários países. A característica principal desse regime é o anúncio oficial de uma meta de crescimento para determinado índice de preço escolhido a priori, sendo a estabilidade dos preços o principal objetivo da política monetária.

Mishkin (1999) caracteriza o regime que deve obedecer a cinco elementos: (i) o anúncio público de metas numéricas para inflação no médio prazo; (ii) o comprometimento institucional com estabilidade de preços como meta principal de política monetária; (iii) estrutura de informação por parte do banco central, com o papel reduzido para metas intermediárias, como crescimento monetário; (iv) aumento da transparência da estratégia de política monetária através da comunicação de planos, objetivos e decisões ao público e aos mercados e (v) aumento da *accountability* exigida para que o banco central atinja seus objetivos no que se refere à inflação.

Ainda segundo Mishkin (1999), o regime possui inúmeras vantagens que podem ser enumeradas dessa forma: (i) maior transparência, facilitando o entendimento por parte do público e agentes econômicos; (ii) Em comparação com o regime de âncora cambial, o *inflation targeting* proporciona uma maior flexibilidade da política monetária, podendo responder a choques internos; (iii) Em contraste com o regime de metas monetárias, não exige uma relação estável entre moeda e inflação: o regime não depende de tal relação, pois utiliza toda a informação disponível para determinar a política monetária. (iv) reduz a pressão que advém da classe política, para que o Banco Central pratique políticas monetárias expansionistas com fins eleitoreiros, pois é função primordial da autoridade monetária zelar pela estabilidade dos preços.

Para Svensson (1997c), o regime de metas de inflação possui algumas vantagens óbvias, e alguns problemas potenciais sérios. As vantagens gerais consistem em focar a política monetária diretamente em atingir o objetivo de inflação baixa e estável. Ao se estabelecer uma meta quantitativa específica, o regime proporciona uma medida da performance da política monetária, relacionando a inflação efetiva com a sua meta, assim como uma medida da credibilidade da política monetária, relacionando as expectativas inflacionárias com a meta.

Essas duas medidas simplificam a avaliação da política monetária e colaboram para o aumento da responsabilização política e da prestação de contas (*accountability*). Assim, as metas de inflação servem como um mecanismo de comprometimento, e aumentam a propensão de se manter a inflação baixa e estável, e de ancorar e estabilizar as expectativas inflacionárias.

Entretanto, o regime enfrenta sérios problemas com relação à sua implementação pela autoridade monetária e seu monitoramento pelo público e agentes do mercado.

Primeiro, a sua implementação pode ser dificultada pelo simples fato de o Banco Central ter controle imperfeito sobre a inflação. A inflação corrente é essencialmente predeterminada por decisões e contratos anteriores, o que significa que o Banco Central somente pode afetar a inflação futura. A inflação também é afetada por outros fatores alheios à política monetária, em especial distúrbios e choques que ocorrem na defasagem de controle, período entre a escolha do instrumento até seu efeito resultante na inflação.

Segundo, o controle imperfeito da inflação faz com que o monitoramento e a avaliação da política monetária pelo público seja demasiadamente difícil. Por exemplo, com uma defasagem de controle de 1,5-2 anos, a política monetária atual não pode ser avaliada, até que a inflação efetiva seja observada, 1,5-2 anos depois da escolha do instrumento. Entretanto, essa inflação observada, é o resultado de vários outros fatores, que não dizem respeito à política monetária, em especial choques que a política monetária não pode responder dadas as defasagens de controle. O Banco Central deve argumentar que um desvio específico da inflação realizada com a meta é causado por fatores fora de seu controle.

Com a implementação, monitoramento e avaliação mais difíceis, a *accountability* fica dificultada, e o mecanismo de comprometimento também é enfraquecido. Alguns críticos argumentam que os méritos do regime de metas inflacionárias são ambíguos, e que regimes de metas monetárias ou de taxa de câmbio seriam maneiras mais adequadas de se atingir a estabilidade da inflação.

Svensson (1997c) argumenta que o sério problema com implementação e monitoramento tem uma saída eficaz: A previsão corrente de inflação futura do Banco Central é uma meta intermediária ideal, uma vez que é a variável corrente mais correlacionada com a meta final, além de poder ser controlada e observada. E isso pode ser feito de uma maneira bem transparente, facilitando a comunicação do Banco Central com o público e seu entendimento da política monetária. Assim, ele define o regime como um *inflation forecast targeting*.

Na interpretação de Woodford (1994), citado em Svensson (1997c), a meta intermediária deve ser uma previsão da própria autoridade monetária, baseada nos determinantes fundamentais de inflação, no estado atual da economia, e na taxa de

juros, e não uma previsão consensual de observadores externos. O Banco Central deve ter uma visão de como a previsão de inflação é afetada pela taxa de juros corrente.

O público pode monitorar e avaliar o regime observando as previsões de inflação da autoridade monetária, ou avaliar a previsão do mercado, no caso de o Banco Central manter a sua previsão em segredo. Isso pode resultar em discussões acerca da qualidade da análise de cada previsão.

Svensson (1997c) demonstra, com a ajuda de um modelo simples, que a solução para o problema potencial em implementar o regime de metas de inflação consiste em fazer com que a previsão de inflação do Banco Central seja uma meta intermediária explícita.

Considere o modelo:

$$\pi_{t+1} = \pi_t + \alpha_1 y_t + \alpha_2 x_t + \varepsilon_{t+1} \quad (1)$$

$$y_{t+1} = \beta_1 y_t - \beta_2 (i_t - \pi_t) + \beta_3 x_t + \eta_{t+1} \quad (2)$$

$$x_{t+1} = \gamma x_t + \theta_{t+1} \quad (3)$$

Onde $\pi_t = p_t - p_{t-1}$ é a taxa de inflação no ano t , p_t é o nível de preços na forma log, y_t é uma variável endógena (relativa a produto potencial), x_t é uma variável exógena, i_t é o instrumento de política monetária (a taxa de juros) e ε_t , η_t e θ_t são choques no ano t , que não são conhecidos no $t-1$. Os coeficientes α_1 e β_2 são considerados positivos, e os outros coeficientes são não negativos, e β_1 e γ satisfazem a condição $\beta_1 < 1$, $\gamma < 1$.

Uma variação na inflação afeta o produto e a variável exógena. O produto diminui a taxa ($i_t - \pi_t$) e aumenta com a variável exógena. O nível de produto natural de longo prazo é normalizado para igualar a zero.

Nesse modelo, a taxa de juros afeta o produto com 1 ano de defasagem, e a inflação com 2 anos de defasagem. Isto é, o instrumento afeta a inflação com um período de defasagem maior do que afeta o produto, sendo uma propriedade do modelo.

Suponha que a política monetária é conduzida por um Banco Central com uma meta de inflação π^* . Interprete o modelo de metas de inflação admitindo que a função

objetivo do Banco Central no período t é escolher uma seqüência de taxas de juros corrente e futura $\{i_t\}_{t=t}^{\infty}$ para minimizar:

$$E_t \sum_{\tau=t}^{\infty} \delta^{\tau-t} L(\pi_{\tau}), \quad (4)$$

Onde E_t , denotas as expectativas como condição das informações disponíveis no ano t , o fator de desconto δ que satisfaz $0 < \delta < 1$, e a função de perda $L(\pi_{\tau})$ é:

$$L(\pi_{\tau}) = \frac{1}{2} (\pi_{\tau} - \pi^*)^2. \quad (5)$$

Isto é, o Banco Central quer minimizar o somatório esperado de desvios futuros quadráticos descontados da inflação à sua meta.

Nesse modelo a taxa de inflação é a única variável na função de perda.

Entretanto, como a taxa de juros afeta a inflação com um período de defasagem de 2 anos, vale expressar π_{t+2} em termos de:

$$\begin{aligned} \pi_{t+2} = & (\pi_t + \alpha_1 y_t + \alpha_2 x_t + \varepsilon_{t+1}) + \alpha_1 (\beta_1 y_t - \beta_2 (i_t - \pi_t) + \beta_3 x_{t+1} + \eta_{t+1}) \\ & + \alpha_2 (\gamma x_t + \theta_{t+1}) + \varepsilon_{t+2} \quad (6) \end{aligned}$$

Como a taxa de juros afeta a inflação com um período de defasagem de 2 anos (it só ira afetar a inflação no ano $t+2$ e $t+3$), pode-se achar a solução de otimização, assumindo que a taxa de juros no ano t atinge a meta de inflação do ano $t+2$., a taxa de juros no ano $t+1$ atinge a meta no ano $t+3$, e assim sucessivamente. Assim, o Banco Central pode achar a taxa ótima no ano t , na solução do problema:

$$\text{Min}_{i_t} E_t \delta^2 L(\pi_{t+2}) \quad (7)$$

Resolvendo a condição de primeira ordem, temos:

$$d E_t \delta^2 L(\pi_{t+2}) / d i_t = 0, \text{ onde } E_t \pi_{t+2} = \pi^* \quad (8).$$

Isto é, a taxa de juros no ano t deve ser definida para que a previsão de 1 ano da taxa de inflação futura (*forward inflation rate*), do ano $t+1$ para o ano $t+2$, se iguale a meta de inflação.

Poderia se chamar essa previsão de *one-to-two-year*, mas convencionou-se chamar de *2-year forecast*. Assim, a *2-year inflation forecast* pode ser considerada uma meta intermediária explícita.

Assim, a função de perda (5), pode ser substituída por uma função de perda intermediária, a chamada *inflation forecast targeting loss function*:

$$L(E_t \pi_{t+2}) = \frac{1}{2} (E_t \pi_{t+2} - \pi^*)^2 \quad (9)$$

Ao invés, de minimizar os desvios quadráticos esperados da inflação futura em $t+2$ da meta, como na equação (7), o Banco Central pode minimizar os desvios quadráticos da previsão inflacionária corrente de 2 anos da meta.

$$\text{Min}_{it} L(E_t \pi_{t+2}), \text{ obtendo:} \quad (10)$$

$$E_t \pi_{t+2} = \pi^*$$

Assim, a previsão de 2 anos para a inflação irá se igualar à meta, para todos os valores de π_t , y_t e x_t . Se a previsão de inflação for maior (menor) do que a meta de inflação, O Banco Central deve aumentar (diminuir) a taxa de juros até que a previsão de inflação se iguale à meta. Se a taxa de inflação corrente aumentar, o produto aumentar, ou alguma variável exógena aumentar, a taxa de juros também deve ser aumentada, no intuito de manter a previsão de inflação igual à meta.

Certamente, o Banco Central não pode prever desvios da meta causados por distúrbios e choques dentro do período de defasagem. No melhor, pode controlar os desvios da previsão de 2 anos (*2-year forecast*) da meta. Assim, o Banco Central deve se preocupar mais com os desvios da previsão sobre a meta, do que com os desvios da inflação realizada.

Assim, Svensson conclui que a previsão de inflação do Banco Central para o horizonte correspondente à defasagem de controle (2 anos no exemplo) se torna uma meta intermediária, e o instrumento de política monetária deve ser determinado de forma a igualar a previsão de inflação à meta. Se a previsão de inflação estiver acima da meta, a taxa de juros deve subir, e vice – versa, sendo a função de reação ótima do Banco Central.

Ajustar a taxa de juros para que a previsão se iguale a meta é um exemplo de *target rule*, sendo diferente de *instrument rule* que especifica diretamente a reação dos instrumentos em termos de informação corrente. Svensson considera o *target rule* mais vantajoso, pois foca no essencial para atingir o objetivo.

CAPÍTULO 3

Lições da experiência internacional com o modelo de metas de inflação

A partir do início da década de 1990, vários países adotaram explicitamente o sistema de metas para a taxa de inflação como nova âncora nominal para a estabilidade de preços.

Neste capítulo será feita uma breve análise da experiência de alguns países, com o intuito de identificar as principais lições da experiência internacional na adoção *do inflation targeting*.

Nova Zelândia – pioneiro no regime de metas de inflação

Em março de 1990, a Nova Zelândia se tornou o primeiro país a adotar formalmente o regime de metas para a inflação.

Essa mudança na condução da política monetária foi parte de um amplo programa de reforma econômica iniciada em 1984, que reduziu os níveis de inflação de 17% em 1985, para 5% em 1989.

O arcabouço do *inflation targeting* foi posto em prática através do *Reserve Bank of New Zealand Act of 1989*, que se tornou válido em 1 de fevereiro de 1990. Além de aumentar a independência do Banco Central, o ato comprometeu o Banco Central com um objetivo sólido de estabilidade dos preços. Este também estipulou que a meta fosse fixada em um acordo entre o ministro das Finanças e o presidente do Banco Central, através do *Policy Targets Agreement (PTA)*. Sob cada PTA, o governo e o Banco Central acordaram valores numéricos para as metas de inflação e as datas nas quais estas deveriam ser alcançadas. Se os objetivos não fossem alcançados, o diretor do Banco Central poderia ser demitido, o que contribuía para aumentar a *accountability* e confiança. Entretanto, este tipo de punição não é obrigatório e não precisou ser utilizado até hoje.

No primeiro PTA, em março de 1990, foi acordado que a meta anual para a taxa de inflação seria de 3 a 5% no final 1990, com uma redução gradual nos anos subsequentes, atingindo 0 a 2% em 1992. Esse acordo foi mantido até 1996, quando a banda de variação foi aumentada para 0 a 3%. Isto mostra que o regime de metas foi

estabelecido em intervalos, bandas de confiança, ao invés de um ponto. Esta prática é motivada pelo controle imperfeito que o Banco Central tem sobre a inflação, pela existência de defasagens de controle e possibilidade de ocorrência de choques de curto prazo, permitindo alguma flexibilidade à política monetária.

Canadá

O Canadá adotou o *inflation targeting* um ano após a Nova Zelândia, mais precisamente em fevereiro de 1991. Assim como neste país, a mudança na política econômica foi resultado da insatisfação dos *policy-makers* com o desempenho da economia. O país somente adotou o regime de metas após conseguir controlar o processo inflacionário que se instalava, reduzindo a taxa de inflação de 10% para 4% ao ano, no final de 1990. Assim, foi mais fácil atingir as metas inicialmente propostas.

Entretanto, diferentemente da Nova Zelândia, o regime não emergiu de um mandato legislativo, mas foi desenvolvido gradualmente e de uma maneira informal. Com o passar do tempo, o regime ganhou uma característica oficial, com a meta para a inflação sendo determinada e anunciada em conjunto pelo governo e Banco Central.

O país optou por uma estratégia gradual em direção à meta de longo prazo. As bandas de variação foram de 3 a 5% para o final do primeiro ano, 2 a 4% para o ano seguinte, 1,5 a 3,5% para junho de 1994 e, a partir de dezembro de 1995, de 1 a 3%. Essa estratégia se baseou na crença das defasagens dos instrumentos da política monetária em afetar a inflação.

O regime de metas canadense é flexível na prática, com crescimento real do produto e flutuações levadas em consideração na condução da política monetária.

O Banco Central canadense determinou como meta um índice que mede o núcleo da inflação ou “*core inflation*”¹. Este exclui do IPC oito itens mais voláteis, como preços de alimentos e energia, e exclui também os efeitos da variação dos impostos indiretos.

¹ Uma questão importante no arcabouço de um regime de *inflation targeting* é a escolha da série de preços na qual a meta será fundamentada. A série, ao mesmo tempo em que deve ser de fácil compreensão pelo público, não deve permitir que choques de preços influenciem a tendência da inflação. A maioria dos países optou pelo próprio Índice de preços ao consumidor (IPC) publicado, “cheio” ou “*headline CPP*”. Entretanto, alguns escolheram índices que medem o núcleo da inflação “*core inflation*”, excluindo do IPC alguns itens mais voláteis ou preços administrados pelo governo.

Outra característica marcante do regime de metas no Canadá é a prestação de contas (*accountability*). Entretanto, a prestação de contas do Banco Central se dá mais para com o público do que com o próprio governo. Há um forte comprometimento com a transparência e comunicação das estratégias de política monetária para com o público.

Reino Unido

O Reino Unido seguiu o Canadá na adoção do *inflation targeting*, mas em circunstâncias bem diferentes. Como foi visto anteriormente, a adoção do regime no Canadá se deu de uma forma gradual, passando por um processo de experimentação e discussão. Ao contrário, a adoção do *inflation targeting* no Reino Unido foi provocada por uma crise, mais especificamente, a crise cambial de setembro de 1992, onde ocorreram ataques especulativos contra a libra.

Com o intuito de recuperar a credibilidade da política monetária, os britânicos adotaram o regime de *inflation targeting* em outubro de 1992, onde as metas inflacionárias substituíram a taxa de câmbio como âncora nominal da economia.

Antes da adoção do regime, a inflação estivera em queda, passando de 9% no início de 1991 para 4% no período de adoção, o que contribuiu para ajudar o novo regime a conter a inflação, após a desvalorização de 1992.

O índice de preços utilizado é o RPIX (*Retail Price Index – RPI*), um índice de preços ao consumidor, onde os juros da hipoteca não são contabilizados. Esta exclusão é feita com o intuito de anular os efeitos positivos das taxas de juros no índice.

Até 1997, o Banco da Inglaterra não teve autoridade sobre a política monetária, só podendo fazer recomendações. Assim, o Chanceler do Erário foi o responsável formal pela política monetária, anunciando a primeira meta em 8 de outubro de 1992.

A meta de inflação foi estabelecida numa banda de variação de 1 a 4% até a próxima eleição, em 1997. Em maio daquele ano, quando o novo governo tomou posse, este adotou uma meta pontual de 2,5% e deu ao Banco da Inglaterra o poder de ajustar as taxas de juros, garantindo-lhe uma maior independência na condução da política monetária.

Devido à sua fraca posição antes desse período, o Banco da Inglaterra concentrou seus esforços em comunicar ao público suas estratégias de política monetária e seu comprometimento com a estabilidade dos preços, através de publicações periódicas. Estes relatórios visaram aumentar a transparência e *accountability* da política monetária,

ao proporcionar uma medida da performance da meta de inflação e ao estudar como condições monetárias atuais iriam afetar a inflação futura.

Suécia

A Suécia adotou, em janeiro de 1993, o regime de metas inflacionárias, após ser forçado a abandonar o regime de câmbio fixo (*exchange rate peg*). Assim como o Reino Unido, o país também foi afetado pelos ataques especulativos de 1992.

O regime de *inflation targeting* foi implementado de uma maneira flexível, como no Canadá e no Reino Unido, ao contrário da Nova Zelândia. Isso se deveu basicamente pela necessidade de aumentar a flexibilidade da política monetária, dada a fragilidade financeira doméstica e recessão econômica do país. Entretanto, a filosofia de flexibilidade não se entendeu a todos os aspectos. Um dos mais rígidos aspectos da estratégia sueca foi determinar como meta um índice cheio (*headline CPI*), no lugar de um núcleo (*core inflation*), o que aumentou a responsabilidade do Banco Central em dar explicações públicas persuasivas de suas decisões políticas, e também, aumentou a instabilidade.

A meta de inflação foi expressa como uma meta pontual de 2% para o ano de 1995, com um intervalo de tolerância de 1% para mais, ou para menos.

O governo detém o controle legal do Riksbank (Banco Central), mas este define as metas de inflação e as taxas de juros.

Austrália

A implementação do regime na Austrália foi gradual. Em março de 1993, o diretor do Banco Central anunciou informalmente que atingir uma taxa de inflação de 2 a 3% em média, nos próximos anos, seria um bom resultado. Já em setembro de 1994, esse compromisso foi anunciado de uma maneira mais formal. À medida que o regime foi sendo mais bem definido, a transparência aumentou (com a publicação de relatórios periódicos sobre a política monetária) e as expectativas inflacionárias se estabilizaram.

Como a Nova Zelândia, a Austrália só adotou o regime de metas inflacionárias após ter passado por um processo de desinflação, reduzindo a taxa anual de inflação que era de 10% em meados dos anos 80, para 2% no início dos anos 90. Por outro lado, em contraste com a Nova Zelândia, o regime de *inflation targeting* implementado na

Austrália é bastante flexível em alguns aspectos, da definição da meta como um ponto “espesso” à sua descrição na resposta aos choques. A estratégia utilizada neste país para reagir aos choques é permitir que a taxa de inflação se desvie da meta, eventualmente, acreditando que a convergência para a meta se dá de forma gradual. Para tanto, não é definido um horizonte para a meta, bastando que a inflação fique, em média, ao longo dos anos, no interior da banda.

Israel

Israel anunciou o regime de metas para a inflação em 17 de dezembro de 1991, mas este passou a vigorar em janeiro de 1992. O ministro das finanças em conjunto com o Banco Central (Banco de Israel) anunciou que o índice de preços ao consumidor (*CPI - Consumer Price Index*) seria mantido entre 14 e 15% no ano de 1992 e que este seria determinado como um índice “cheio” (*headline CPI*). Desde então, em cada ano uma meta de inflação tem sido anunciada para o ano seguinte. Para o ano de 1993 e 1994, foi anunciada a meta de 11%, para 1995 a banda de 8 a 11%, até chegar a 1 a 3% de 2003 em diante.

Assim como no caso da Austrália, o regime foi implementado de uma forma gradual, sem nenhuma medida radical, como no caso da Nova Zelândia. E assim como em outros países, o Banco Central publica relatórios periódicos para manter a transparência de sua política.

África do Sul

A África do Sul implementou formalmente o regime de metas para a inflação em fevereiro de 2000, tendo anunciado as primeiras metas para o ano de 2002. O regime somente foi posto em prática após a ocorrência de reformas estruturais e liberalização financeira.

O índice utilizado é o CPIX, correspondente ao índice de preços ao consumidor (IPC), que exclui os pagamentos de juros de hipoteca. A exclusão deste item é uma tentativa de evitar que um aumento nas taxas de juros pelo Banco Central, que é o principal instrumento de política monetária, provoque um aumento no índice que serve de base para o sistema. Outra vantagem encontrada pelas autoridades monetárias ao escolher esse índice é que sua volatilidade é extremamente menor do que a do IPC.

As metas para a inflação foram definidas em forma de bandas de variação, sendo a primeira de 3 e 6%, para 2002 e 2003, e 3 a 5%, para 2004.

O Banco Central definiu ainda uma cláusula de escape em casos de surgimento de choques exógenos, ou seja, forças fora do seu controle, tais como diminuição do fluxo de capitais externos, desastres naturais e choques de preços. No caso de algum deles ocorrer, a autoridade monetária pode fazer uso de uma política monetária menos restritiva, para tentar evitar impactos sobre o produto e permitir o descumprimento da meta, desde que avise ao público.

Chile

O Chile foi o segundo país a implementar o *inflation targeting* e, por vários anos, foi o único país em desenvolvimento a utilizá-lo. Sua adoção ocorreu em janeiro de 1991, após tendo sido garantida a independência do Banco Central, como no caso da Nova Zelândia. A nova legislação do Banco Central de 1989, que foi posta em prática em 1990, deu independência à autoridade monetária e estipulou a estabilidade dos preços como seu objetivo primário. Entretanto, a legislação também estipulou objetivos do Banco Central em assegurar equilíbrio nos pagamentos domésticos e externos.

A primeira meta foi anunciada em setembro de 1990 para os 12 meses de inflação do ano de 1991 e desde então, até o ano de 2000, foi anunciada anualmente nos primeiros 15 dias de setembro para o ano seguinte. De fato, o Banco Central chileno buscou estancar o processo inflacionário de uma maneira bastante gradual, sendo a primeira meta definida como uma banda de variação de 15 a 20%, passando para 9 a 11% em 1994, reduzindo o intervalo de 5 para 2%. A partir de 1995, o objetivo passou a ser uma meta pontual, mas que continuava a ser declinante. Já em 2001, a meta voltou a ser definida como um intervalo, de 2 a 4% para um horizonte indefinido.

Com o passar do tempo, com o sucesso do Banco Central em diminuir a inflação e atingir a meta, o público começou a interpretar esses alvos como metas “rígidas”.

Como parte desse regime de política monetária, de meados dos anos 80 até agosto de 1999, o país adotou um regime de bandas cambiais. Entretanto, com o passar dos anos, o Banco Central deixou claro através de suas ações que a meta de inflação seria dominante à banda cambial, quando houvesse um conflito entre essas duas âncoras da economia.

Colômbia

A Colômbia implementou efetivamente o regime de metas para a inflação em setembro de 1999. Entretanto, desde o início da década de 90, alguns aspectos do regime já existiam. A Constituição de 1991 garantiu independência ao Banco Central, tornou o controle da inflação objetivo da política monetária, proibiu o Banco Central de financiar atividades do setor privado e estipulou limites aos financiamentos por parte dos bancos aos déficits do governo. Além disso, desde 1991, o Banco Central começou a anunciar metas numéricas explícitas para a inflação anual do próximo ano, como parte do programa econômico. Entretanto, a estratégia antiinflacionária foi fracassada, principalmente pela existência de um regime de âncora cambial, de problemas de dominância fiscal e a prioridade de outros objetivos, como estabilização do produto.

Após o abandono do regime de âncora cambial e a formalização do regime, a primeira meta foi anunciada como uma meta pontual de 15% para o ano de 1999, 10% para o ano seguinte, até chegar a 6% em 2002. De 2003 em diante, passou a ser definida como uma banda de variação, sendo de 3,5 a 5,5% para o ano de 2004.

O índice de preços utilizado é o IPC “cheio” e o horizonte temporal para se atingir a meta estipulada é 1 ano.

Peru

Em 1990, o Peru lançou um ambicioso programa de reforma econômica com o objetivo de estancar o processo de hiperinflação e dismantelar os inúmeros controles e distorções prevaletentes na economia. Em sua primeira fase, o programa obteve êxito em reduzir a inflação e em sua segunda fase, foi aprovado um novo arranjo para o Banco Central, proporcionando uma estrutura institucional forte para a condução de uma política monetária independente, com o objetivo de estabilização dos preços.

Após ter passado por esse amplo programa de reformas econômicas, o Banco Central do Peru anunciou a adoção do *inflation targeting* em janeiro de 1994. As metas foram anunciadas em bandas de variação. A primeira foi de 15 a 20% em 1994, reduzindo-se de 9 a 11% para o ano seguinte, chegando a 1,5 a 3,5% em 2004, mostrando que o regime buscou controlar a inflação de uma maneira bastante gradual.

México

A crise financeira e do balanço de pagamentos, que atingiu o México em 1994-1995, forçou o Banco Central deste país a abandonar o regime de bandas cambiais e a adotar um regime de câmbio flutuante.

Em resposta à essa crise de credibilidade, o Banco Central implementou um regime de metas de crescimento monetário, como âncora nominal da economia. E ainda, como em anos anteriores, estipulou metas implícitas anuais para a taxa de inflação. Para o ano de 1995, definiu a meta de 42%, para 1996 a meta de 20,5 % e para 1997 reduziu para 15%.

Em 1998, a política monetária começou uma transição gradual em direção a um regime explícito de metas inflacionárias, reforçando o papel das metas de inflação e aumentando a transparência. A base monetária se tornou menos relevante e a meta de inflação mais importante na condução da política monetária.

Em 1999, o Banco Central anunciou uma série de metas, sendo elas definidas como bandas assimétricas, onde apenas o teto da meta era relevante. Para 1999, o limite superior foi de 13%, para 2000, 10%, para o ano seguinte, 6,5%, para 2002, 4,5% e, finalmente, para 2003, 3%.

O Banco começou a publicar seu relatório de inflação em 2000, que analisa a trajetória da inflação, a condução da política monetária e os riscos de inflação futura.

Brasil

O programa de estabilização da inflação baseado na âncora cambial, de 1994 até janeiro de 1999, foi extremamente eficaz. Entretanto a falta de habilidade do congresso brasileiro em fazer reformas estruturais levou a um aumento gradual do déficit público, que aumentou a vulnerabilidade do regime frente aos choques e aos ataques especulativos, levando o real ao colapso em janeiro de 1999.

Seguindo o exemplo do Reino Unido em 1992, o presidente do Banco Central, Armínio Fraga, reconheceu a necessidade de se colocar em prática um regime de metas inflacionárias e anunciou que o país estaria adotando tal estratégia. Assim em 21 de junho de 1999, o presidente do Brasil assinou um decreto instituindo o sistema de metas para a inflação no país.

Esse assunto será tratado detalhadamente no próximo capítulo.

Segue abaixo uma tabela, resumindo as informações ditas anteriormente e mostrando o índice de acerto de cada país com relação à sua meta:

Tabela 3.1

<i>País</i>	<i>Data da adoção</i>	<i>Metas</i>	<i>Horizonte da meta</i>	<i>Prestação de contas em caso de ruptura da meta</i>	<i>Transparência Publicações</i>	<i>Quantas vezes acertaram a meta (1995-2004) *</i>
África do Sul	02/2000	2002: 3-6% 2003: 3-6% 2004: 3-5%	1 ano	Não	Publicação de Relatórios de Inflação	2003: 5,8% 33,33% das vezes
Austrália	09/1994	2-3%	Mais de um ciclo de negócios	Não	Publicação de Relatórios de Inflação e de projeções de inflação	Para esse período, a inflação média foi de 2,7%, ou seja, no interior da banda. 100% das vezes **
Brasil	06/1999	1999: 8% (+/- 2%) 2000: 6% (+/-2%) 2001: 4% (+/-2%) 2002: 3,5% (+/- 2%) 2003:4% (+/- 2,5%) 2004: 5,5%(+/- 2,5%)	1 ano	Emissão de carta aberta ao ministro da fazenda, explicando a ruptura da meta e o tempo necessário para trazer a inflação para dentro da meta.	Publicação de Relatórios de Inflação, de projeções de inflação, de atas do comitê de política monetária e dos modelos usados para prever a inflação.	1999: 8,94% 2000: 5,97% 2004: 7,6% 50% das vezes
Canadá	02/1991	1991: 3-5% 1992: 2-4% jan 1994: 1,5-3,5% 1995-2001: 1-3%	Vários anos	Explicação Pública	Publicação de Relatório de política monetária e de projeções de inflação.	1995: 2,20% 1996: 1,6% 1997: 1,6% 1998: 1,0% 1999: 1,7% 2000: 2,7% 2001: 2,5% 2002: 2,3% 2003: 2,7% 2004: 1,8% 100% das vezes

<i>País</i>	<i>Data da adoção</i>	<i>Metas</i>	<i>Horizonte da meta</i>	<i>Prestação de contas em caso de ruptura da meta</i>	<i>Transparência Publicações</i>	<i>Quantas vezes acertaram a meta (1995-2004)*</i>
Chile	01/1991	1991: 15-20% 1992: 13-16% 1993: 10-12% 1994: 9-11% 1995: 8% 1996: 6,5% 1997: 5,5% 1998: 4,5% 1999: 4,3% 2000: 3,5% 2001-2004: 2-4%	1995- 2000:1 ano 2001 em diante: indefinido	Não	Publicação de Relatórios de Inflação, de projeções de inflação e de minutas das reuniões de política monetária.	1999: 3,3% 2001: 3,6% 2002: 2,5% 2003: 2,8% 2004: 1,10% 50% das vezes
Colômbia	09/1999	1999: 15% 2000: 10% 2001: 8% 2002: 6% 2003: 5-6% 2004: 3,5-5,5%	1 ano	Não	Publicação de Relatórios de Inflação.	1999: 10,9% 2000: 10% 2001: 8% 50% das vezes
Israel	01/1992	1992: 14-15% 1993: 10% 1994: 8% 1995: 8-11% 1996: 8-10% 1997: 7-10% 1998: 7-10% 1999: 4% 2000: 3-4% 2001: 3-4% 2002: 2-3% 2003 em diante: 1-3%	1995-2003: 1 ano 2003 em diante: indefinido	Explicação Pública do desvio da previsão de inflação da meta, quando ultrapassar 1%.	Publicação de Relatórios de Inflação.	1997: 9% 1998: 5,40% 20% das vezes
México	01/1999	1999: 13% 2000: <10% 2001: 6,5% 2002: 4,5% 2003: 3% 2004: 2-4%	1998-2002: 1 ano 2002 em diante: indefinido	Não	Publicação de Relatórios de Inflação.	2000: 9,5% 2001: 6,40% 33% das vezes

<i>País</i>	<i>Data da adoção</i>	<i>Metas</i>	<i>Horizonte da meta</i>	<i>Prestação de contas em caso de ruptura da meta</i>	<i>Transparência - Publicações</i>	<i>Quantas vezes acertaram a meta (1995-2004)*</i>
Nova Zelândia	03/1990	1990: 3-5% 1991: 2,5-4,5% 1992: 1,5-3,5% 1993-1996: 0-2% 1997: 0-3%	1995-1996: vários anos 1997 em diante: indefinido	Explicação pública da ruptura da meta e o tempo necessário para trazer a inflação para dentro da meta.	Publicação de Relatórios de Inflação e de projeções de inflação	1997: 1,70% 1998: 1,60% 1999: 1,10% 2000: 2,70% 2001: 2,70% 2002: 1,70% 2003: 1,80% 2004: 2,30% 80% das vezes
Peru	01/1994	1994: 15-20% 1995: 9-11% 1996: 9,5-11,5% 1997: 8-10% 1998: 7,5-9% 1999: 5-6% 2000: 3,5-4% 2001: 2,5-3,5% 2002: 1,5-2,5% 2003: 1,5-2,5% 2004: 1,5-3,5%	1 ano	Não	Publicação de Relatórios de Inflação	1997: 8,5% 2000: 3,8% 2003: 2,3% 30% das vezes
Reino Unido	10/1992	1992-1995: 1-4% desde 1996: 2,5%	1995: vários anos. 1996 em diante: indefinido	Emissão de carta aberta ao ministro da fazenda explicando a ruptura da meta e o tempo necessário para trazer a inflação para dentro da meta.	Publicação de Relatórios de Inflação, de projeções de inflação e dos modelos usados para prever a inflação.	1995: 2,6% 1996: 2,5% 1997: 1,80% 1998: 1,60% 1999: 1,40% 2000: 0,80% 2001: 1,20% 2002: 1,30% 2003: 1,40% 2004: 1,30% 100% das vezes
Suécia	01/1993	Desde 1995: 2% (+/-1%)	1995: vários anos 1996 em diante:	Não	Publicação de Relatórios de Inflação, de projeções de	1995: 2,40% 1997: 1,90% 1998: 1% 2000: 1,3%

			indefinido		inflação e de minutas das reuniões de política monetária	2001: 2,70% 2002: 2% 2003: 2,30% 2004: 1,10% 80% vezes
--	--	--	------------	--	--	---

Fonte: Bancos centrais dos países, FMI (Fundo Monetário Internacional) e IBGE (Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística);

* Os dados anuais de inflação para o Brasil foram obtidos através do IPCA (Índice de Preços ao Consumidor Amplo) do IBGE e para os demais países através do CPI anual (*Consumer Price Index*) do International Financial Statistics (FMI/IFS);

** Para todos os países foi considerado um horizonte de 1 ano para a meta, com exceção da Austrália. Caso o horizonte temporal considerado para este país fosse de 12 meses, as metas já teriam sido desrespeitadas em 6 oportunidades.

A performance do regime de metas para a inflação pelo mundo tem sido positiva, uma vez que as taxas de inflação, tanto nos países emergentes como nos países desenvolvidos, diminuíram, substancialmente, após a adoção do regime. Entretanto, alguns países obtiveram um resultado pior, com desvios com relação à meta sendo mais frequentes.

Isto sugere que ou esses países têm um menor comprometimento com suas metas, ou adotar esse tipo de regime é uma tarefa mais desafiadora para eles.

Através da análise da tabela acima, pode-se perceber esse tipo de distinção, já que alguns países acertaram mais a meta dos que outros, no período de 1995 a 2004. Eles podem ser divididos em dois grupos. Os países que obtiveram maior índice de acerto foram (em ordem decrescente): Austrália (100%), Canadá (100%), Reino Unido (100%), Nova Zelândia (80%) e Suécia (80%). E os países que acertaram menos foram: Brasil (50%), Chile (50%), Colômbia (50%), África do Sul (33%), México (33%), Peru (30%) e Israel (20%).

A seguir, será feita uma análise através de tabelas comparativas de algumas características macroeconômicas desses dois grupos distintos, para posteriormente explicar o motivo de alguns países acertarem mais a meta do que outros.

Para facilitar a comparação, o grupo que mais acertou será chamado de grupo 1, enquanto que o outro será chamado de grupo 2.

Uma primeira característica em comum do grupo 2 pode ser observada na tabela 3.2. O nível de inflação neste grupo é bem maior ao longo dos anos. E quando a inflação está bem acima do seu objetivo de longo prazo consistente com a estabilidade de preços, a credibilidade do Banco Central passa a ser baixa. E ainda, com altas taxas de inflação iniciais, esta não é facilmente controlada pela autoridade monetária. Assim, iniciar um regime de *inflation targeting* com altas taxas inflacionárias passa a ser um desafio extra.

Tabela 3.2 - Variação percentual anual da inflação

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Austrália	4,60	2,60	0,30	0,90	1,50	4,50	4,40	3,00	2,80	2,30
Canadá	2,20	1,60	1,60	1,00	1,70	2,70	2,50	2,30	2,70	1,80
Reino Unido	2,60	2,50	1,80	1,60	1,40	0,80	1,20	1,30	1,40	1,30
Nova Zelândia	2,40	2,30	1,70	1,60	1,10	2,70	2,70	2,70	1,80	2,30
Suécia	2,40	0,80	1,90	1,00	0,60	1,30	2,70	2,00	2,30	1,10
Brasil	22,41	9,56	5,22	1,66	8,94	5,97	7,67	12,53	9,30	7,60
Chile	8,20	7,40	6,10	5,10	3,30	3,80	3,60	2,50	2,80	1,10
Colômbia	20,90	20,80	18,50	18,70	10,90	9,20	8,00	6,30	7,10	5,90
África do Sul	8,70	7,30	8,60	6,90	5,20	5,40	5,70	9,20	5,80	1,40
México	35,00	34,40	20,60	15,90	16,60	9,50	6,40	5,00	4,50	4,70
Peru	11,10	11,60	8,50	7,30	3,50	3,80	2,00	0,20	2,30	3,70
Israel	10,00	11,30	9,00	5,40	5,20	1,10	1,10	5,70	0,70	-0,40

Fonte: International Financial Statistics (FMI/IFS) e IBGE (Brasil)

Outra característica comum ao grupo 2 é a alta volatilidade da inflação. No caso do Brasil, por exemplo, a inflação passou de 1,66% para 8,94 de 1998 para 1999. Este caso específico será abordado mais detalhadamente no próximo capítulo, mas fica clara a alta instabilidade macroeconômica.

Já nos países do grupo 1, não são observadas variações tão significantes na taxa de inflação de um ano para o outro.

Essa característica, de alta volatilidade da taxa de inflação do grupo 2, também pode ser observada na taxa de crescimento do PIB. A tabela 3.3 abaixo mostra os detalhes.

De 1995 para 1996, por exemplo, houve uma grande variação na taxa de crescimento do PIB. Enquanto no México, a taxa subiu de -6,20% para 5,20%, na maioria dos

outros países do grupo 2 ela caiu. De 1998 para 1999, também podem ser observadas grandes variações nas taxas de crescimento dos países do grupo 2. Isto mostra que estes países são muito vulneráveis a choques externos, passando por altos períodos de instabilidade.

Tabela 3.3 -Variação Percentual anual do Produto Interno Bruto a preços constantes

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Austrália	3,50	4,30	3,90	5,30	4,30	3,20	2,50	4,00	3,40	3,20
Canadá	2,80	1,60	4,20	4,10	5,50	5,20	1,80	3,40	2,00	2,80
Reino Unido	2,90	2,80	3,30	3,10	2,90	3,90	2,30	1,80	2,20	3,10
Nova Zelândia	4,30	4,00	1,90	-0,10	4,30	3,60	2,60	4,70	3,40	5,00
Suécia	4,10	1,30	2,40	3,60	4,60	4,30	1,00	2,00	1,50	3,50
Brasil	4,20	2,70	3,30	0,10	0,80	4,40	1,30	1,90	0,50	5,20
Chile	10,80	7,40	6,60	3,20	-0,80	4,50	3,40	2,20	3,30	6,00
Colômbia	5,20	2,10	3,40	0,60	-4,20	2,90	1,50	1,90	4,00	4,00
África do Sul	3,10	4,30	2,60	0,50	2,40	4,20	2,70	3,60	2,80	3,70
México	-6,20	5,20	6,80	5,00	3,60	6,60	n.a	0,60	1,60	4,40
Peru	8,60	2,50	6,80	-0,70	0,90	2,90	0,20	4,90	3,80	5,10
Israel	6,40	5,20	3,50	3,70	2,50	8,00	-0,90	-0,70	1,30	4,30

Fonte: IMF- World Economic Outlook (WEO) Database, abril 2005

A volatilidade das taxa da inflação e de crescimento do PIB também pode ser observada nas taxas de juros dos países do grupo 2. Além de estarem num patamar extremamente mais elevado, elas variam muito de um ano para o outro, refletindo os choques de credibilidade a que esses países estão sujeitos e o alto risco a que são associados. (Tabela 3.4)

Tabela 3.4 - Taxa de juros de mercado anual

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Austrália	7,50	7,20	5,50	4,99	4,78	5,90	5,06	4,55	4,81	5,25
Canadá	6,92	4,32	3,26	4,87	4,74	5,52	4,11	2,45	2,93	2,25
Reino Unido	6,08	5,96	6,61	7,21	5,20	5,77	5,08	3,89	3,59	4,29
Nova Zelândia	8,91	9,38	7,38	6,86	4,33	6,12	5,76	5,40	5,33	5,77
Suécia	8,54	6,28	4,21	4,24	3,14	3,81	4,09	4,19	3,29	n.a.
Brasil	53,37	27,45	25,00	29,50	26,26	17,59	17,47	19,11	23,37	16,24
Chile	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	10,09	6,81	4,08	2,72	1,88
Colômbia	22,40	28,37	23,83	35,00	18,81	10,87	10,43	6,06	6,95	7,01
África do Sul	13,07	15,54	15,59	17,11	13,06	9,54	8,49	11,11	10,93	7,15
México	60,92	33,61	21,91	26,89	24,10	16,96	12,89	8,17	6,83	7,15
Peru	n.a.									
Israel	n.a.									

Fonte: International Financial Statistics (FMI/IFS)

O mesmo acontece com as taxas de câmbio dos países do grupo 2, que além de apresentarem alta volatilidade perante aos choques, são extremamente mais desvalorizadas que o dólar americano.

Tabela 3.5 - Taxa de câmbio anual

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Austrália	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
Canadá	1,372	1,364	1,385	1,484	1,486	1,485	1,549	1,569	1,401	
Reino Unido	0,634	0,641	0,611	0,604	0,618	0,661	0,695	0,667	0,613	
Nova Zelândia	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
Suécia	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
Brasil	0,916	1,004	1,078	1,160	1,815	1,829	2,351	2,921	3,078	2,925
Chile	396,773	412,267	419,295	460,287	508,777	539,587	634,938	688,936	691,433	
Colômbia	912,826	1036,690	1140,960	1426,040	1756,230	2087,900	2299,630	2504,240	2877,650	
África do Sul	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
México	6,419	7,600	7,919	9,136	9,560	9,456	9,342	9,656	10,789	
Peru	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
Israel	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a

Fonte: International Financial Statistics (FMI/IFS)

Vale também fazer uma análise da renda per capita anual desses países, que é um indicador de desenvolvimento. Na tabela 3.6, fica clara a diferença no nível de renda per

capita entre os países. Com exceção de Israel, todos os países do grupo 2 têm uma renda per capita anual inferior a US\$ 7.000,00.

Tabela 3.6 – Renda per capita anual em dólares americanos

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Austrália	19897	22067	21859	19339	20421	19725	18410	20351	25615	30445
Canadá	20184	20757	21349	20495	21777	23659	23107	23562	27589	31209
Reino Unido	19575	20519	22809	24393	24991	24575	24246	26413	30174	35460
Nova Zelândia	16911	18616	17502	14254	14705	13433	13172	15023	19539	23899
Suécia	28125	30609	27977	28019	28379	27058	24696	27111	33678	38449
Brasil	4290	4924	5060	4854	3197	3604	3013	2689	2913	3417
Chile	5071	5255	5654	5346	4853	4937	4435	4315	4561	5856
Colômbia	2400	2472	2663	2411	2072	1980	1904	1860	1779	2099
África do Sul	3828	3565	3610	3186	3092	3044	2661	2437	3563	4500
México	3139	3590	4269	4422	4976	5957	6274	6425	6239	6506
Peru	2158	2207	2294	2164	1930	1962	1950	2018	2130	2349
Israel	16574	17855	18200	17868	17314	18749	18013	16469	17283	17695

Fonte: IMF- World Economic Outlook (WEO) Database, abril 2005

Através da observação dessas tabelas, pode-se perceber que, em comparação com o grupo de países que mais acertaram a meta, a volatilidade das variáveis, como inflação, crescimento do PIB, taxa de juros e câmbio nos países do grupo 2 é maior. Isto é, estas apresentam maior variação ao longo dos anos.

Isso significa que estes países são muito vulneráveis a choques externos, tem baixa credibilidade e baixo nível de desenvolvimento das instituições.

Segundo (Fraga, Goldfajn e Minella 2003), a condução da política monetária nesses países enfrenta pelo menos três grandes desafios: i) construir credibilidade, ii) reduzir o nível da inflação e iii) lidar com a dominância fiscal, financeira e externa (*sudden stops*). A presença de baixa credibilidade, níveis de inflação superiores ao objetivo de longo prazo e grandes choques resultam em alta volatilidade do produto, inflação, taxas de juros e de câmbio. As dominâncias fiscal e financeira também causam impactos nessas variáveis.

A ausência dessas dominâncias é um forte pré-requisito para o sucesso do regime de metas de inflação. O efeito da dominância fiscal pode ser entendido desta forma: Primeiro, a existência de uma dívida pública excessiva pode aumentar as expectativas

dos agentes de que esta se torne insustentável e tenha que ser monetizada no futuro, o que aumentaria a inflação e quebraria o regime. Num contexto de expectativas inflacionárias crescentes, a autoridade monetária faria uso de seu instrumento de política monetária, aumentando os juros, o que aumentaria o serviço da dívida e seu estoque. Isto por sua vez, afetaria a percepção dos agentes sobre a sustentação dessa dívida, o que levaria a uma fuga de capitais, desvalorização da taxa de câmbio e, finalmente, aumento da inflação. Assim, garantir o equilíbrio das contas públicas passa a ser fundamental, uma vez que interfere no comportamento dos agentes e suas expectativas.

O problema da dominância financeira pode acontecer quando houver um medo de que um aperto monetário leve a uma crise financeira, o que pode ser consequência de um sistema financeiro fraco ou muito endividado. Isto pode trazer a expectativa de que a política monetária não será conduzida com o objetivo de defender a âncora nominal da economia. Assim, é necessário que se tenha forte regulação e supervisão do sistema financeiro para garantir que este seja sólido e permanente.

Outra explicação para a alta volatilidade encontrada nas variáveis das tabelas é a existência de grandes choques nos países emergentes. Eles estão sujeitos a “*sudden stops*” nos fluxos de capitais, como por exemplo, mudanças nas condições de liquidez e financiamento internacional, por mudanças nas taxas de juros externas e de câmbio. Estes choques aumentam a volatilidade das taxas de câmbio, e afetam a inflação, levando a maiores taxas de juros para conter as pressões inflacionárias.

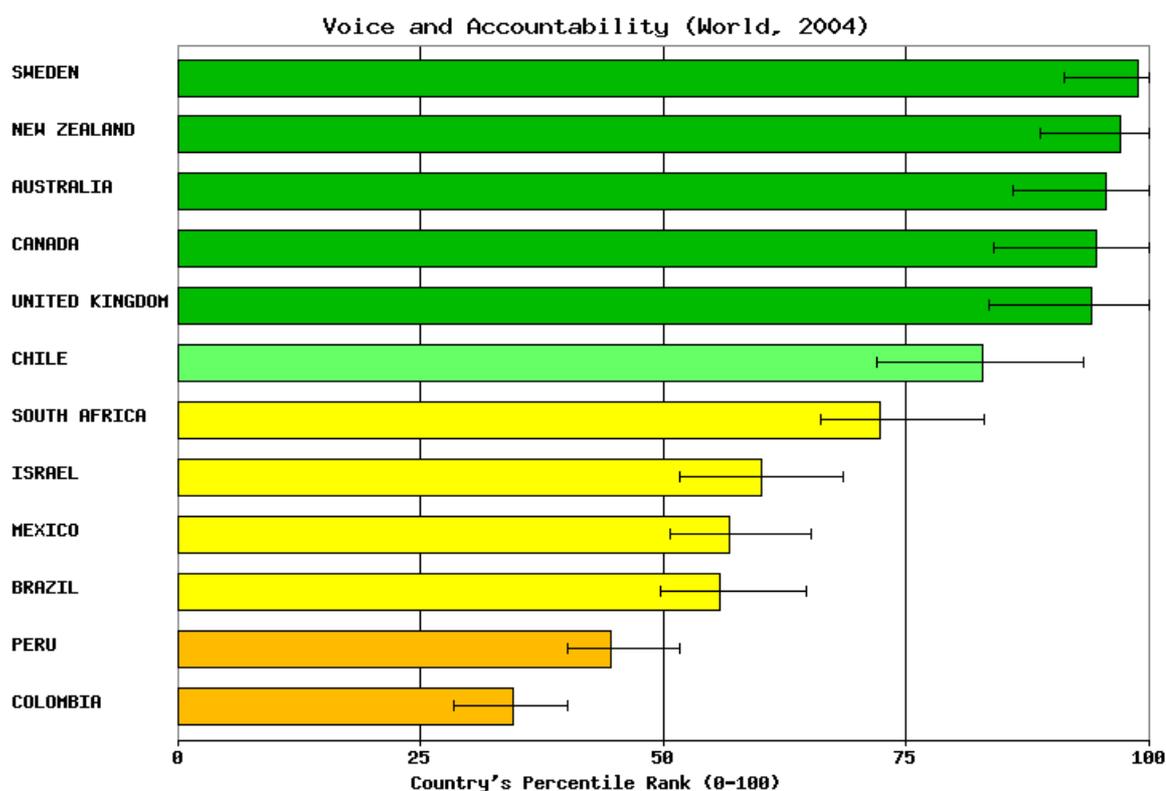
A presença de grandes e constantes choques afeta a estabilidade da economia e pode prejudicar a manutenção das metas, prejudicando a credibilidade do regime. Isto deve ser combatido com o estreitamento dos fundamentos da economia, como um regime de câmbio flutuante bem definido.

Esses desafios enfrentados pelos países do grupo 2, ou melhor dizendo, pelos países emergentes acabam impondo uma desconfiança constante por parte do setor privado de não cumprimento da meta previamente anunciada ou de que a autoridade monetária não reagiu corretamente aos choques. Conseqüentemente, as expectativas inflacionárias e a inflação efetiva tendem a ser maiores do que num ambiente de credibilidade perfeita do Banco Central.

Nesse sentido, comunicação com o público e transparência são elementos essenciais quando se quer construir credibilidade e reduzir os custos relacionados às reações do Banco Central aos choques, já que o setor privado pode não entender ou não concordar com algumas delas.

Alguns canais de comunicação que as autoridades monetárias podem fazer uso são os discursos públicos, a publicação de minutas detalhadas após as reuniões dos comitês de política monetária, assim como relatórios de inflação. Esses relatórios têm um papel fundamental para alinhar as expectativas e solidificar a credibilidade, uma vez que apresentam a visão do Banco Central em questões complexas, como grau de persistência da inflação e decisões de política monetária.

Para ilustrar a questão da *accountability* por parte das autoridades (Kaufmann, Kraay e Mastruzzi 2005) elaboraram um índice de governança, onde a tabela a seguir mostra um dos seis componentes desse índice para os países estudados anteriormente:



Source: D. Kaufmann, A. Kraay, and M. Mastruzzi 2005: Governance Matters IV: Governance Indicators for 1996-2004 (<http://www.worldbank.org/ubi/governance/pubs/govmatters4.html>)

Novamente, podemos perceber uma distinção clara entre os dois grupos estudados, onde o grupo dos países que menos acertaram a meta aparece com um menor índice de “*voice and accountability*”.

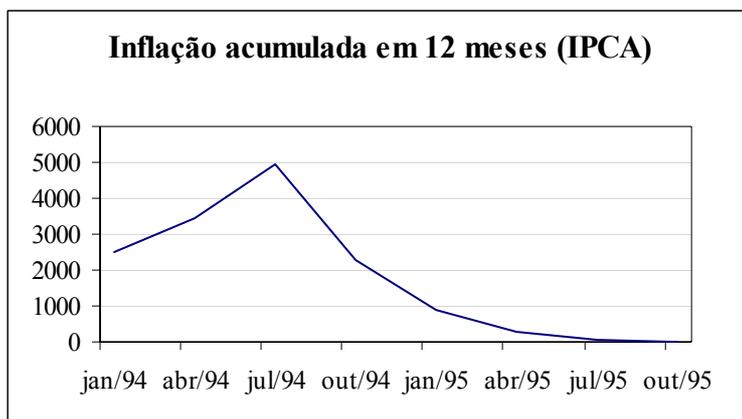
Pode-se concluir que a explicação para as diferentes performances dos países se dá pela presença de instituições mais frágeis e credibilidade imperfeita, na necessidade de redução dos níveis de inflação, e na natureza e magnitude dos choques que atingem essas economias.

CAPÍTULO 4 – EXPERIÊNCIA BRASILEIRA COM O MODELO DE METAS DE INFLAÇÃO

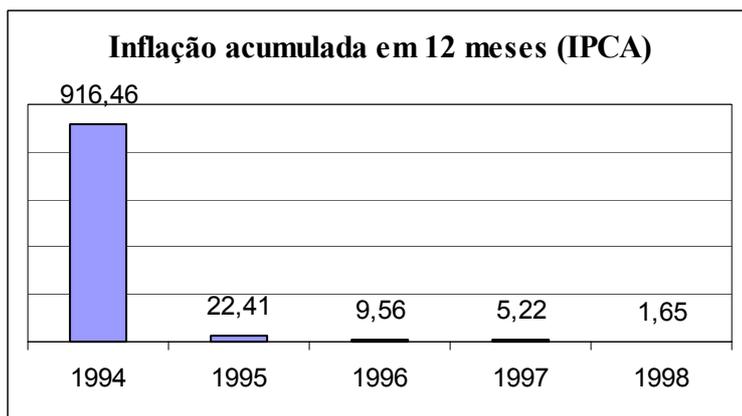
4.1 - Cenário econômico anterior ao regime - da âncora cambial à desvalorização (1994-1998)

Durante boa parte de sua história, o Brasil sofreu com altas taxas inflacionárias, e o combate à variação nos preços tornou-se prioritário na política econômica brasileira nos últimos anos. As tentativas de controle, entre planos que variaram na sua combinação de ortodoxia e heterodoxia, entretanto, não foram bem sucedidas.

A análise do regime de metas de inflação deve começar, portanto, no programa de estabilização econômica implementado em 1 de julho de 1994, o plano Real. Este foi o primeiro a obter sucesso na ruptura do processo inflacionário, e resultou no fim de quase três décadas de inflação elevada. A taxa de inflação que, em junho de 1994, medida pelo Índice de preços ao consumidor amplo e calculado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), estava ao redor de 50% ao mês, foi para 1,71% mensal ao final do mesmo ano. Em 1997, após processo de redução gradativo, a taxa anual chegou a 5,22%, tendo alcançado seu menor índice em 1998, 1,65%, como pode ser observado nos gráficos a seguir:

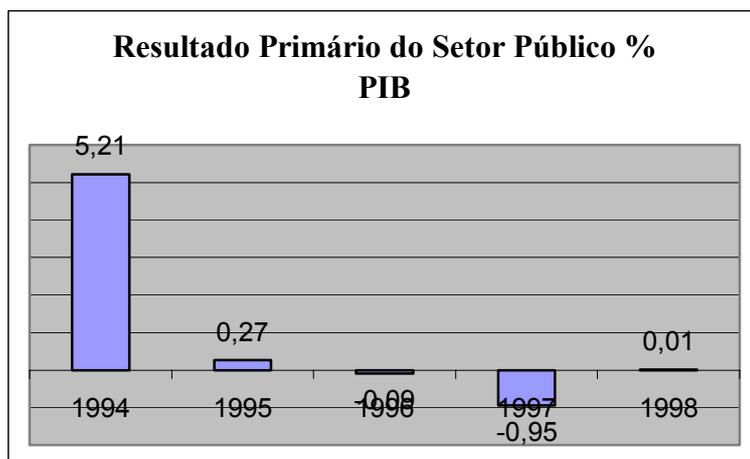


Fonte: IBGE



Fonte: IBGE

O primeiro estágio do plano consistiu no controle dos gastos do governo. Para isso o Congresso Nacional criou o chamado Fundo Social de Emergência (FSE). Esse esforço pelo ajustamento fiscal assegurou um superávit primário de 5,21% em 1994. Entretanto entre 1995 e 1998, a situação das finanças públicas deteriorou-se, como se pode observar no gráfico abaixo:



Fonte: Bacen

O passo seguinte ao estágio inicial de tentativa de ajuste fiscal foi dar início à estratégia de desindexação da economia, aniquilando o componente inercial da inflação. Para isso, criou-se uma unidade de conta (URV-Unidade Real de Valor) para alinhar os preços relativos da economia.

O processo de estabilização também incluiu um amplo programa de reformas econômicas, como a privatização de empresas estatais de setores de telecomunicação, aço, petroquímico, mineração, fertilizantes, transportes, assim como a reestruturação do

sistema financeiro, com a introdução de novas normas de supervisão e privatização de bancos estatais. Também houve a liberalização do comércio, com a redução de tarifas de importação e eliminação de barreiras não tarifárias.

Com relação à política cambial, o Plano Real colocou em prática uma política monetária fundamentada na âncora cambial. Entre julho e outubro de 1994, a implementação da âncora cambial foi marcada pela introdução de uma banda assimétrica, onde o limite superior para a variação na taxa de câmbio era fixado em paridade com o dólar e o limite inferior não era estabelecido.

O cenário de altas taxas de juros domésticas favoreceu a uma considerável apreciação do real frente ao dólar, que juntamente com a abertura às importações, possibilitou a entrada de produtos com preços competitivos, contribuindo para a queda da inflação e para o aumento dos déficits na balança de pagamentos e comercial. Fica claro que para sustentar esse cenário, o país ficou fortemente dependente dos fluxos de capitais estrangeiros.

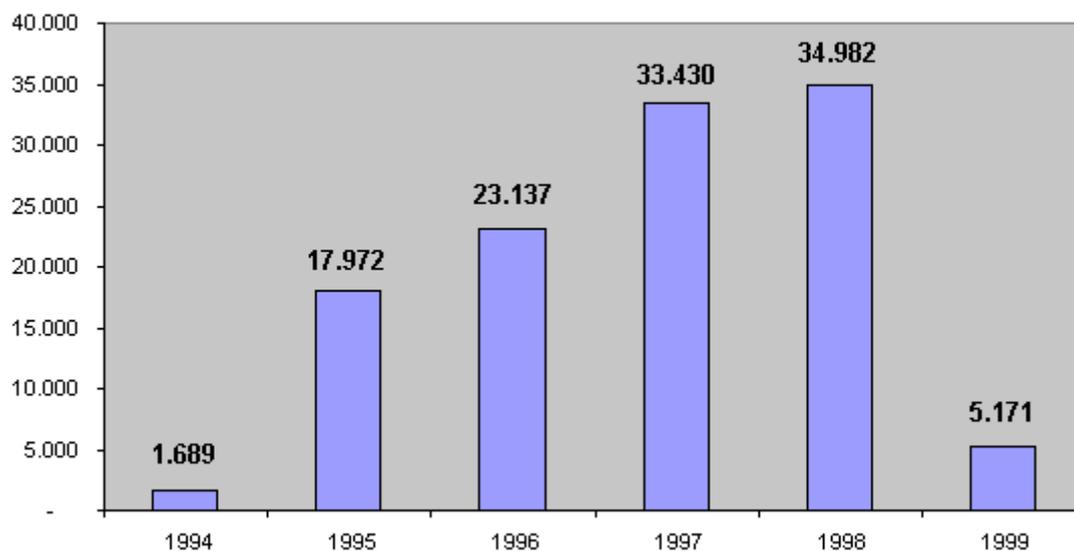
Entre outubro e março de 1995 foi adotado informalmente o regime de bandas de variação para a taxa de câmbio nominal, com intuito de impedir a continuação do processo de sobrevalorização da taxa de câmbio real.

A crise mexicana no final de 1994 e início de 1995 fez com que o governo adotasse formalmente, em março de 1995, um regime flexível de bandas cambiais, que se estendeu até janeiro de 99. Através desse novo regime, o Banco Central executou um processo anual e controlado de mini-desvalorizações cambiais, da ordem de 7,5% ao ano.

De fato, o Plano Real obteve sucesso como programa de estabilização dos preços, reduzindo drasticamente a inflação e possibilitando o ressurgimento de um enorme potencial de consumo privado. Entretanto a estabilidade da moeda foi ancorada num câmbio sobrevalorizado, que não era sustentável no longo prazo. A abertura comercial levou a um aumento das importações, o que por sua vez provocou sucessivos déficits na balança comercial. Esse fato associado às altas taxas de juros praticadas (aumento do serviço da dívida externa) contribui com o crescimento do déficit nas transações correntes.

**Gráfico 13 - Balanço de pagamentos - Déficit nas transações correntes
Brasil 1994 - 1999**

(em US\$ milhões)



Fonte: Banco Central

Elaboração: DIEESE

Obs: Em 1999, dados até o mês de março

Com essa forte pressão sobre o balanço de pagamentos, a paridade cambial não poderia ser sustentada por muito tempo.

Além disso, o Plano Real não obteve sucesso em equilibrar as contas públicas, já que as reformas estruturais não foram efetivamente implementadas. Era necessário que fossem feitas reformas constitucionais, como a tributária, da previdência e que fossem estabelecidos os limites para o gasto público.

Assim, todos esses fatores contribuíam para aumentar a vulnerabilidade do Brasil frente às crises de confiança, colocando em risco a solvência do país e o programa de estabilização.

O primeiro choque foi ocasionado pela crise asiática na segunda metade de 1997. Em resposta à saída de capitais, o Banco Central reagiu aumentando a taxa básica de juros para 43,4% ao ano, no final de outubro. Esse aumento teve como objetivo aumentar a atratividade dos ativos financeiros domésticos e reduzir o nível de atividade interna, a fim de melhorar os saldos comerciais e manter o equilíbrio do balanço de pagamentos.

Já o segundo choque que se seguiu ao default da Rússia em agosto de 98, encontrou um cenário fiscal muito mais deteriorado, o que levou a um novo aumento da taxa básica de juros em setembro, dessa vez para 40% ao ano. Também no intuito de reforçar

a credibilidade junto ao mercado, foi feito um acordo preventivo junto ao FMI (Fundo Monetário Internacional), com uma ajuda financeira no valor de US\$41,5 bilhões. Entretanto, as expectativas voltaram a se deteriorar no final do ano.

O Banco Central tentou promover uma desvalorização controlada do real, na segunda semana de janeiro de 1999. Entretanto, a contínua perda de reservas e a substituição do presidente do Banco Central fizeram com que o mercado apostasse maciçamente contra os novos arranjos.

Sem alternativas, a autoridade monetária autorizou a taxa de câmbio a flutuar, abandonando o regime de âncora cambial e o valor do dólar rapidamente foi de R\$1,21 para R\$2,00 no final de janeiro.

4.2 - Transição para o Regime de Metas de Inflação (março-junho 1999)

A segunda fase da política econômica do Plano Real foi marcada pelo abandono, em 15 de janeiro de 1999, do regime de bandas cambiais (*crawling peg*), passando para um regime de câmbio flutuante. Com essa mudança, a política monetária ganhou maior autonomia, se orientando pelos efeitos do nível de atividade e da taxa de câmbio sobre a taxa de inflação ao longo do tempo, ao invés de ser determinada, como no regime anterior, pela necessidade de gerar o fluxo de recursos externos necessário à manutenção de uma determinada trajetória de taxa de câmbio.

Em março de 1999, uma nova diretoria do Banco Central tomou posse, tendo como principal objetivo controlar as expectativas inflacionárias, reduzindo a incerteza no curto prazo. Para isso, a nova diretoria reforçou o comprometimento com as metas fiscais e estabilidade dos preços, como enfatizado numa nota altamente transparente e explicativa divulgada após a reunião do comitê de política monetária (COPOM) de março:

“O objetivo primeiro do Banco Central é o de manutenção da estabilidade dos preços... A estabilidade dos preços em regime de câmbio flutuante é garantida pela austeridade fiscal sustentada e por um sistema de austeridade monetária compatível com a política fiscal”.

Assim, o comitê decidiu aumentar a taxa básica de juros de 39% para 45% ao ano, já que a inflação acumulava alta de 2,8% no primeiro trimestre do ano.

Devido às incertezas quanto às expectativas inflacionárias, um regime formal de metas de inflação no curto prazo não era recomendável. Ao mesmo tempo, a adoção do mesmo necessitou de intenso esforço em pesquisa e de mudanças institucionais para assegurar a autonomia monetária ao Banco Central. Assim sua implementação foi deixada para o segundo semestre.

Em relação à política fiscal, as reformas haviam sido iniciadas desde outubro de 98, quando o governo comprometeu-se em acelerar o processo de ajuste nas contas públicas e anunciou o Programa de Estabilidade Fiscal (PEF). Este programa estabeleceu metas para o superávit primário do setor público, reformas para o sistema previdenciário, e surgiu como resposta aos efeitos da crise internacional causada pela moratória russa.

Assim, no primeiro trimestre, o fluxo das Necessidades de Financiamento do Setor Público (NFSP), no conceito primário, apresentou superávit correspondente a 4,1% do PIB, superando ao projetado no acordo com o fundo. Essa reversão foi essencial para recuperar a confiança na política econômica, mas foi insuficiente para reverter a desvalorização exagerada da taxa de câmbio (*overshooting*).

Para superar esse problema, outras iniciativas foram essenciais. Entre elas a decisão do Banco Central de elevar a taxa básica de juros, já citada anteriormente, a liberação da segunda parcela do empréstimo de US\$ 42 bilhões acordado com o FMI e a permanência de um volume de investimento estrangeiro, que fizeram com que a taxa de câmbio caísse de R\$2,20 na primeira semana de março para R\$1,60 no final de abril.

Com a reversão da desvalorização excessiva da taxa de câmbio, houve uma melhora nas expectativas com relação à inflação, criando assim espaço para que o Banco Central iniciasse um movimento de redução da taxa básica de juros. Apesar de um regime de metas não ter sido formalmente implementado, o Banco Central já justificava suas ações como se tivesse e a taxa de juros de curto prazo foi o principal instrumento para atingir o objetivo de inflação.

Vale ressaltar que ainda em março, abandonou-se a antiga sistemática de banda de juros, eliminando a TBC (Taxa Básica do Banco Central) e a TBAN (Taxa de Assistência do Banco Central), que estabeleciam respectivamente o piso e o teto da banda, e introduziu-se o conceito de viés. Esse instrumento funciona como um sinalizador para o mercado, pois ao se adotar um viés de baixa, o diretor do Banco Central pode abaixar a taxa de juros a qualquer hora, sem a necessidade de uma reunião

regular do COPOM. Essa prerrogativa buscou assegurar flexibilidade na definição da taxa de juros e transparência nas intenções do Banco Central, coordenando as expectativas quanto à trajetória dessa variável.

E como dito anteriormente, foram criadas condições para a redução gradual das taxas de juros, dadas as fortes evidências de declínio da inflação e do diagnóstico overshooting. Assim, a taxa de juros foi reduzida inúmeras vezes antes da reunião de junho, trazendo a taxa de juros selic para 22% no período.

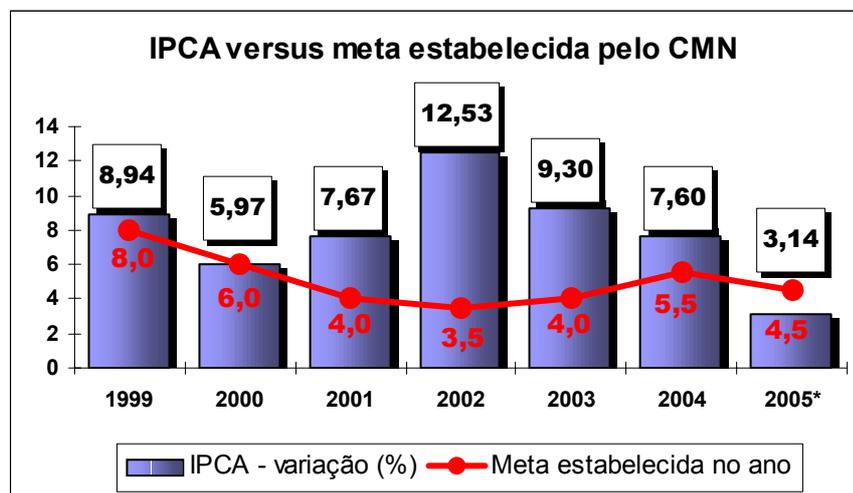
4.3 – Resultados alcançados (1999-2004)

Em primeiro de julho de 1999, o governo tornou público, através do Decreto de número 3.088, o seu compromisso com o regime de metas inflacionárias como nova âncora para a economia. O Conselho Monetário Nacional (CMN) definiu como meta de inflação para os anos de 1999, 2000 e 2001, respectivamente 8%, 6% e 4%, admitindo variação de dois pontos percentuais para cima e para baixo, de modo a acomodar choques sazonais. Como referência para a política de metas de inflação, o CMN escolheu, por sua abrangência nacional e cobertura de uma larga faixa de consumo, o Índice de Preços ao Consumidor Amplo – IPCA, apurado pelo IBGE.

Foi determinado também que caso a meta não fosse cumprida, deveria haver notificação do presidente do BC ao ministro da fazenda, através de Cartas abertas, explicando as razões para o ocorrido e determinando o tempo necessário para trazer a inflação para dentro da meta. E ainda, o Banco Central ficou responsável por elaborar relatórios trimestrais de inflação, divulgando a performance da economia, as projeções futuras de inflação e desempenho do regime de metas. Essas ações visaram garantir transparência e credibilidade para a política econômica adotada, que são de suma importância para garantir o sucesso do regime, como foi discutido nos capítulos anteriores.

Como toda alteração na política monetária, seus efeitos reais levam um certo tempo para serem notados, dada a existência de defasagens de controle. Entretanto, já no ano de 1999, pode ser constatada uma reação positiva da taxa de inflação, através da variação do IPCA de 8,94%, situando-se no interior da banda. Mas o cumprimento da meta não deve ser atribuído integralmente ao regime, ainda mais pelo sucesso deste depender da credibilidade da autoridade monetária perante os agentes da economia.

No gráfico abaixo, certamente pode-se constatar o cumprimento da meta nos anos de 1999 e 2000. No ano de 2000, graças a condições favoráveis no cenário interno e externo, o país não só atingiu o centro da meta, como teve um crescimento do produto de 4,4% em relação ao ano anterior.



Fonte: Banco Central

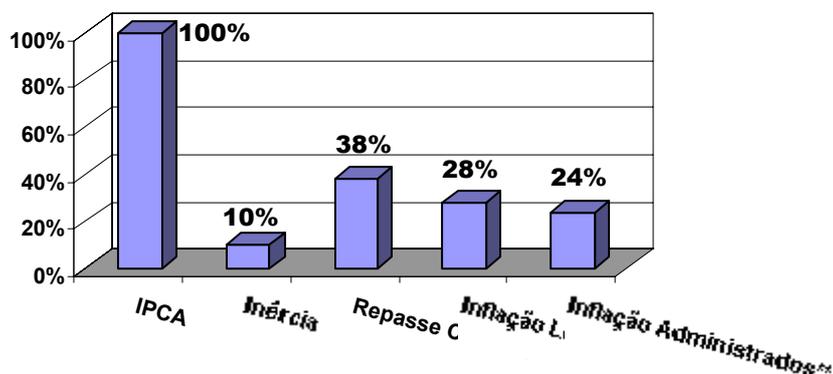
*acumulado até maio de 2005

Já no ano de 2001, a meta não foi cumprida. Este ano foi marcado pela existência de grandes choques exógenos, tendo como principais atores a crise Argentina, o desaquecimento da economia norte-americana e o atentado terrorista sofrido pelos EUA, fatores que aumentaram a incerteza e contribuíram para uma recessão mundial. Como discutido no capítulo anterior, o aumento da incerteza gera uma saída de capitais de economias emergentes em direção a outros mercados, o que se caracteriza pela existência de uma chamada “dominância externa”. No Brasil, a repercussão foi enorme dado que estes dois países têm uma interface econômica bastante grande sobre o país.

Além disso, podemos citar fatores internos de extrema importância, como o reajuste dos preços administrados por contrato, e, especificamente a crise energética ocorrida no ano. Assim, o IPCA acumulou uma variação de 7,67%, acima do limite superior da banda de variação de 6%.

Esses choques resultaram numa desvalorização da moeda nacional, que acabou sendo repassada para os preços domésticos, correspondendo a 38% do IPCA de 2001, como pode ser observado no gráfico a seguir:

Decomposição da inflação acumulada em 12 meses
Participação no total do IPCA - 2001



Fonte: Banco Central

Já no ano de 2002, a eleição presidencial foi um dos maiores fatores de incerteza. A possibilidade e a posterior confirmação da entrada no governo de um candidato, cujo histórico era de esquerda, levou o mercado à turbulência, aumentando a expectativa de não cumprimento da meta. Houve forte saída de capital, redução nos investimentos, enfim, o mercado ficou apreensivo quanto à condução da política econômica brasileira no futuro. Além disso, no cenário externo, também houve um período de aversão ao risco e redução da liquidez internacional.

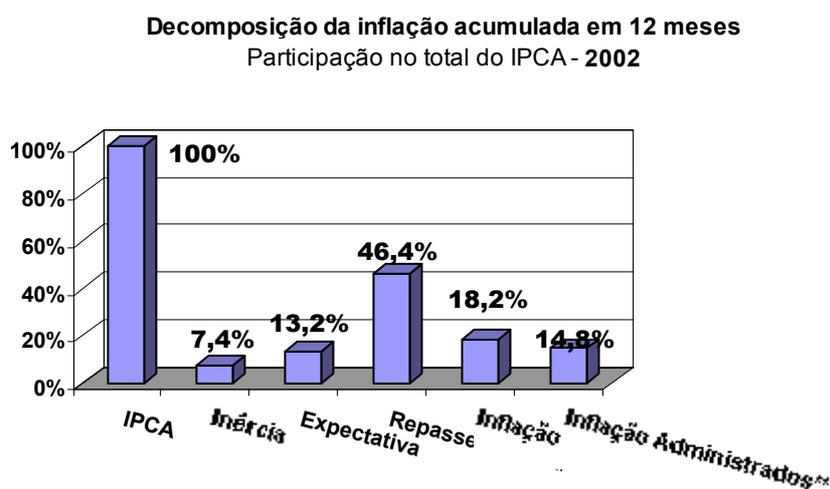
Essas expectativas negativas em relação ao novo governo e ao Brasil podem ser confirmadas ao se analisar o comportamento do câmbio que, a partir de maio daquele ano, sofreu grandes desvalorizações, chegando a atingir R\$ 3,81 em outubro daquele ano.

Taxa de Câmbio (R\$/ US\$)
Período jun 1999 à jun de 2005



Fonte: Banco Central

Assim, o IPCA acumulado no ano foi de 12,53%, acima do limite superior da banda de 5,5%. O efeito da desvalorização do Real frente ao dólar foi responsável por 46,6% da taxa de inflação anual, como pode ser observado no gráfico abaixo.

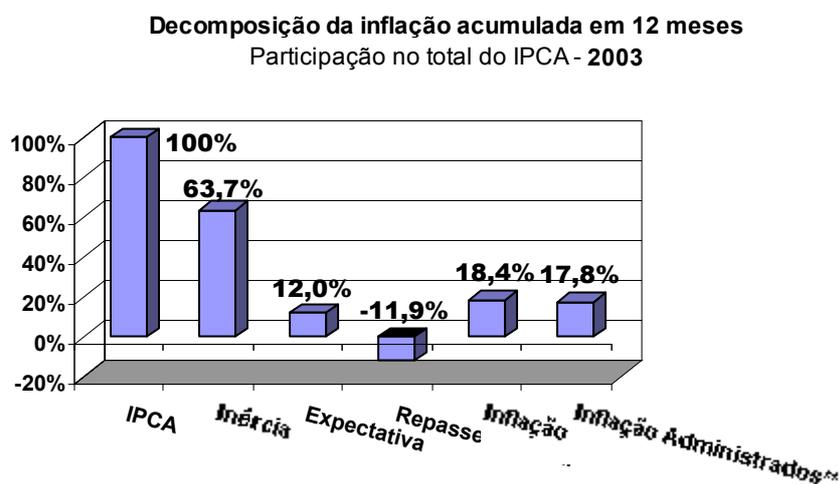


Fonte: Banco Central

Tendo em vista as dificuldades encontradas, nos anos de 2001 e 2002, para convergir a inflação à meta estipulada, o Banco Central passou a levar em consideração o conceito de meta ajustada. Mais especificamente, a meta original é ajustada com o objetivo de levar em conta os efeitos primários das mudanças nos preços administrados, assim como os efeitos da inércia de inflação acumulada do ano anterior que será acomodada. Segundo (Fraga, Goldfajn & Minella, 2003), apesar de existir uma perda de credibilidade associada à mudança da meta, os ganhos em termos de transparência e comunicação são mais significantes. Os agentes privados sabem a meta que o BCB está mirando. A propósito, manter a meta antiga afetaria a credibilidade do BCB porque poderia ser considerada inatingível.

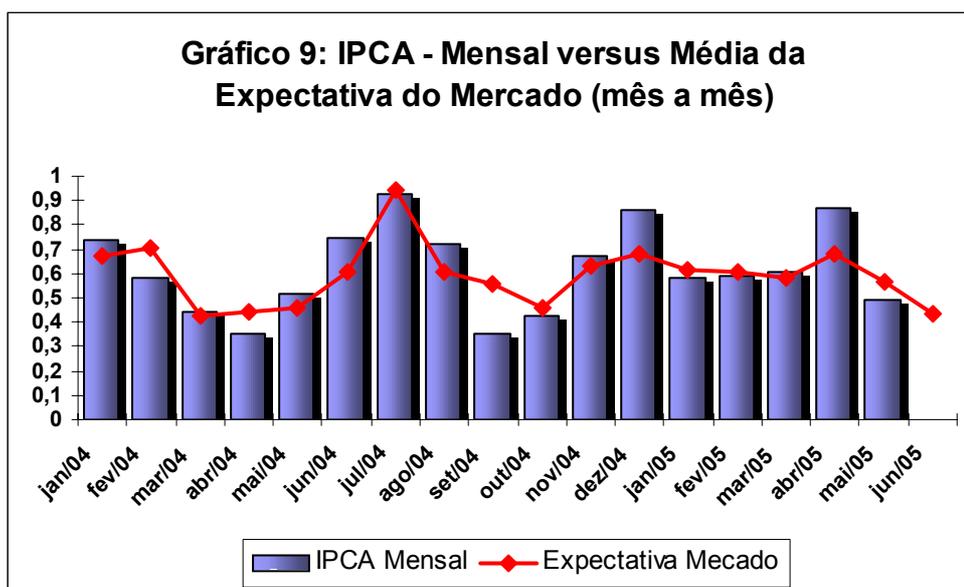
Assim, a meta de 4%, com intervalos de tolerância de +/- 2,5 %, que havia sido estabelecida para o ano de 2003, foi aumentada para 8,5%. E a meta para 2004 foi definida em 5,5%. Estas metas ajustadas foram publicadas na Carta Aberta enviada pelo diretor do Banco Central ao ministro da fazenda, em janeiro de 2003. Entretanto, a meta para 2004 foi modificada através da Resolução 3108 de junho de 2003, sendo definida como 5,5% com intervalo de confiança de +/-2,5%.

No ano de 2003, em virtude do choque em 2002, houve significativa influência deste na inflação para o período de 2003 (63,7% da inflação neste período foi ainda resposta de eventos acontecidos no ano anterior – chamada inércia inflacionária). Mas a partir de meados de 2003, com a recuperação da confiança na condução da política econômica, a inflação começou a convergir para a trajetória das metas ajustadas. A variação acumulada do IPCA foi de 9,3%, estando apenas 0,8% acima da meta ajustada. O repasse cambial, ao contrário dos anos anteriores contribuiu para uma variação menor da inflação. E observou-se ainda, uma redução da contribuição das expectativas acima da meta, porém um pequeno crescimento da importância dos preços administrados, como podemos ver no gráfico abaixo:



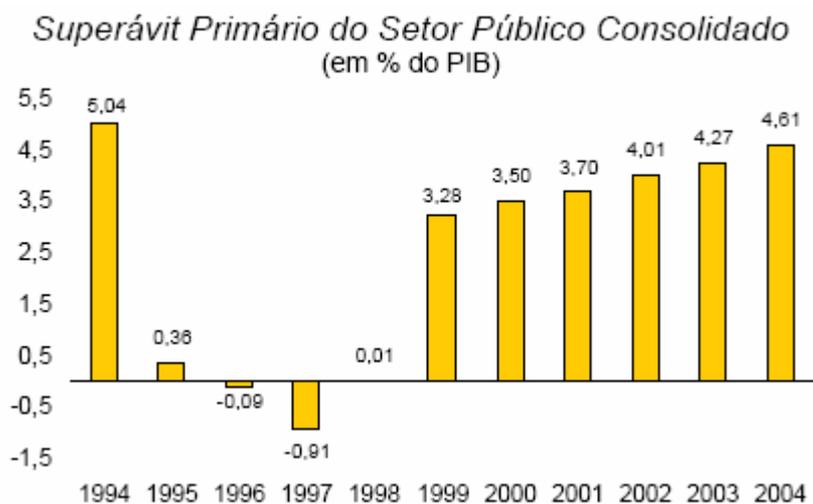
Fonte: Banco Central

No ano de 2004, observou-se que a alta das *commodities* e dos produtos semi-industriais nos mercados internacionais provocou um choque exógeno negativo, levando a um aumento da inflação interna, porém insuficiente para que a meta não fosse cumprida. O IPCA acumulado do ano ficou em 7,6%, abaixo do limite superior da meta de 8%. Assim, o ano de 2004 significou o retorno ao patamar **de inflação** estabelecido pelo CMN, evidenciando não apenas uma boa performance nos modelos de previsão do Banco Central, mas também que a inflação permanece em sua de convergência para as metas. Assim, a autoridade monetária ganhou credibilidade e a expectativa de inflação do mercado nos últimos meses está condizendo com o IPCA adquirido nos mesmos, como pode ser observado no gráfico a seguir:



Fonte: Banco Central

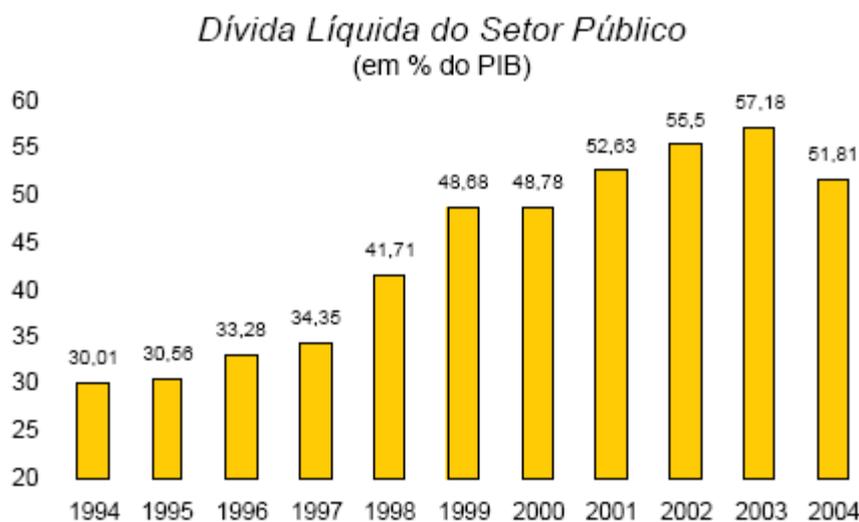
No tocante à questão fiscal, desde a implementação do regime de *inflation targeting*, o governo vem implementando uma política austera, obtendo superávits primários cada vez maiores. Isto mostra a preocupação do mesmo em sinalizar para o mercado seu objetivo de reduzir o percentual da dívida/PIB, que é fundamental para acabar com dominância fiscal que existe no país, como visto no capítulo anterior.



Fonte: Banco Central do Brasil – Elaboração Relatório Focus

A credibilidade é essencial, como foi visto no capítulo anterior, pois se o mercado acreditar que a dívida é sustentável, ele reduz a sua percepção de risco em relação àquele país, reduzindo as pressões sobre o câmbio, a taxa de inflação e as taxas de juros. Assim, garantir o equilíbrio das contas públicas é fundamental, uma vez que interfere no comportamento dos agentes e suas expectativas.

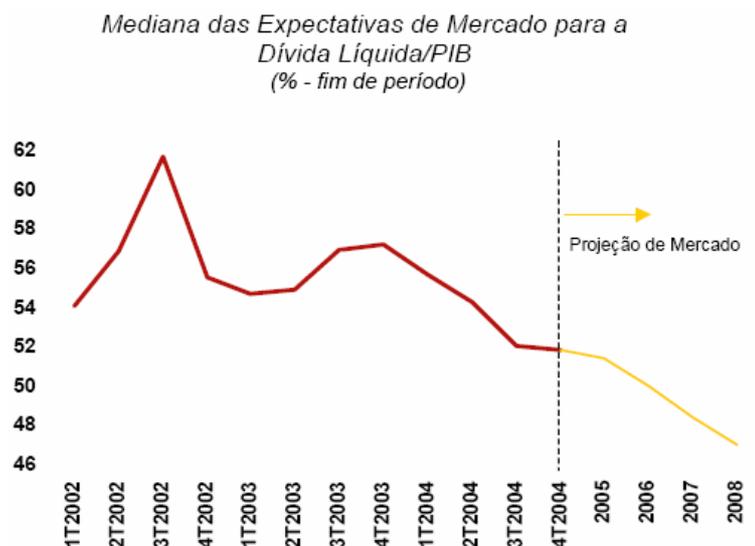
A despeito dos esforços do governo em manter um superávit elevado, a relação dívida/PIB só apresentou queda no ano de 2004, declinando de 57,2% em 2003 para 51,8% em 2004, como pode ser visto no gráfico abaixo:



Fonte: Banco Central do Brasil – Elaboração Relatório Focus

Este resultado não foi alcançado antes, pois vários choques exógenos atingiram a economia brasileira entre 1999 e 2003, como vimos anteriormente. E isto acabou por afetar algumas variáveis condicionantes da relação dívida/PIB, como impacto da variação cambial e crescimento do PIB nominal.

Estes dados fiscais mais recentes evidenciam uma melhora nas expectativas do mercado (gráfico abaixo) para que esta queda continue nos próximos anos, o que é pré-requisito para acabar com o problema da dominância fiscal e a vulnerabilidade a que o país fica exposto.



Fonte: Banco Central do Brasil – Elaboração Relatório Focus

Assim, pode-se concluir o capítulo dizendo que o regime de *inflation targeting* adotado pelo Brasil nos últimos seis anos, tem se caracterizado pela existência de um regime de câmbio flutuante e política fiscal austera. Durante esse período, o país enfrentou muitos desafios, como o repasse da variação cambial aos preços e a construção de credibilidade. Para enfrentá-los, o Banco Central reagiu fortemente, via alterações na taxa de juros e adoção de uma política altamente transparente. A experiência brasileira, portanto, tem sido um excelente “*stress test*” do regime de metas inflacionárias.

CONCLUSÃO

Ao longo deste trabalho, tentou-se fazer uma avaliação da experiência brasileira com o regime de metas de inflação.

Para tanto, inicialmente, foi visto que as âncoras nominais são restrições impostas à política monetária que visam “ancorar” o nível de preços a um valor pré-determinado e reduzir as expectativas inflacionárias dos agentes da economia. Sob o regime de *exchange rate peg*, os países perdem sua independência na política monetária e ficam vulneráveis a ataques especulativos contra suas moedas. Sob o regime de metas monetárias, é necessário que se tenha a existência de duas condições básicas para seu funcionamento: Primeiro, é fundamental que haja uma relação forte e estável entre as variáveis objetivo (inflação ou PIB nominal) e o agregado monetário (crescimento monetário) e, segundo, é necessário que o Banco Central possa controlar facilmente os diversos agregados monetários estabelecidos como meta. Caso contrário o agregado monetário não será um bom sinalizador das reais intenções dos *policymakers*. Já o regime de *inflation targeting*, segundo Mishkin, possui inúmeras vantagens que podem ser enumeradas dessa forma: (i) maior transparência, facilitando o entendimento por parte do público e agentes econômicos; (ii) Em comparação com o regime de âncora cambial, o *inflation targeting* proporciona uma maior flexibilidade da política monetária, podendo responder a choques internos; (iii) Em contraste com o regime de metas monetárias, não exige uma relação estável entre moeda e inflação: o regime não depende de tal relação, pois utiliza toda a informação disponível para determinar a política monetária. (iv) reduz a pressão que advém da classe política, para que o Banco Central pratique políticas monetárias expansionistas com fins eleitoreiros, pois é função primordial da autoridade monetária zelar pela estabilidade dos preços. Já Svensson conclui que a previsão de inflação do Banco Central para o horizonte correspondente à defasagem de controle se torna uma meta intermediária, e o instrumento de política monetária deve ser determinado de forma a igualar a previsão de inflação à meta. Se a previsão de inflação estiver acima da meta, a taxa de juros deve subir, e vice – versa, sendo a função de reação ótima do Banco Central.

No terceiro capítulo, foi feita uma análise da experiência de alguns países, com o intuito de identificar as principais lições da experiência internacional na adoção *do inflation targeting*. Através da comparação de grupos de países, foi visto que a volatilidade de variáveis, como inflação, crescimento do PIB, taxa de juros e câmbio

nos países emergentes é maior, sendo uma das razões para estes acertarem menos a meta de inflação. Segundo(Fraga, Goldfajn e Minella 2003), a condução da política monetária nesses países enfrenta pelo menos três grandes desafios: i)construir credibilidade, ii)reduzir o nível da inflação e iii) lidar com a dominância fiscal, financeira e externa (*sudden stops*). Chegou-se a conclusão que comunicação com o público e transparência são elementos fundamentais para construir credibilidade e reduzir os custos relacionados às reações do Banco Central aos choques.

No último capítulo foi feita uma análise da experiência brasileira com o regime, onde foi visto este tem se caracterizado pela existência de um regime de câmbio flutuante e política fiscal austera. Foi constatado também que ao longo dos últimos anos, o país enfrentou muitos desafios, como o repasse da variação cambial aos preços e a construção de credibilidade e que para enfrentá-los, o Banco Central reagiu fortemente, via alterações na taxa de juros e adoção de uma política altamente transparente. Além disso, foi visto que existe um esforço por parte do governo em manter a austeridade fiscal, buscando apresentar superávits fiscais consistentes com uma trajetória de redução da dívida/PIB e reduzir o problema da dominância fiscal.

BIBLIOGRAFIA

Banco Central do Brasil, Relatórios de Inflação, várias edições.

Banco Central do Brasil, Atas do Copom, várias edições.

Bernake B. S. Laubach, T Mishkin, F. S. e Posen, A. S. “*Inflation Targeting: Lessons from International Experience*”.

Bogdanski, J., Feritas, P. S., Goldfajn, I. , Tombini, A. A. “*Inflation targeting in Brazil: shocks, backward-looking prices, and IMF conditionality.*” Working Paper 24, Banco Central do Brasil.

Fraga, A., Goldfajn, I. e Minella, A. 2003. “*Inflation Targeting in Emerging Market Economies*”. Working Paper 76, Banco Central do Brasil.

Minella, A., Freitas, P. S., Goldfajn, I. e Muinhos, M. K. 2003. “*Inflation Targeting in Brazil: Constructing Credibility under Exchange Rate Volatility*”. Working Paper 77, Banco Central do Brasil.

Mishkin, F. S. “*From monetary targeting to inflation targeting: lessons from the industrialized countries.*” January 2000a.

Mishkin, F. S. “*International experiences with different monetary policy regimes. February 1999.*” (NBER Working Paper, 6965)

Mishkin, F. S, Savastano, M. A. “*Monetary policy strategies for Latin America. March 2000.*” (NBER Working Paper, 7617)

Mishkin, F. S., Schmidt- Hebbel, K. “*One decade of inflation targeting in the world: what do we know and what do we need to know?*” Jul. 2001. (NBER Working Paper 8397)

SVENSSON, Lars E. O. "*Inflation forecast targeting: implementing and monitoring inflation targets.*" European Economic Review, n. 41, p. 1.111-1.146, 1997c.

