

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

**ANÁLISE CRÍTICA DO REGIME BRASILEIRO DE
METAS PARA A INFLAÇÃO ENTRE 1999 E 2006**

LUIZ FELIPE DA SILVEIRA E SILVA
Matrícula nº: 103078605

ORIENTADOR(A): Prof. João Felipe Cury Marinho Mathias

MARÇO 2009

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

**ANÁLISE CRÍTICA DO REGIME BRASILEIRO DE
METAS PARA A INFLAÇÃO ENTRE 1999 E 2006**

LUIZ FELIPE DA SILVEIRA E SILVA
Matrícula nº: 103078605

ORIENTADOR(A): Prof. João Felipe Cury Marinho Mathias

MARÇO 2009

As opiniões expressas neste trabalho são de exclusiva responsabilidade do(a) autor(a)

Para Ana Cristina, que me ensinou que não existe sonho impossível.
Para Viviane, pelo amor e pela dedicação.

AGRADECIMENTOS

A minha família, pelo amor e pelo incentivo.

Ao professor João Felipe, pela dedicação e pela paciência.

Aos professores e servidores do IE/UFRJ, pela excelência no desempenho de suas funções.

RESUMO

Esta monografia teve por objetivo analisar os resultados do regime brasileiro de metas para a inflação entre 1999 e 2006. Analisaram-se os antecedentes da implementação do regime de metas para a inflação no Brasil, os pressupostos teóricos que fundamentam a proposição do regime como estratégia para a manutenção dos níveis de preço, e os aspectos institucionais e operacionais do regime brasileiro. Conclui-se que o regime não tem sido bem sucedido no objetivo de cumprir as metas de inflação quando o cenário econômico internacional não é favorável e que foi adotada uma estratégia de desinflação muito ousada, dadas as características da economia brasileira, nos primeiros anos em que o regime de metas para a inflação vigorou no Brasil. Para tanto, utilizou-se de revisão bibliográfica, das informações constantes no *site* do BCB e de consultas a bancos de dados de órgãos públicos.

ÍNDICE

INTRODUÇÃO.....	8
CAPÍTULO I – ANTECEDENTES DA IMPLEMENTAÇÃO DO REGIME MONETÁRIO DE METAS PARA A INFLAÇÃO NO BRASIL: O PLANO REAL.....	11
I.1 – O PLANO REAL: CONCEPÇÃO E PRÁTICA.....	11
I.1.1 – <i>As duas primeiras fases do Plano Real: ajuste fiscal e reforma monetária.....</i>	<i>11</i>
I.1.2 – <i>A terceira fase: do regime de metas monetárias ao regime de metas cambiais.....</i>	<i>14</i>
I.1.2.1 – <i>O regime de metas monetárias.....</i>	<i>14</i>
I.1.2.2 – <i>O regime de metas cambiais.....</i>	<i>15</i>
I.2 – UMA BREVE ANÁLISE DO PLANO REAL.....	17
I.2.1 – <i>O sucesso da estabilização de preços.....</i>	<i>18</i>
I.2.2 – <i>Conseqüências do Plano Real: crise fiscal e desequilíbrio externo.....</i>	<i>19</i>
I.3 – O FIM DO REGIME DE METAS CAMBIAIS.....	22
CAPÍTULO II – O REGIME MONETÁRIO DE METAS PARA A INFLAÇÃO: TEORIA E IMPLEMENTAÇÃO NO BRASIL.....	24
II.1 – O REGIME DE METAS PARA A INFLAÇÃO: TEORIA.....	24
II.1.1 – <i>Hipóteses do modelo novo-clássico.....</i>	<i>24</i>
II.1.2 – <i>As implicações das hipóteses do modelo novo-clássico.....</i>	<i>27</i>
II.2 – IMPLEMENTAÇÃO DO REGIME MONETÁRIO DE METAS PARA A INFLAÇÃO NO BRASIL.....	29
II.2.1 – <i>A busca por uma âncora nominal para a economia brasileira: o regime de metas para a inflação...30</i>	<i>30</i>
II.2.1.1 – <i>Aspectos institucionais do regime brasileiro de metas para a inflação.....</i>	<i>33</i>
II.2.1.2 – <i>Aspectos operacionais do regime brasileiro de metas para a inflação.....</i>	<i>37</i>
CAPÍTULO III – ANÁLISE DOS RESULTADOS DO REGIME BRASILEIRO DE METAS PARA A INFLAÇÃO ENTRE 1999 E 2006.....	40
III.1 – O DESEMPENHO DO REGIME BRASILEIRO DE METAS PARA A INFLAÇÃO ENTRE 1999 E 2006.....	41
III.1.1 – <i>O ano de 1999.....</i>	<i>41</i>
III.1.2 – <i>De 2000 a 2003.....</i>	<i>42</i>
III.1.3 – <i>De 2004 a 2006.....</i>	<i>52</i>
III.2 – ANÁLISE DO REGIME BRASILEIRO DE METAS PARA A INFLAÇÃO ENTRE 1999 E 2006.....	57
CONCLUSÃO.....	64
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	66

INTRODUÇÃO

Após uma década de tentativas frustradas de estabilização dos níveis de preço, consubstanciadas em cinco planos econômicos*, o Brasil obteve sucesso. O Plano Real, implementado no país durante o primeiro semestre de 1994, reduziu significativamente os principais índices de inflação calculados no Brasil a partir do segundo semestre de 1994, e os manteve em trajetória de queda até 1998.

A manutenção da taxa de câmbio artificialmente valorizada, aliada à abertura comercial e financeira, que havia sido iniciada no início da década de 1990, foram os dois principais fatores responsáveis pela estabilização dos níveis de preço na economia brasileira. A taxa de câmbio era mantida valorizada por meio de uma política monetária extremamente restritiva, que reprimia o consumo e o investimento, mantendo a demanda agregada em níveis compatíveis com as baixas taxas de inflação verificadas no período.

Dessa forma, o regime de câmbio fixo, implementado na última fase do Plano Real, proporcionou uma âncora nominal para a economia brasileira. A âncora nominal contribuiu de forma significativa para a coordenação das expectativas dos agentes econômicos e para o balizamento da formação de preços.

O balanço de pagamentos do Brasil refletiu os resultados da sobrevalorização cambial. A balança comercial e a balança de serviços acumularam déficits nos anos que se seguiram à implementação do Plano. Em 1998, o déficit em conta corrente chegou a US\$ 33,4 bilhões. A política monetária restritiva contribuiu significativamente para atrair os capitais externos necessários para equilibrar o balanço de pagamentos.

Entre o final de 1994 e o ano de 1998, o mercado financeiro internacional foi afetado por três crises importantes, a do México (1994-1995), a do sudeste asiático (1997) e a russa (1998). E a estratégia de financiar os desequilíbrios do balanço de pagamentos por meio do aumento da taxa de juros, que havia funcionado nas crises anteriores, não funcionou após a crise russa. Havia acabado a disposição do mundo em financiar déficits externos em conta corrente da ordem de US\$ 30 bilhões por ano.

* Planos Cruzado, Bresser, Verão, Collor I e Collor II.

Assim, diante de uma intensa fuga de capitais, o Brasil ficou sem opção, e a desvalorização cambial foi imposta pelas circunstâncias. A significativa redução das reservas cambiais alijou a capacidade do Banco Central do Brasil (BCB) de intervir no mercado cambial. Então, em meados de janeiro de 1999, o regime câmbio brasileiro, que servia de âncora nominal para a economia, foi flexibilizado.

Após a flexibilização do regime cambial, o real sofreu forte desvalorização, que se refletiu nos índices de inflação e nas expectativas dos agentes econômicos, que já trabalhavam com expectativas de expressiva deterioração dos fundamentos macroeconômicos do país. A situação necessitava de medidas urgentes por parte do governo para que a estabilidade dos níveis de preço, conquistada após a implementação do Plano Real, não fosse perdida.

Dessa forma, já no início de março de 1999, a nova diretoria do BCB, mesmo que informalmente, implementou a sistemática do regime monetário de metas para a inflação no Brasil. O objetivo era dotar novamente a economia brasileira de uma âncora nominal que fosse capaz de coordenar as expectativas dos agentes e balizar a formação de preços. A partir daquele momento, o comportamento da autoridade monetária passou a pautar-se pelo comprometimento com o controle dos níveis de preço.

A monografia baseia-se nas hipóteses de Modenesi (2005), de que quando a economia brasileira é afetada por choques, notadamente os de ordem externa, a autoridade monetária tem dificuldades em manter a inflação dentro dos limites estabelecidos pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) e de que o CMN adotou uma estratégia de desinflação muito ousada nos primeiros anos do regime. Seu objetivo é analisar por que, apesar de ter proporcionado uma nova âncora nominal para a economia, o regime de metas para a inflação, que passou a vigorar no Brasil em 1999, não foi capaz de cumprir as metas de inflação fixadas pelo CMN em alguns anos entre 1999 e 2006.

Com o objetivo de responder à questão colocada acima, organizou-se este trabalho em três capítulos. O primeiro capítulo trata dos antecedentes da implementação do regime de metas para a inflação no Brasil: o Plano Real e seu sucesso em estabilizar a inflação por meio da âncora cambial. O segundo capítulo trata da fundamentação teórica que sustenta a proposição prática, ou seja, de política econômica, do regime de metas para a inflação como estratégia para a manutenção do nível de preços. O capítulo aborda também o histórico da implementação do regime de metas para a inflação no Brasil e seus aspectos institucionais e

operacionais. O terceiro capítulo apresenta o desempenho do regime de metas para a inflação no Brasil entre 1999 e 2006, bem como analisa seus resultados.

Para tanto, utilizou-se de consulta bibliográfica a livros, artigos e outros trabalhos acadêmicos. As informações disponibilizadas no *site* do BCB, como atas do Comitê de Política Monetária (COPOM), relatórios trimestrais de inflação, relatórios anuais do BCB, cartas abertas enviadas ao Ministro de Estado da Fazenda, notas técnicas do BCB e trabalhos para discussão também foram utilizados. Por fim, também foram feitas consultas, via *Internet*, aos bancos de dados do BCB, do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) e do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA) para a obtenção de informações necessárias à realização do trabalho.

CAPÍTULO I – ANTECEDENTES DA IMPLEMENTAÇÃO DO REGIME MONETÁRIO DE METAS PARA A INFLAÇÃO NO BRASIL: O PLANO REAL

Este capítulo apresentará um breve histórico sobre a implementação do Plano Real no Brasil. O sucesso da estabilização dos níveis de preço conquistada pelo Plano e as conseqüências geradas pelas políticas adotadas pelo governo para garantir esse objetivo também serão tratados.

1.1 – O Plano Real: concepção e prática

O Plano Real foi concebido em três fases, conforme Exposição de Motivos Interministerial 205, de 30 de junho de 1994, a saber: i) ajuste fiscal, uma vez que o desequilíbrio das contas públicas era considerado a principal causa da inflação brasileira pelo Programa de Estabilização Econômica; ii) criação de um novo padrão de valor, a Unidade Real de Valor (URV), com o objetivo de proporcionar aos agentes econômicos uma fase de transição para a estabilidade de preços, resgatando a função de unidade de conta estável da moeda; e iii) a transformação dessa nova unidade de conta em moeda – o real –, com a criação das regras para sua emissão e lastreamento, com o objetivo de garantir sua estabilidade.

1.1.1 – As duas primeiras fases do Plano Real: ajuste fiscal e reforma monetária

A primeira fase do plano consistia em dois esforços de ajuste fiscal, o Programa de Ação Imediata (PAI), que havia sido aprovado em maio de 1993, e o Fundo Social de Emergência (FSE), aprovado em fevereiro de 1994. (Castro, 2005)

O PAI estabelecia medidas que tinham como objetivo o equacionamento das dívidas de estados e municípios para com a União, a redução e a maior eficiência dos gastos do governo federal, o combate à sonegação, o saneamento dos bancos estaduais e federais e a ampliação do Programa Nacional de Desestatização (PND).

O FSE¹ configurava-se como um mecanismo transitório de desvinculação das receitas da União com vistas a atenuar a excessiva rigidez dos gastos imputada pela Constituição de 1988. Com a promulgação da Carta Política, houve um aumento do volume de receitas da União diretamente vinculadas a determinados gastos – principalmente saúde e educação –, de forma que o FSE foi utilizado como um instrumento para se obter mais liberdade na condução da política fiscal pelo governo, possibilitando o equilíbrio orçamentário por meio do controle e até mesmo da diminuição de despesas.

O Plano Real inovou em relação aos seus precursores² ao estabelecer o ajuste fiscal como condição para o fim da alta inflação. Na Exposição de Motivos 205 pode-se perceber esse entendimento: “A consistência desses resultados fiscais [do ano de 1993 e do primeiro trimestre de 1994] e a firmeza da vontade política para reiterá-los constituem o verdadeiro alicerce sobre o qual a nova moeda vem agora se assentar”.

Bacha (1994) defendia que, dadas as idiosincrasias de sua economia, ocorria no Brasil o efeito Tanzi às avessas³, que se configurava como uma relação inversa entre déficit fiscal e taxa de inflação. Subavaliava-se a previsão de inflação quando da apresentação da proposta orçamentária, o que reduzia o valor real das despesas executadas pela União; já as receitas eram indexadas, o que garantia que seu valor real não fosse corroído pela inflação. Um outro artifício utilizado pelo governo era o atraso na liberação das despesas, também visando a reduzir seu valor real.

Nesse contexto que se insere a reforma fiscal defendida no Programa de Estabilização Econômica. O mecanismo que funcionava para o ajuste das contas públicas na fase de alta inflação funcionava de forma oposta quando da contenção do processo inflacionário, havendo um aumento do valor real das despesas da União. Assim, segundo os formuladores do programa, se não houvesse o ajuste das contas públicas, consubstanciado no PAI e no FSE, o sucesso do Plano Real estaria ameaçado pela deterioração fiscal ocasionada pela queda abrupta da inflação.

Após neutralizar a principal causa da inflação, o desequilíbrio das contas públicas, o passo seguinte a ser dado seria a busca pela redução da inércia inflacionária. A segunda fase do programa, que vigorou de março a junho de 1994, teve como principal objetivo eliminar a inércia inflacionária existente na economia brasileira por meio de uma reforma monetária

¹ Apesar do caráter “emergencial” do fundo, ele sobrevive até hoje, atualmente com o nome de Desvinculação das Receitas da União (DRU).

² Planos Cruzado (1986), Bresser (1987), Verão (1989), Collor I (1990) e Collor II (1991).

³ Também conhecido como Efeito Bacha.

baseada na proposta da moeda indexada, com a criação de uma unidade de conta que proporcionasse aos agentes econômicos uma fase de transição para a estabilidade de preços.

O prolongado período e a intensidade do processo inflacionário brasileiro geraram um amplo e complexo sistema de indexação de preços e rendimentos. Por um lado, isso era bom na medida em que amenizava a perda de renda real dos agentes econômicos, mas, por outro lado, dificultava a interrupção do processo inflacionário em razão de seu elevado componente inercial. Para Modenesi, “(...) o processo inflacionário brasileiro tornou-se um fenômeno autônomo, que não era causado por excesso de demanda ou por choques negativos de oferta, mas, sim, pela indexação de preços e rendimentos” (2005: 304).

Para Bacha, um dos formuladores do Plano Real,

A principal finalidade da segunda etapa do Plano era alinhar os preços relativos mais importantes da economia, uma vez que a existência de contratos indexados com datas de reajustes diferentes implicava uma grande dispersão desses preços a cada momento, com alguns deles tendo sido reajustados recentemente e outros apresentando uma grande defasagem. Em tais circunstâncias, uma súbita interrupção do processo inflacionário surpreenderia alguns preços no seu valor de pico e outros no vale. Tal desalinhamento tenderia a impor pressões inflacionárias adicionais, na medida em que cláusulas de reajuste prévias continuariam a forçar para cima os preços defasados. (1995: 9)

A segunda fase do Plano foi posta em prática a partir da criação da URV, que visava a alinhar os preços relativos da economia, bem como funcionaria como um coordenador das expectativas inflacionárias. Desse modo, o novo padrão de valor se integrou ao sistema monetário nacional com sua cotação baseada diariamente na perda do poder de compra do cruzeiro real. Cabe salientar ainda, que a URV não era uma moeda, pois funcionava tão-somente como unidade de conta, não possuindo as funções de reserva de valor e meio de troca.

A partir daí, ficou estabelecido que os novos contratos passariam a ser cotados em URV, havendo a possibilidade da conversão dos já em vigor. Houve a proibição de cláusulas de reajuste com periodicidades inferiores a um ano e os salários foram compulsoriamente convertidos em URV pela média do valor real dos quatro meses anteriores.

A reforma monetária, que configurava a segunda fase do Plano, encerrou-se em 1º de julho de 1994 por meio da transformação da URV em real. O real possuía as três funções básicas da moeda: unidade de conta, reserva de valor e meio de troca, sendo, portanto, uma

moeda plena. O cruzeiro real foi convertido em real à taxa de CZ\$ 2.750 para R\$ 1, que era quanto valia uma URV em 30 de junho de 1994.

I.1.2 – A terceira fase: do regime de metas monetárias ao regime de metas cambiais

Em contraste com as duas primeiras fases do Plano Real, a terceira etapa não foi tão bem planejada, de forma que houve bastantes divergências entre a sua concepção (a Medida Provisória 542, de 30 de junho de 1994) e a sua prática. Para Castro,

(...) enquanto as duas fases iniciais do Real foram extremamente bem elaboradas e envolveram longo debate acadêmico, a terceira apresentou um conjunto de medidas superpostas. Nesse sentido, (...) a experiência de desindexação brasileira: "... foi um pulo sobre um barranco cuja extremidade oposta estava obscurecida por nuvens", como lembrado por Bresciani-Turroni, (...) a propósito do ocorrido na Alemanha na década de 1920. (2005: 156)

A terceira fase, que foi de julho de 1994 a janeiro de 1999, foi concebida como um regime de âncora monetária, porém esse regime só durou três meses. Posteriormente foi implementado o regime de metas cambiais, que vigorou até a crise cambial de 1999.

I.1.2.1 – O regime de metas monetárias

A Medida Provisória (MP) que inaugurou a terceira fase do Plano, além de dar curso legal ao real, criou as regras para sua emissão e lastreamento, com o objetivo de garantir sua estabilidade. A MP continha um conjunto de medidas sobrepostas e inconsistentes entre si, algumas delas eram: i) o lastreamento da base monetária em reservas cambiais na paridade fixa de R\$ 1 por US\$ 1, com autorização para o Conselho Monetário Nacional (CMN) alterá-la; ii) a adoção de metas trimestrais para a base monetária até março de 1995, podendo as metas serem revistas em até 20% pelo CMN; e iii) a introdução de mudanças no funcionamento do CMN, com vistas a aumentar a independência do Banco Central. (Castro, 2005)

Apesar de ter estabelecido um lastro em reservas internacionais para o real, o governo não garantiu a conversibilidade entre o real e o dólar, o que retirava credibilidade da medida. Uma outra questão importante diz respeito a remonetização da economia: em períodos de alta

inflação, os agentes econômicos reduzem a quantidade de moeda em seu poder. Com a redução da inflação, em função do Plano, sabia-se que haveria um aumento da quantidade de moeda em poder do público, mas não qual seria a sua magnitude, e o fato de se ter vivido um longo período com alta inflação dificultava ainda mais a sua estimação. Dessa forma, o risco de as metas monetárias estabelecidas pela MP serem ultrapassadas era bastante alto.

Por último, a MP continha uma grave inconsistência teórica de acordo com os resultados previstos pelo modelo Mundell-Fleming, ao estabelecer simultaneamente âncoras monetária e cambial em uma economia com mobilidade de capitais. Assim, poucos dias depois da publicação da MP, foi esclarecido que o real adotaria um regime de metas monetárias e câmbio flutuante. O Banco Central somente interviria no mercado de câmbio quando a paridade entre o real e o dólar fosse igual a um, estabelecendo-se assim uma banda cambial assimétrica, uma vez que a paridade só poderia flutuar livremente abaixo desse teto. Segundo Castro,

Em termos rigorosos, nenhuma das medidas previstas pela MP citada foi integralmente mantida na terceira fase do Plano: nem as metas monetárias, nem o lastro, nem a tentativa de fazer mudanças no CMN na direção de uma maior autonomia ao Banco Central, ou mesmo a manutenção de uma paridade fixa do dólar em relação ao limite superior da banda. A política de câmbio livre para baixo – ou seja, apenas com um teto para a cotação do dólar – adotada após a emissão do real, durou apenas três meses. Nestes, o Banco Central se absteve de intervir no mercado de câmbio, ao mesmo tempo em que procurava, em vão, cumprir metas monetárias rígidas. (2005: 157)

O regime de metas monetárias foi abandonado já em outubro de 1994, entre outras razões, em consequência de seu insucesso. Foi adotado, a partir de então, o regime de metas cambiais, que durou até janeiro de 1999.

I.1.2.2 – O regime de metas cambiais

A aplicação da terceira fase do Plano Real, a partir de outubro de 1994, não se baseou exclusivamente na adoção de uma âncora cambial. Fator de grande relevância foi a intensificação do processo de abertura comercial e financeira que havia começado no governo Collor. Pode-se dizer que, nesse momento houve uma reorganização do papel exercido pelo setor externo na economia brasileira.

Conforme salientou Franco, “The third crucial element of the Real Plan was the very aggressive approach towards opening the economy or, in broader terms, towards redefining the macroeconomics of the external sector in Brazil” (1996: 10).

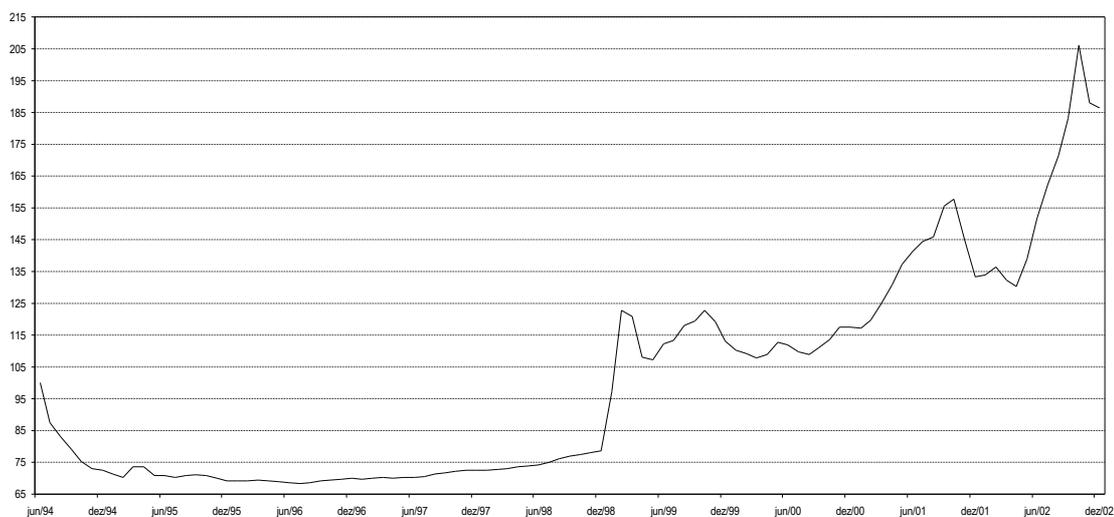
Dado o contexto apresentado, observou-se que grande parcela da demanda interna deslocou-se para os produtos importados, o que resultou em uma enorme dificuldade para o setor produtivo doméstico formar seus preços livremente. Dessa forma, os produtores nacionais, a fim de se manterem competitivos no mercado, tiveram que reduzir preços, uma vez que o consumidor tendia a adquirir o bem importado em detrimento do nacional. Segundo Franco,

With the opening of the economy, competition had its effect felt to an overwhelming extent. The discovery of high quality imported products raised consumer awareness to their powers to suppress spurious inflationary pressures with the help of the law of supply and demand. (1996: 13)

A principal causa da realidade acima apresentada é justificada pela abertura econômica sem precedentes ocorrida na economia brasileira concomitantemente a uma política monetária que mantinha o real artificialmente sobrevalorizado. Vale lembrar que liberdade comercial e taxa de câmbio que garanta maior competitividade aos produtos importados em relação aos produzidos no mercado interno são imprescindíveis para que o regime de âncora cambial exerça efeito depressivo sobre o nível de preços doméstico. A conjugação dessas duas políticas tende a deslocar parte da demanda doméstica para os produtos importados o que, primeiramente, exerce uma pressão para a redução dos preços dos bens comercializáveis internacionalmente que, posteriormente, estende-se para os bens não comercializáveis, contribuindo diretamente para a estabilidade de preços.

No Brasil ocorreu exatamente o que foi explicado acima durante todo o período da terceira fase do Plano Real: as aberturas comercial e financeira foram se intensificando ao longo do tempo e o real foi mantido sobrevalorizado – mesmo que com uma redução progressiva do grau de sobrevalorização –, com o objetivo de tornar as importações mais competitivas, o que colaborou para estabilizar o nível de preços doméstico. O gráfico I.1 mostra a sobrevalorização do real no período.

Gráfico I.1 – Taxa de câmbio real (IPCA) em relação ao dólar
De junho de 1994 a dezembro de 2002, com base 100 em junho de 1994



Fonte: Banco Central do Brasil.

Vale dizer, entretanto, que a flexibilização progressiva do nível de sobrevalorização da taxa de câmbio ocorria à medida que se intensificava o processo de estabilização do nível de preços na economia e que pioravam as condições de liquidez internacional, devido às diversas crises ocorridas no período⁴.

Assim, a despeito de ter sofrido algumas modificações ao longo do tempo, pode-se dizer que a política de âncora cambial manteve-se inalterada desde a entrada em vigor do Plano Real até a crise cambial de 1999. Nesse período, o real foi mantido artificialmente sobrevalorizado em relação ao dólar com o objetivo principal de manter controlado o nível geral de preços da economia brasileira.

1.2 – Uma breve análise do Plano Real

Neste tópico se analisará, brevemente, os esforços do Plano Real a fim de atingir a estabilização dos níveis de preço da economia brasileira. Tratar-se-ão do sucesso da estabilização e das conseqüências geradas pelas políticas adotadas pelo governo para atingir esse objetivo.

⁴ Crises do México (1994-1995), do sudeste asiático (1997) e Russa (1998).

I.2.1 – O sucesso da estabilização de preços

O Plano Real foi inequivocamente um sucesso como estratégia de estabilização de preços após uma década de tentativas frustradas de estabilização consubstanciadas nos seis planos econômicos implementados no Brasil desde 1986.

Os principais índices de inflação do país caíram significativamente a partir do segundo semestre de 1994, mantendo-se em uma trajetória de queda até 1998, como mostra a tabela I.1.

Tabela I.1 – Variação de índices de preço selecionados no período
%, de 1993 a 1998

Período	IGP-DI / FGV	IPC / FIPE	INPC / IBGE	Média
1993	2.708,3	2.490,9	2.489,1	2.562,8
jan./jun.-1994	763,12	780,18	759,15	767,48
jul./dez.-1994	16,97	18,30	19,81	18,36
1995	14,78	23,17	21,98	19,98
1996	9,34	10,03	9,12	9,50
1997	7,48	4,82	4,34	5,55
1998	1,70	-1,79	2,49	0,80

Fonte: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada.

Conforme já analisado anteriormente, pode-se afirmar que a abertura comercial aliada à manutenção do real artificialmente sobrevalorizado foram os dois principais fatores responsáveis pela estabilização do nível de preços na economia brasileira. Esses dois fatores tornavam os bens produzidos no país mais caros relativamente aos importados, de forma que considerável parcela dos consumidores optava pelos produtos importados, o que gerava uma pressão baixista sobre o preço dos produtos nacionais.

A queda inflacionária observada no período não é explicada unicamente pela âncora cambial, mas também pela implementação de uma política monetária extremamente restritiva, que ajudou a reprimir o consumo e o investimento, mantendo a demanda agregada em níveis compatíveis com as baixas taxas de inflação do período.

É importante destacar que a sobrevalorização cambial do real refletiu-se de forma negativa sobre as contas externas do país. Influenciou negativamente a balança comercial e de serviços, aumentando extraordinariamente o déficit em conta corrente no período. A política

monetária restritiva contribuiu significativamente para atrair os capitais externos necessários para equilibrar o balanço de pagamentos.

Dentre os efeitos positivos advindos do Plano Real, além do controle da inflação, pode-se destacar o alongamento dos prazos dos contratos. Tal consequência deveu-se ao fato de que, com a adoção da âncora cambial, houve uma drástica redução da inflação, o que fez aumentar a credibilidade da política monetária.

Por fim, acrescenta-se que a alta inflação gera o imposto inflacionário. Este se define como a redução do poder de compra como consequência de altas taxas inflacionárias. Trata-se de um imposto regressivo, uma vez que tende a onerar de forma relativa a renda dos indivíduos. Assim sendo, os agentes econômicos de mais baixa renda, que não têm acesso aos ativos financeiros indexados, são os mais afetados. A estabilização, ao neutralizar o imposto inflacionário, gerou uma redução dos níveis de pobreza ao elevar a renda real das camadas de mais baixa renda.

I.2.2 – Conseqüências do Plano Real: crise fiscal e desequilíbrio externo

Do ponto de vista da estabilização de preços, é inegável o sucesso do Plano Real. Diferentemente dos outros planos de estabilização que vigoraram no Brasil desde meados da década anterior, que meses depois de sua implementação a inflação voltava ainda mais forte, as taxas de inflação anual caíram continuamente entre 1995 e 1998. Entretanto, concomitantemente à queda da inflação, a gestão macroeconômica deixava de lado duas questões de suma importância: um crescente desequilíbrio externo e uma crise de natureza fiscal.

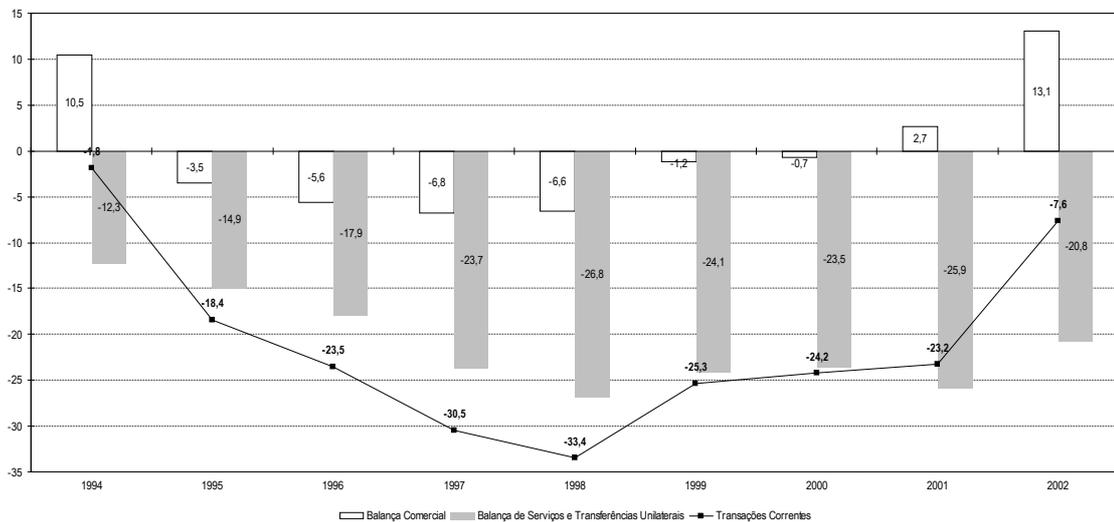
O crescente desequilíbrio externo apresentado no período era configurado pela conjugação de dois fatores: i) o grande aumento das importações, ocorrido em função da abertura comercial que vinha sendo implementada desde o governo Collor; ii) somado a um aumento pouco expressivo das exportações, uma vez que o real esteve sobrevalorizado durante todo esse período, o que encarecia o produto nacional no exterior. Segundo Giambiagi,

Além da piora da conta corrente associada ao comportamento da Balança Comercial, o financiamento do próprio déficit em conta corrente a partir de 1995 gerou um efeito de realimentação dos desequilíbrios. Como estes eram

financiados com novo endividamento externo e com a entrada de capitais na forma de investimento direto estrangeiro (IDE), a acumulação de estoques de passivos externos – dívida ou estoque de capital no país – implicava pagamentos crescentes de juros e de lucros e dividendos. O resultado é que o déficit de serviços e rendas praticamente dobrou no primeiro governo FHC. (2005: 170)

Em resumo, a combinação de uma âncora cambial – que resultou na sobrevalorização do real por um longo período – com liberalização comercial e financeira se mostrou incompatível com a estrutura da economia brasileira. As políticas adotadas provocaram uma enorme fragilidade externa, reduzindo a resistência do país a fatores desestabilizadores e a choques externos (ver gráfico I.2).

Gráfico I.2 – Transações Correntes, Balança Comercial e Balança de Serviços
Em US\$ bilhões, de 1994 a 2002



Fonte: Banco Central do Brasil.

As crises cambiais da segunda metade da década de 1990 foram tornando mais frágil a convenção de estabilidade que ainda vigorava em relação à economia brasileira. Com a crise russa, houve a quebra da convenção de estabilidade. Dessa forma, a repetição da política de aumento de juros e a promessa de um pacote fiscal não funcionaram. Como explica Goldfajn,

Instead of attracting capital, the strategy this time induced capital outflows. The reason was that the fiscal package was not credible and the higher interest rates increased nominal fiscal deficits and raised fears of a sovereign default. As a consequence, large withdrawals followed and the currency came under pressure. (2000 *apud* Mathias, 2003: 199-200)

Em outras palavras, dessa vez a estratégia não funcionou, uma vez que o aumento dos juros só agravaria o risco de um calote das dívidas externa e interna. A evolução da relação dívida pública/PIB no período pode ser observada na tabela I.2.

Tabela I.2 – Dívida líquida do setor público (com privatizações)
% do PIB, de dezembro de 1994 a dezembro de 1998

dez./1994	dez./1995	dez./1996	dez./1997	dez./1998
30,4	30,8	33,2	34,3	41,7

Fonte: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada.

Conforme exposto acima, o segundo grande problema do período de implementação do Plano Real (1995-1998) foi a crise fiscal que surgiu após a estabilização do nível de preços. A crise pode ser explicada por dois fatores: i) um elevado déficit primário consolidado do setor público, como Bacha previu que poderia acontecer após a estabilização; e ii) uma política monetária excessivamente restritiva, que vigorou durante todo o período com o objetivo de manter a economia pouco aquecida e de atrair capitais externos para equilibrar o balanço de pagamentos. Segundo Giambiagi,

Entre 1994 e 1998, o setor público sofreu uma piora primária da ordem de cinco pontos percentuais do PIB. O peso dos juros ao longo do tempo decorreu, por um lado, da taxa de juros real – que, deflacionando a taxa de juros básica (Selic) pelo IPCA, foi de 22%, em média, nos quatro anos 1995-1998 – e, por outro, do fato de que as taxas de juros incidiam no começo do Plano Real sobre uma dívida pública equivalente a 30% do PIB e passaram depois a ser aplicadas a uma dívida progressivamente crescente. Há que frisar também que a política econômica se defrontou com um problema clássico dos programas de estabilização: a falta de um “alicerce”, representado pela política fiscal. Sem a ajuda desta, o êxito do real dependeu quase que exclusivamente do rigor da política monetária, e os juros tiveram um papel crucial para preservar o Plano. (2005: 174-175)

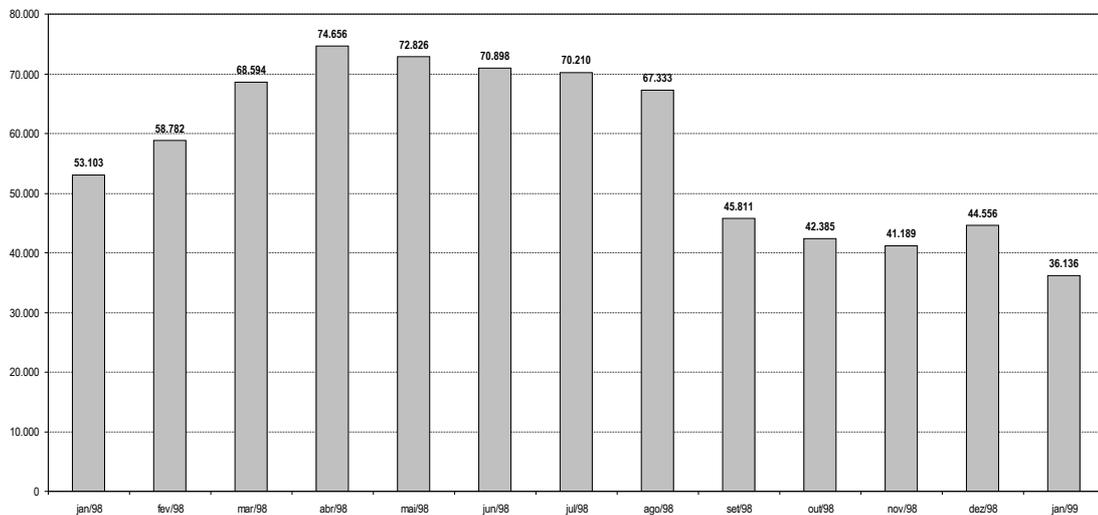
Com a estabilização, a continuidade da forma com se produzia o orçamento – com as despesas superando em muito as receitas, porém, sem a inflação para realizar o ajuste – fez com que a relação dívida pública/PIB crescesse durante todo o período. A venda de ativos via PND, que gerou receitas extraordinárias⁵ atenuou temporariamente o crescimento da relação dívida pública/PIB. Entretanto, cabe frisar que se tratava de receita limitada, visto que, em algum tempo, todos os ativos estariam vendidos. Com a crise russa, os ajustes que o governo tencionava fazer nos próximos anos tiveram de ser feitos imediatamente.

⁵ Receitas extraordinárias visto que eram transitórias, advindas da venda de ativos e não da arrecadação de tributos – estas, receitas ordinárias.

I.3 – O fim do regime de metas cambiais

Após a crise russa, houve o rompimento da convenção de estabilidade que mantinha o regime de cambial brasileiro desde 1994. As reservas cambiais, que vinham se reduzindo desde abril de 1998, caíram mais de US\$ 20 bilhões de agosto para setembro, mês em que o governo russo deixou o câmbio flutuar. O gráfico I.3 apresenta os dados de reservas internacionais do Brasil no período. (Mathias, 2003: 195-207)

Gráfico I.3 – Reservas internacionais
Conceito de liquidez, de janeiro de 1998 a janeiro de 1999



Fonte: Banco Central do Brasil.

Nem o acordo firmado com o Fundo Monetário Internacional (FMI), que disponibilizou US\$ 41,5 bilhões em novembro de 1998 ao Brasil, foi capaz de alterar o humor dos investidores. Havia se esgotado a disposição do resto do mundo em financiar déficits em conta corrente da ordem de US\$ 30 bilhões por ano (ver gráfico I.2).

O acordo previa a geração de superávits comerciais, diminuição das despesas do governo com juros da dívida, superávits primários das contas públicas e a aprovação de reformas estruturais. Entretanto, é importante destacar que o acordo não previa mudanças na política cambial, de forma que o regime monetário de âncora cambial deveria ser mantido.

Mesmo assim, não se alterou a percepção da iminência de uma desvalorização cambial no Brasil por parte dos agentes do mercado. De forma que a fuga de capitais continuou, com o

objetivo de trocar reais por dólares antes de uma desvalorização cambial ou da adoção de algum tipo de controle de capitais.

Assim, apesar da defesa do regime cambial nas crises anteriores, o governo ficou sem opção, e a desvalorização cambial foi imposta pelas circunstâncias. A substancial redução no volume de reservas inegavelmente alijou a capacidade do Banco Central de intervir no mercado de câmbio.

No dia 13 de janeiro de 1999, o governo substituiu Gustavo Franco – o maior defensor do regime monetário de âncora cambial – por Francisco Lopes na presidência do Banco Central. No mesmo dia, houve uma desvalorização cambial da ordem de 10% com o objetivo de deter o processo de fuga de capitais. Na verdade, essa desvalorização só serviu para que o investidor tivesse mais dois dias para converter reais em dólares a uma taxa de câmbio fixa, pois no dia 15 o governo deixou o câmbio flutuar⁶. Segundo Modenesi,

(...) pode-se afirmar que a mudança do sistema cambial não foi uma opção deliberada de política econômica. Isto é, os formuladores da política econômica da época não mudaram de idéia ou passaram a reconhecer que sua excessiva cautela na flexibilização do sistema cambial era infundada. Ao contrário, essa decisão teve caráter eminentemente pragmático: o sistema cambial se tornara completamente insustentável e, portanto, teria que ser flexibilizado, independentemente da consolidação do processo de estabilização. (2005: 358-359)

Mas, para os formuladores da política econômica no Brasil, a existência de uma âncora nominal era de suma importância para a manutenção da estabilidade do nível de preços. Assim, com o fim do regime de âncora cambial, dever-se-ia adotar uma outra âncora nominal que fosse capaz de coordenar as expectativas de inflação e que balizasse a formação de preços, a fim de garantir a estabilidade do nível preços.

⁶ Conforme Comunicados do BCB n. 6.563, de 15 de janeiro de 1999 (sexta-feira), e n. 6.565, de 18 de janeiro de 1999 (segunda-feira).

CAPÍTULO II – O REGIME MONETÁRIO DE METAS PARA A INFLAÇÃO: TEORIA E IMPLEMENTAÇÃO NO BRASIL

O regime monetário de metas para a inflação é derivado de uma concepção de funcionamento da economia desenvolvida na década de 1980 que ficou conhecida na história do pensamento econômico como escola novo-clássica. A adoção do regime é a principal proposição prática, ou seja, de política econômica, do modelo novo-clássico.

O regime de metas para a inflação vem sendo adotado por um número cada vez maior de países desde a última década do século XX, começando com a Nova Zelândia, em 1990. O Brasil adotou o regime de metas para a inflação em julho de 1999, após a crise cambial de janeiro do mesmo ano, que culminou com o fim do regime de câmbio fixo que vinha sendo adotado desde a implementação do Plano Real em meados de 1994.

II.1 – O regime de metas para a inflação: teoria

Nesta seção, analisar-se-ão as hipóteses do modelo novo-clássico, que implicam a ineficácia da política monetária e a existência de um viés inflacionário. A seção termina com as conseqüentes prescrições de política monetária para a solução desses problemas.

II.1.1 – Hipóteses do modelo novo-clássico

Neste tópico serão analisados os quatro pressupostos teóricos do modelo novo-clássico que formam a base de sustentação para a proposição do regime de metas para a inflação como a política econômica que deve ser adotada pelos *policy makers*. São eles: (i) a hipótese da existência de uma taxa natural de desemprego; (ii) a hipótese das expectativas racionais; (iii) as hipóteses sobre a oferta agregada; e (iv) a hipótese de equilíbrio contínuo dos mercados de bens, serviços e fatores de produção.

Friedman (1968) desenvolveu a hipótese da existência de uma taxa natural de desemprego na economia. Segundo a teoria, a taxa natural de desemprego é determinada por fatores reais e, na ausência de intervenções monetárias, a taxa de desemprego da economia converge para a sua taxa natural.

A existência de uma taxa natural de desemprego é garantida pela hipótese de flexibilidade dos salários nominais. Assim, se a taxa de desemprego estiver acima de sua taxa natural é porque há excesso de oferta de trabalho, que resultará em uma redução dos salários nominais até o ponto em que o mercado se equilibre; o inverso também é válido. Dessa forma, existe apenas um ponto que equilibra o mercado de trabalho, sobre o qual a economia tende a repousar, a taxa natural de desemprego.

Assim, segundo a hipótese da existência de uma taxa natural de desemprego, a adoção de políticas com o objetivo de reduzir o desemprego e de estimular o produto no curto prazo só é capaz de desviá-los temporariamente. No longo prazo, o desemprego tende a sua taxa natural e o produto para o seu nível potencial, de forma que o único resultado desse tipo de política é o aumento do nível de preços.

Outra hipótese do modelo novo-clássico diz respeito à forma como os agentes econômicos formam suas expectativas. Sustenta-se que os agentes econômicos maximizam a utilização de todas as informações disponíveis ao formarem suas expectativas, pressuposto teórico que ficou conhecido como expectativas racionais. Para Sargent (1981) *apud* Modenesi,

As expectativas com relação à inflação são, por hipótese, endógenas ao sistema de uma maneira muito particular: elas são formadas de uma maneira “racional” no sentido dado por Muth – isso significa que as expectativas das pessoas não são sistematicamente piores do que as previsões dos modelos econômicos. Isso leva a supor que as expectativas das pessoas dependem, de uma maneira correta, das mesmas coisas que a teoria econômica prevê. (2005: 141)

Porém, isso não significa que a expectativa de inflação seja igual à inflação ocorrida de fato, mas que a expectativa de inflação não é enviesada. Como os agentes econômicos não têm acesso a todas as informações disponíveis, pode haver erros de previsão. No entanto, os agentes não cometem erros de forma sistemática ao formarem suas expectativas.

Assim, a formação de expectativas racionais constitui-se na maneira mais precisa e eficiente de formação das expectativas por parte dos agentes econômicos. Ou seja, na média, a inflação observada é igual à inflação esperada e os desvios das expectativas em relação à média possuem variância mínima.

A terceira hipótese do modelo novo-clássico refere-se ao comportamento da oferta agregada. Em linhas gerais, defende-se que os agentes econômicos tomam decisões de acordo

com um comportamento racional maximizador e que as decisões de oferta dependem de variações no preço relativo.

Quando há um aumento inesperado da inflação, as firmas interpretam o aumento no preço de seus bens como um aumento de preço relativo, e expandem a produção. Já os trabalhadores, interpretam esse aumento imprevisto da inflação como um aumento do salário real, ofertando mais mão-de-obra.

Considerando que pela hipótese das expectativas racionais os trabalhadores não cometem erros sistematicamente, essa inflação-surpresa só será capaz de elevar o produto corrente acima do produto natural e reduzir o emprego corrente abaixo do natural no curto prazo, enquanto houver informação incompleta.

No longo prazo, quando, por hipótese, há informação completa, os agentes econômicos acertam em suas expectativas. Dessa forma, as firmas reduzem sua produção e os trabalhadores ofertam menos mão-de-obra. Conseqüentemente, o produto e o emprego voltam as suas taxas naturais. Observem-se as palavras de Froyen, no trecho que segue:

Os economistas novo-clássicos usam (...) o pressuposto de que os ofertantes de mão-de-obra fazem uma previsão racional do nível de preços agregado. Nesse caso, (...) mudanças sistemáticas e, portanto, previstas na demanda agregada não afetarão o produto e o emprego, que, no entanto, serão afetados por mudanças imprevistas na demanda agregada. Essas mudanças não antecipadas na demanda agregada podem explicar desvios do emprego em relação aos níveis de pleno emprego. (2001: 305)

Dessa forma, segundo o modelo novo-clássico, a inflação só é capaz de afetar variáveis reais quando os agentes são surpreendidos – ou seja, somente a inflação-surpresa não é neutra.

A quarta hipótese do modelo novo-clássico é a de que há equilíbrio contínuo no mercado de bens, serviços e de fatores. Todos os preços são plenamente flexíveis, de forma a sempre igualar oferta e demanda de qualquer mercado. Não há ganhos de troca possíveis, estando a economia em um equilíbrio eficiente no sentido de Pareto⁷.

O equilíbrio contínuo dos mercados só é eficiente no sentido de Pareto em função da hipótese de que os agentes econômicos formam expectativas racionais, que supõe que os agentes maximizam suas funções-objetivo, dado o conjunto de informações disponível.

⁷ “Uma situação econômica é eficiente no sentido de Pareto se não existir nenhum modo de melhorar a situação de algum grupo de pessoas sem piorar a de algum outro grupo.” (Varian, 2003: 19)

Assim, mesmo supondo que os agentes formam expectativas racionais, como não há informação completa, os agentes econômicos não são capazes de prever surpresas inflacionárias.

Então, não se pode negar que erros de expectativas equivalem a uma ilusão monetária, só que é uma ilusão monetária que, dado o quadro de informação incompleta, não pode ser evitada pelos agentes econômicos.

II.1.2 – As implicações das hipóteses do modelo novo-clássico

A proposição da ineficácia da política monetária, a inconsistência temporal da política monetária e o viés inflacionário são resultado da combinação das hipóteses do modelo novo-clássico analisadas anteriormente, quais sejam: (i) a existência de uma taxa natural de desemprego; (ii) a hipótese das expectativas racionais; (iii) as hipóteses sobre a oferta agregada; e (iv) a hipótese de equilíbrio contínuo dos mercados de bens, serviços e fatores de produção.

Sargent e Wallace (1981), a partir das hipóteses do modelo novo-clássico, propuseram a ineficácia da política monetária, que se caracteriza como a incapacidade de políticas econômicas afetarem sistematicamente variáveis reais, mesmo que no curto prazo. Dessa forma, negaram a existência de um *trade-off* entre inflação e desemprego, o que afasta a possibilidade de a autoridade monetária agir discricionariamente com objetivos anticíclicos.

Tendo em vista que os agentes econômicos formam expectativas racionais, qualquer regra de política monetária é antecipada pelos agentes. Sendo assim, a única forma de afetar variáveis reais, mesmo no curto prazo, é surpreendendo os agentes econômicos.

Kydland e Prescott (1977) propuseram a existência do chamado problema da inconsistência temporal e o conseqüente viés inflacionário na condução da política monetária. Como solução para esses problemas, surgiram sugestões para a criação de mecanismos que impedissem a utilização do viés inflacionário pelas autoridades monetárias. A Tese de Independência do Banco Central⁸ constitui-se em um desses mecanismos, sendo o regime de metas para a inflação um desdobramento da referida tese.

⁸ Os principais modelos de independência do banco central são os de Rogoff (1985), que propõe a indicação de um presidente conservador para o banco central e a de Walsh (1995), que sugere que seja firmado um contrato entre o governo e o presidente do banco central que estipule uma meta de inflação e uma penalidade caso a meta não seja alcançada.

Segundo os autores, caso a autoridade monetária possa adotar medidas discricionárias, ela tem um incentivo a enganar os agentes econômicos com o objetivo de reduzir temporariamente o desemprego corrente abaixo da taxa natural de desemprego. Ou seja, utilizar-se do viés inflacionário.

Dessa forma, as políticas adotadas por uma autoridade monetária que age discricionariamente não são críveis. Assim, bancos centrais que não têm uma meta predeterminada a ser perseguida não têm credibilidade. Então, os agentes econômicos não têm incentivos para confiar que a autoridade monetária adotará a política anunciada.

Propõe-se, então, a criação de mecanismos que impeçam a autoridade monetária de acionar o viés inflacionário, única maneira de dar credibilidade a uma política monetária que tenha por objetivo atingir baixos níveis de inflação. A reputação da autoridade monetária é construída ao longo do tempo, e diz respeito à confiança que adquire dos agentes econômicos em função de seu comportamento passado em relação às metas estabelecidas. Para Modenesi,

(...) o problema da inconsistência temporal e o conseqüente viés inflacionário da política monetária consiste, portanto, em argumento a favor da adoção de regras na condução da política monetária: para se evitar a inconsistência temporal, é necessária a adoção de uma tecnologia de comprometimento que elimine o poder discricionário do gestor da política monetária ou a criação de mecanismos de incentivo que impeçam que o viés seja acionado. (2005: 173)

A Tese da Independência do Banco Central tem se desenvolvido sobre o trinômio credibilidade-reputação-delegação, consistindo-se na delegação a um agente independente o objetivo de controlar a inflação, mantendo-se, dessa forma, a credibilidade nas regras monetárias e a reputação da autoridade monetária. (Modenesi, 2005: 179)

O regime monetário de metas para a inflação é considerado um desdobramento da Tese da Independência do Banco Central por caracterizar-se pela delegação à autoridade monetária da função de atuar exclusivamente como guardião da estabilidade de preços. Nas palavras de Cukierman, Neyapti e Webb *apud* Modenesi,

A noção de Banco Central independente (...) não é uma noção de independência incondicional com relação ao governo; ao contrário, trata-se da independência para perseguir o objetivo da estabilidade de preços, mesmo ao custo de outros objetivos que talvez sejam mais importantes para as autoridades políticas. (2005: 188)

Dessa forma, um Banco Central independente é aquele que possui liberdade de instrumento – em particular a taxa de juros básica da economia – para atingir seu objetivo, a manutenção da uma taxa de inflação baixa e estável no longo prazo.

As principais características do regime de metas para a inflação são: o anúncio, pela autoridade monetária, de uma meta de médio prazo para algum índice de inflação; o compromisso com a estabilidade de preços no longo prazo; e a maior transparência na condução da política monetária, para que o desempenho da autoridade monetária possa ser avaliado pelos agentes econômicos. (Carvalho et al., 2007: 139-41)

O anúncio de uma meta para a inflação que seja crível funciona como uma âncora nominal que coordena a formação de expectativas de inflação pelos agentes econômicos e baliza a formação de preços, contribuindo diretamente para a obtenção e a manutenção da estabilidade de preços. (Bernanke *et al.*, 1999: 10-11)

II.2 – Implementação do regime monetário de metas para a inflação no Brasil

Após a crise russa, as reservas internacionais brasileiras não paravam de se deteriorar (ver gráfico I.3). No dia 13 de janeiro de 1999, o governo brasileiro substituiu Gustavo Franco – que era o principal defensor do regime de metas cambiais – por Francisco Lopes na presidência do Banco Central do Brasil (BCB). Essa foi uma sinalização clara de que o regime cambial seria flexibilizado.

A essência do sistema cambial vigente foi mantida, mas a regra que determinava a evolução da banda cambial foi flexibilizada. O piso e o teto da banda cambial foram ampliados para R\$ 1,20 e R\$ 1,32 respectivamente, com uma amplitude de 10%⁹. As bandas cambiais passariam a ser atualizadas a cada três dias pela cotação média da taxa de câmbio referencial de venda.

Com a mudança, o real poderia acumular uma desvalorização mais intensa que 0,6% a.m., em média, como vinha acontecendo sob a presidência de Gustavo Franco, uma vez que a banda iria se ampliar de acordo com a evolução da taxa de câmbio referencial de venda.

⁹ Conforme Comunicado do BCB n. 6.560 de 1999.

Porém, a banda diagonal endógena adotada por Francisco Lopes não se mostrou sustentável. No dia seguinte a sua implantação, a taxa de câmbio já havia chegado ao teto da banda ao alcançar R\$ 1,3194, mesmo com o BCB reduzindo suas reservas líquidas em US\$ 3,2 bilhões através da venda maciça de dólares. Para Modenesi,

(...) já não havia mais tempo para gradualismos na condução da política cambial, pois os agentes econômicos, domésticos e externos, haviam redobrado suas apostas contra o real diante da eminência [sic] de um colapso cambial e da incapacidade de o BCB *bancar o jogo*. (2005: 357, grifo no original)

O Banco Central absteve-se de intervir no mercado cambial no dia 15 de janeiro de 1999, deixando com que o mercado determinasse livremente a taxa de câmbio de equilíbrio¹⁰. Assim, o BCB pôde preservar o pequeno volume de reservas cambiais que ainda possuía.

Dessa forma, a decisão de abandonar o regime de metas cambiais não se tratou de ato deliberado de política econômica. Caso o BCB tentasse manter o regime, veria suas reservas se esgotarem rapidamente, sendo forçado a flexibilizar o sistema dada a sua incapacidade de manter a taxa de câmbio nos limites da banda por ele definida.

A taxa de câmbio, que até então era a âncora nominal da economia, deteriorou-se rapidamente, indo de R\$ 1,21/US\$ em 12 de janeiro para R\$ 2,16/US\$ em 3 de março de 1999, o que representou uma desvalorização de 44% no valor da moeda brasileira. Em consequência, a taxa de inflação reagiu imediatamente: 7% no atacado e 1,4% no varejo, no mês de fevereiro¹¹. O mercado, temeroso, já trabalhava com expectativas de expressiva deterioração dos fundamentos macroeconômicos.

II.2.1 – A busca por uma âncora nominal para a economia brasileira: o regime de metas para a inflação

¹⁰ Conforme Comunicado do BCB n. 6.563 de 1999.

¹¹ Índices de inflação calculados pela Fundação Getúlio Vargas (FGV), sendo IPA-DI para o atacado e IPC para o varejo.

Com a flexibilização do regime cambial em janeiro de 1999, a economia brasileira ficou carente de uma âncora nominal que coordenasse as expectativas de inflação e balizasse a formação de preços. A alta volatilidade e a forte turbulência que caracterizaram o período exigiam medidas rápidas e fortes do BCB a fim de que a estabilidade de preços conquistada com o Plano Real não fosse perdida.

Nesse ínterim, uma nova diretoria tomou posse no BCB em 4 de março de 1999, sob a presidência de Arminio Fraga Neto. A nova diretoria tratou de agir imediatamente em duas frentes: acalmar os nervos do mercado financeiro e propor a adoção do regime de metas para a inflação como o novo regime de política monetária. (Bogdanski, Tombini e Werlang, 2000)

Em sua primeira reunião após a posse da nova diretoria, o Comitê de Política Monetária (COPOM) decidiu abandonar a sistemática de bandas de flutuação para a taxa de juros de curto prazo (SELIC). Até aquele momento, o COPOM definia valores para a Taxa Básica do Banco Central (TBC) e para a Taxa de Assistência do Banco Central (TBAN), que consistiam, respectivamente, no piso e no teto de flutuação para a taxa SELIC e passou a adotar a sistemática de fixação de uma meta para a SELIC e o procedimento de definição de seu viés¹².

A SELIC foi elevada de 39% a.a. para 45% a.a., com viés de baixa. A taxa ficou acima dos 43,5% a.a. a que os contratos de juros futuros de vencimento mais próximo estavam sendo negociados. Agindo dessa forma, o BCB afastava o temor do mercado de que a dívida pública pudesse passar a ter retorno real negativo.

Pela primeira vez o COPOM divulgou uma nota logo após a decisão¹³. Suas primeiras palavras foram: “O objetivo primeiro do Banco Central é o de manutenção da estabilidade dos preços”. E seguiu:

(1) 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; (2) Como no curto prazo a política fiscal está dada, o instrumento efetivo para controle das pressões inflacionárias é de natureza monetária, ou seja, a taxa de juros. (3) A inflação observada teve como causa básica a desvalorização do real, ocorrida a partir de 13 de janeiro deste ano. (4) As expectativas de inflação para o mês de março, entre vários agentes privados, eram de alta, tanto para o IGP-M, como para os índices de preço ao consumidor. (5) O nível da taxa de juros tinha que ser

¹² O estabelecimento de um viés (de elevação ou de redução) para a taxa de juros é uma prerrogativa que autoriza o presidente do BCB a alterar a meta para a taxa SELIC na direção do viés a qualquer momento entre as reuniões ordinárias do COPOM. A principal função da definição do viés da taxa de juros é sinalizar a tendência futura da taxa básica de juros.

¹³ As atas das reuniões do COPOM só eram divulgadas 3 meses após as suas realizações.

suficientemente alto para fazer frente às pressões inflacionárias existentes, que, como se viu, são de origem cambial. (6) Dessa forma, optou-se por uma taxa de 45% ao ano, mas com a introdução de um viés de redução, ou de baixa. A introdução desse viés se justifica pelo fato de o problema inflacionário de curto prazo no Brasil 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. (BCB. Nota Explicativa da 33ª Reunião do COPOM, mar. 1999)

O viés de baixa foi utilizado por duas vezes antes da reunião seguinte. A taxa de juros foi reduzida primeiramente para 42% a.a. e depois para 39,5% a.a., seguindo a inversão do *overshooting* da taxa de câmbio e uma redução nas taxas de inflação observada e esperada.

A segunda frente tratava-se da iniciativa de propor, como nova âncora nominal para a economia brasileira, o regime de metas para a inflação. O comunicado do COPOM sinalizava que o regime fazia parte dos planos dos membros do comitê, entretanto, na área institucional, ainda havia muito trabalho a ser feito. Por exemplo, o BCB não possuía independência formal de instrumentos¹⁴ e poucos pesquisadores do banco conheciam o regime de metas para a inflação. O BCB não contava com um departamento de pesquisa e as habilidades técnicas capazes de desenvolver modelos para estimação de inflação estavam dispersas pelas várias áreas da instituição.

O Fundo Monetário Internacional (FMI) demonstrou aprovação em relação à proposta de adoção do regime de metas para a inflação no Brasil. Assim, o BCB e o FMI, organizaram no Rio de Janeiro, em maio de 1999, um seminário internacional sobre o assunto. O seminário visava a analisar a experiência na implementação do regime de metas para a inflação em outros países e proporcionar aos economistas e políticos brasileiros a oportunidade de discutir as diretrizes do regime a ser implantado no Brasil. O país foi bastante beneficiado pelas experiências apresentadas por acadêmicos e membros de bancos centrais de todo o mundo.

Em relação à política fiscal, em linha com a busca pela estabilidade de preços da política monetária, o governo federal adotou medidas com o objetivo de se alcançar o equilíbrio das finanças públicas. Dessa forma, no final de 1998, o governo lançou o Programa de Estabilidade Fiscal, estabelecido para o triênio 1999-2001. O programa previa um ajustamento fiscal de curto prazo, com medidas temporárias de aumento de receitas e de redução de despesas. (Monteiro, 2006: 137)

¹⁴ O BCB só conquistou independência formal de instrumentos em junho, com a publicação do Decreto Presidencial n. 3.088/99.

As principais medidas adotadas pelo governo foram: i) o aumento na contribuição dos funcionários públicos para a Previdência Social; ii) a elevação da alíquota da Contribuição para Fins Sociais (Cofins), de 2% para 3%, e extensão de sua incidência às instituições financeiras; iii) o aumento da alíquota da Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL), de 8% para 12%; iv) a elevação de 0,38% na alíquota do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) sobre as operações de crédito e depósitos nos fundos de investimento; e v) o restabelecimento da cobrança da Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira (CPMF), por 36 meses, com alíquota de 0,38% nos primeiros 12 meses, e de 0,30% nos meses seguintes. Para Monteiro,

Se por um lado essas medidas visavam à criação de uma condição fiscal favorável à implementação do regime de metas [para a inflação], por outro o governo buscava mecanismos para atender às metas de superávit primário, firmadas a partir do acordo estabelecido com o Fundo Monetário Internacional (FMI) no final de 1998.

(...)

O resultado foi imediato e no primeiro trimestre de 1999, o superávit primário atingiu 4,1% do PIB, ultrapassando a meta anual estabelecida no acordo com o FMI que era de 4,0%. (2006: 137-138)

O BCB reconheceu o esforço do governo federal em manter as contas públicas sob controle:

O Programa de Estabilidade Fiscal, em curso, estabeleceu condições para o cumprimento das metas de superávit primário constantes do acordo com o FMI. Dada a firme disposição do Governo em cumprir os objetivos fiscais auto-impostos, a política fiscal não exerce pressão inflacionária no horizonte de interesse [até o ano de 2001]. (BCB. Relatório de Inflação, v. 1, n. 1, jun. 1999: 81)

Assim, as ações do governo federal garantiram a dominância monetária, com as decisões de política fiscal alinhadas às decisões de política monetária do BCB, na busca pela estabilidade de preços.

II.2.1.1 – Aspectos institucionais do regime brasileiro de metas para a inflação

Em 1º de julho de 1999, o Brasil adotou formalmente o regime de metas para a inflação como diretriz da política monetária, por meio da publicação do Decreto Presidencial

n. 3.088, de 21 de junho de 1999. O BCB, através da Resolução n. 2.615, de 30 de junho de 1999, tornou público as decisões do Conselho Monetário Nacional (CMN), que escolheu o índice de preços de referência e fixou as metas para a inflação de 1999 e dos dois anos subsequentes. As diretrizes gerais para o regime são listadas a seguir:

i) As metas e os respectivos intervalos de tolerância são fixados pelo CMN, mediante proposta do Ministro de Estado da Fazenda, sendo, portanto, metas de governo e não do BCB. As metas fixadas para os anos de 1999, 2000 e 2001 foram, respectivamente, as seguintes: 8%, 6% e 4%, todas com intervalo de tolerância de 2 p.p. para mais ou para menos. A partir de 2002, as metas e intervalos devem ser fixados até 30 de junho de cada segundo ano imediatamente anterior;

ii) Ao BCB compete executar as políticas necessárias para cumprimento das metas fixadas;

iii) As metas são fixadas em termos de variações anuais do Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), calculado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE);

iv) Considera-se que a meta foi cumprida quando a variação acumulada da inflação medida pelo IPCA, relativa ao período de janeiro a dezembro de cada ano calendário, situar-se na faixa do seu respectivo intervalo de tolerância;

v) Caso a meta não seja cumprida, o Presidente do BCB divulgará publicamente as razões do descumprimento, por meio de carta aberta ao Ministro da Fazenda, que deverá conter: a) descrição detalhada das causas do descumprimento; b) providências para assegurar o retorno da inflação aos limites estabelecidos; e c) o prazo no qual se espera que as providências produzam efeito;

vi) O BCB divulga, até o último dia de cada trimestre civil, “Relatório de Inflação” abordando o desempenho do regime de metas para a inflação, os resultados das decisões passadas de política monetária e a avaliação prospectiva da inflação.

A escolha do IPCA deveu-se aos seguintes motivos: é um índice de preços ao consumidor, em oposição a outros índices, como de preços no atacado e gerais, sendo, portanto, mais adequado para medir a evolução do poder aquisitivo da população e; dentro do

conjunto de índices de preços ao consumidor com cobertura nacional¹⁵, é o que tem a maior abrangência, tendo como referência a cesta de consumo de famílias com renda mensal de 1 a 40 salários mínimos.

A adoção de metas decrescentes para o IPCA entre 1999 e 2001 derivou do entendimento de que o aumento da inflação ocorrido no início de 1999 era temporário, decorrente da desvalorização cambial, que forçou um realinhamento de preços relativos. Assim, logo que o realinhamento de preços estivesse concluído, os índices de inflação deveriam retornar aos seus níveis de 1998, o que tornava possível e desejável a fixação de metas decrescentes para a inflação.

Optou-se, no Brasil, por adotar um índice de preços cheio para efeito de estabelecimento da meta de inflação¹⁶. Dessa forma, são considerados todos os itens presentes no levantamento de preços do IPCA. Bogdanski, Tombini e Werlang explicam a escolha:

(...) adopting a headline index was essential for credibility reasons, at least in the beginning of IT implementation. Unfortunately, Brazilian society has experienced several price index manipulations in a not so distant past, and so would be suspicious about any change related to suppressing items from the target index. (2000: 12-13)

A configuração institucional do regime brasileiro de metas para a inflação também é caracterizada pela ausência de cláusulas de escape. Assim, nos anos em que a inflação rompe, acima ou abaixo, os limites do intervalo de tolerância em torno da meta central, o Presidente do BCB deverá enviar uma carta aberta ao Ministro da Fazenda explicando os motivos para o descumprimento da meta, as medidas que estão sendo adotadas para que a inflação retorne à trajetória da meta e o tempo necessário para que as medidas adotadas surtam efeito. Esse procedimento confere transparência e credibilidade ao processo de convergência às metas estipuladas pelo CMN.

Cláusulas de escape podem ser entendidas como um mecanismo que permite que, na ocorrência de casos não previsíveis e que fujam ao controle da autoridade monetária, a meta de inflação possa ser descumprida. Vale dizer, que em geral, as possibilidades são definidas *a priori*.

¹⁵ Os dados para sua apuração são coletados em 11 regiões metropolitanas: São Paulo, Rio de Janeiro, Belo Horizonte, Salvador, Recife, Fortaleza, Belém, Curitiba e Porto Alegre, além do município de Goiânia e do Distrito Federal. O índice nacional constitui-se na média aritmética ponderada dos 11 índices regionais, que são calculados segundo o índice de Laspeyres, à exceção de alguns itens sazonais alimentícios, onde é aplicado o índice de Paasche. O período de coleta de dados corresponde ao mês civil. A publicação dos resultados ocorre com defasagem aproximada de 10 dias.

¹⁶ A outra possibilidade seria a meta de inflação ser estabelecida em termos de um núcleo, que busca captar a tendência da inflação, expurgando as variações dos componentes mais voláteis.

O Brasil decidiu pela adoção de um regime de metas para a inflação pouco flexível, com o objetivo de demonstrar ao mercado o comprometimento da política monetária com a estabilidade de preços. Para Monteiro,

Adotando o IPCA cheio e com ausência de cláusulas de escape, o único elemento que garante alguma flexibilidade no regime adotado no Brasil é a fixação do intervalo de tolerância para a meta de inflação.

(...)

... a implementação do regime de metas para a inflação envolve o *trade-off* entre credibilidade e flexibilidade. O modelo brasileiro decidiu dar prioridade à credibilidade, em detrimento de menor flexibilidade. (2006: 140, grifo no original)

A adoção de um intervalo de tolerância para as metas de inflação foi o reconhecimento por parte do CMN da dificuldade de se controlar a inflação medida por um índice de inflação cheio em um país que é freqüentemente alvo de choques de oferta, e que havia recentemente flexibilizado seu regime cambial. Segundo Bogdanski, Tombini e Werlang,

The combination of the use of headline inflation and the absence of escape clauses justifies the adoption of the relatively wide 2-percentage point tolerance interval around the central target, and certainly makes the announced targets much tighter than they may initially appear. (2000: 13)

Os canais de comunicação entre o BCB e o público em geral sofreram significativas mudanças. A condução da política monetária ficou mais transparente, de forma que a possibilidade de avaliação e monitoramento do desempenho da autoridade monetária pelos agentes econômicos foi ampliada. Criou-se o “Relatório de Inflação”, publicação trimestral do COPOM em que são apresentados: (i) os objetivos, as limitações e as medidas de política monetária tomadas pelo BCB; (ii) os resultados das decisões passadas; e (iii) a avaliação prospectiva do comportamento da inflação. O relatório apresenta à sociedade as condições das economias brasileira e internacional que subsidiam as decisões do comitê. (Modenesi, 2005: 362)

Além disso, as atas do COPOM passaram a ser publicadas na quinta-feira da semana seguinte à realização da reunião. As atas fornecem um resumo das discussões do comitê, em conformidade com o compromisso de transparência do regime de metas para a inflação. Antes, as atas só eram divulgadas três meses após as reuniões.

Modenesi (2005: 362) observou que todos os elementos que consubstanciam o regime de metas para a inflação estavam implantados no Brasil: (i) o anúncio de uma meta de médio

prazo para a inflação; (ii) o compromisso institucional da autoridade monetária com a estabilidade de preços no longo prazo como seu principal objetivo; (iii) a transparência na condução da política monetária, através do aprimoramento de comunicação entre o BCB e a sociedade; e (iv) a independência de instrumentos do BCB para cumprir as metas de inflação estabelecidas pelo CMN.

II.2.1.2 – Aspectos operacionais do regime brasileiro de metas para a inflação

O departamento de pesquisa do BCB desenvolveu um conjunto de ferramentas para dar suporte às decisões de política monetária. Entre as ferramentas, estão modelos estruturais para o estudo dos mecanismos de transmissão da política monetária aos preços, modelos para prever a inflação de curto prazo, estimar os principais indicadores de inflação e medir os núcleos da inflação. Há, também, pesquisas para coletar informações sobre as expectativas de mercado sobre inflação, crescimento e outras variáveis econômicas relevantes.

O BCB estudou os vários mecanismos de transmissão da política monetária, e a conclusão foi que, dadas as características macroeconômicas da economia brasileira, os principais canais de transmissão da política monetária são a demanda agregada, a taxa de câmbio e as expectativas de inflação (Bogdanski, Tombini e Werlang, 2000). Com base em dados trimestrais, verificou-se que variações na taxa básica de juros afetam o consumo de bens duráveis e os investimentos com defasagem de três a seis meses e que, por sua vez, o hiato do produto leva mais três meses para afetar significativamente o nível de preços. Ou seja, a transmissão da política monetária pelo canal da demanda agregada leva de seis a nove meses para afetar o nível de preços.

Por outro lado, mudanças na taxa de juros exercem impactos imediatos sobre a taxa de câmbio nominal, que afeta imediatamente a inflação por meio dos preços dos produtos transacionáveis internacionalmente. Por último, dado que o setor corporativo brasileiro é pouco alavancado e que as políticas monetária e creditícia brasileiras são muito rígidas, a transmissão da política monetária pelo canal do crédito não é operada e seu impacto sobre a inflação quando há mudanças na taxa de juros tem sido insignificante.

Em março de 1999, o COPOM, órgão do BCB criado em junho de 1996, com o objetivo de estabelecer um ritual adequado ao processo decisório de política monetária e aprimorar sua transparência, decidiu abandonar a sistemática de bandas para a variação da

taxa de juros. Adotou-se, a partir de então, a sistemática de definição de metas para a taxa de juros básica da economia, a taxa SELIC¹⁷, e a introdução do mecanismo de viés para a taxa de juros.

O BCB, que tem a função de cumprir as metas de inflação fixadas pelo CMN, utiliza, fundamentalmente, a definição de uma meta para a taxa de juros SELIC para garantir que o IPCA se mantenha dentro da meta. Tendo em vista a existência de defasagem de seis a nove meses na condução da política monetária, o BCB deve agir de maneira prospectiva, definindo uma meta para a taxa de juros SELIC que seja compatível com a convergência do índice de inflação para a sua meta.

Assim, “A taxa de juros constitui-se no mais importante instrumento de política monetária à disposição do Banco Central” (BCB. Relatório de Inflação, v. 1, n. 1, jun. 1999: 87). À mesa de operações de mercado aberto do BCB cabe manter a taxa de juros SELIC próxima à meta definida pelo COPOM, por meio do gerenciamento diário de liquidez. O BCB é o único agente capaz de afetar a liquidez do sistema financeiro como um todo, uma vez que as operações interbancárias representam apenas a troca de titularidade de um volume de recursos controlado pela autoridade monetária. Assim, tendo em vista que a autoridade monetária tem o monopólio sobre a oferta global de reservas bancárias, o BCB é capaz de determinar a taxa básica de juros da economia por meio do gerenciamento diário de liquidez¹⁸.

Pelo lado fiscal, o governo federal adotou medidas que demonstravam compromisso com o ajuste das finanças públicas. Pode-se destacar, entre as medidas, o estabelecimento de metas de superávit primário para as contas públicas e a aprovação, em 2000, pelo Congresso Nacional, da Lei de Responsabilidade Fiscal, que fixou normas de gestão fiscal para os três níveis de governo. Segundo Minella *et al.*, “The successful transition was supported by a considerable fiscal improvement, a shift from the primary surplus of 0.01% of GDP in 1998 to 3.23% in 1999, 3.51% in 2000, 3.68% in 2001 (...)” (2002: 5).

Outra conclusão que se pode chegar a partir do modelo operacional do BCB é que as decisões de política monetária são tomadas a partir de uma enorme gama de informações, entre elas, nível de produto, finanças públicas, balanço de pagamentos e cenário econômico

¹⁷ A taxa SELIC é a taxa de juros média que incide sobre os financiamentos diários com prazo de um dia útil (*overnight*), lastreados por títulos públicos registrados no Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (SELIC).

¹⁸ São três os instrumentos clássicos de política monetária: recolhimento compulsório, redesconto de liquidez e operações de mercado aberto. As operações de mercado aberto tem sido consideradas como o mais indicado e eficaz instrumento de política monetária para o gerenciamento diário de liquidez de os bancos centrais dispõem, uma vez que atua diretamente sobre as reservas bancárias. (Carvalho *et al.*, 2007: 142)

externo, que mesmo que não apareçam nas equações dos modelos, são consideradas de forma qualitativa para as decisões de política monetária.

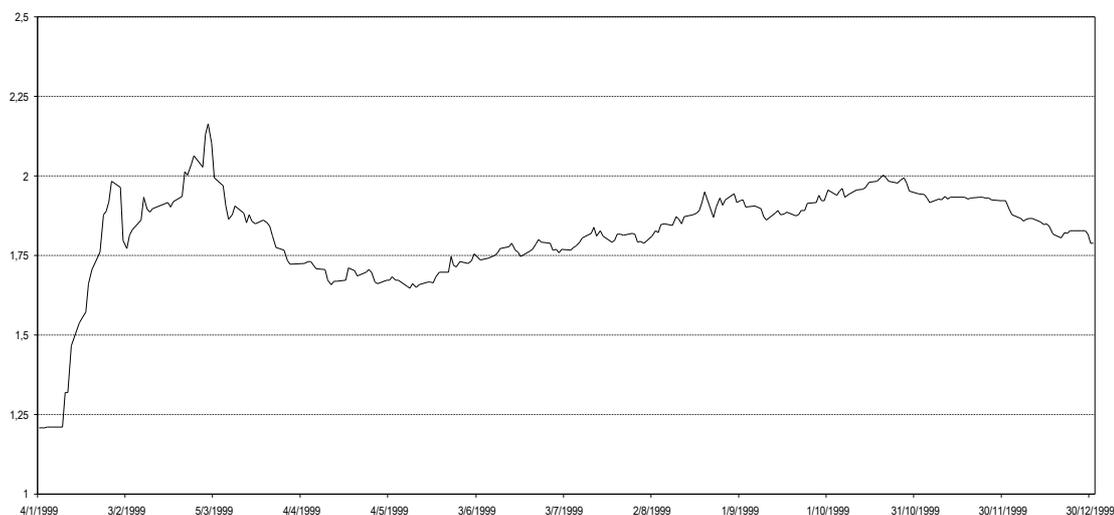
CAPÍTULO III – ANÁLISE DOS RESULTADOS DO REGIME BRASILEIRO DE METAS PARA A INFLAÇÃO ENTRE 1999 E 2006

Crises financeiras assolaram diversos países ao redor do mundo a partir de meados da década de 1990. O governo brasileiro, através de uma política que aliava abertura comercial e financeira à manutenção de juros altos e promessa de ajuste fiscal, conseguiu manter o regime de câmbio fixo após as crises do México (1994-1995) e do sudeste asiático (1997). Porém, com a eclosão da crise russa em 1998, a convenção de estabilidade que mantinha o regime monetário de metas cambiais brasileiro ruiu e houve intensa fuga de capitais. (Mathias, 2003)

Assim, o abandono do regime cambial não foi uma decisão de política econômica. Foi uma exigência do mercado, diante das evidências de que seria impossível o BCB segurar a taxa de câmbio por meio da queima de reservas internacionais. Justificava-se, também, pelo aumento da aversão ao risco a economias emergentes em geral, e ao Brasil, em particular.

Logo após a flexibilização do regime cambial, a cotação do dólar disparou. De 12 de janeiro a 3 de março de 1999, o real desvalorizou-se 44% frente ao dólar, chegando a cotação de R\$ 2,16/US\$ (ver gráfico III.1). Os índices de inflação responderam rapidamente: em março, o IPCA já acumulava alta de 2,88% no ano, com inflação acima de 1% ao mês em fevereiro e março.

Gráfico III.1 – Cotação do dólar
Em R\$, 1999



Fonte: Banco Central do Brasil.

Tendo em vista a desvalorização cambial e a expectativa de alta nas taxas de inflação, o COPOM decidiu, em 4 de março de 1999, fixar a meta para a taxa SELIC em 45% a.a., com viés de baixa, com o objetivo de mostrar aos mercados e à sociedade que a meta para a inflação passaria a ser a nova âncora nominal da economia. O comprometimento do BCB com a estabilidade do nível de preços ficou clara com a publicação da ata da reunião:

Considerando-se o novo regime cambial, é essencial transmitir à sociedade que a economia não opera sem âncora nominal e que o Banco Central possui capacidade de atuação. Nesse sentido, o desempenho da autoridade monetária passará a pautar-se pelo comprometimento com o controle da taxa de inflação. (BCB. Ata da 33ª Reunião do COPOM, mar. 1999)

Dada a nova conjuntura, de câmbio flutuante, os diretores da autoridade monetária consideraram que o regime de metas para a inflação constituía-se na estratégia mais adequada para se manter a estabilidade de preços. A argumentação era de que tornava a política monetária mais transparente, ao deixar claro o meio utilizado pelo BCB – a taxa de juros de curto prazo – para atingir seu objetivo – a estabilidade do nível de preços. Além disso, eventuais inconsistências entre as políticas fiscal e monetária ficariam evidenciadas, o que aumentava o grau de comprometimento do governo com o processo de estabilização dos preços.

Nesse capítulo apresentar-se-á o desempenho do regime de metas de inflação no Brasil desde a sua implementação, em julho de 1999, até o ano de 2006. Posteriormente, serão analisados: i) a capacidade do regime de metas para a inflação em criar uma nova âncora nominal para a economia brasileira; e ii) o seu desempenho do ponto de vista do cumprimento das metas estabelecidas pelo CMN.

III.1 – O desempenho do regime brasileiro de metas para a inflação entre 1999 e 2006

III.1.1 – O ano de 1999

O processo de flexibilização do regime cambial brasileiro foi seguido por um *overshooting* da taxa de câmbio, que chegou a R\$ 2,16/US\$, no início de março de 1999. O BCB, diante da possibilidade de contaminação dos índices de preço pela desvalorização cambial, decidiu fixar a taxa de juros básica da economia em 45% a.a., com viés de baixa. O

objetivo do viés era sinalizar, que à medida que a taxa de câmbio retornasse a níveis menos elevados, a política monetária seria flexibilizada.

Assim, com o retorno da taxa de câmbio para próximo de R\$ 1,80/US\$, a SELIC foi reduzida para 42% a.a. e posteriormente para 39,5% a.a., com a utilização do viés de baixa por duas vezes. Em meados de abril, o COPOM decidiu reduzir a SELIC para 34% a.a., novamente com viés de baixa. Dessa vez, o viés foi utilizado por três vezes, com a taxa de juros básica chegando a 27% a.a. em meados de maio. Novas reduções da SELIC ocorreram até setembro de 1999, quando a taxa chegou a 19% a.a., patamar em que permaneceu até março de 2000.

A partir de 1º de julho de 1999, a sistemática do regime de metas para a inflação passou a vigorar no Brasil. A meta para o ano foi fixada em 8%, com intervalo de tolerância de 2 pontos percentuais para cima e para baixo. O IPCA terminou o ano com alta de 8,94%, dentro da margem de tolerância estipulada pelo CMN, contrariando as expectativas de que o abandono do regime de metas cambiais ameaçaria a manutenção do nível de preços no país.

Os reajustes de tarifas públicas, de produtos agrícolas e de medicamentos, aliados a uma contínua elevação nas cotações internacionais do petróleo, que majorava o preço dos combustíveis, criaram expectativas desfavoráveis sobre o comportamento dos preços. Mas as medidas de política fiscal, que resultaram em um superávit primário de 3,23% do PIB em 1999, juntamente com o aperto monetário adotado logo após a desvalorização cambial, foram capazes de amortecer o *pass-through* da taxa de câmbio sobre a inflação.

III.1.2 – De 2000 a 2003

No ano 2000, reduziu-se a volatilidade da taxa de câmbio, que teve cotação média anual de R\$ 1,83/US\$. A partir de setembro, a taxa de câmbio apresentou moderada elevação, chegando no fim do ano próxima de R\$ 2,00/US\$ (ver gráfico III.2). Com a percepção de que a aceleração inflacionária ocorrida no segundo semestre de 1999 havia sido provocada por choques temporários, o BCB começou a reduzir a taxa de juros SELIC a partir do fim de março de 2000. A taxa chegou a 15,25% a.a. em meados de janeiro de 2001, patamar em que permaneceu até março do mesmo ano.

Vale destacar que a economia mundial favoreceu bastante o Brasil no ano 2000, de forma que o IPCA acumulou nos seis primeiros meses do ano apenas 1,64% de alta. Nos meses de julho e agosto, em função de reajustes de preços administrados – derivados do petróleo, energia elétrica e serviços de telecomunicações – e de condições climáticas adversas, que provocaram o aumento dos preços de alguns alimentos, a inflação acelerou, registrando 1,61% e 1,31% de alta, respectivamente.

Gráfico III.2 – Cotação do dólar
Em R\$, de 2000 a 2003



Fonte: Banco Central do Brasil.

A inflação voltou a aumentar nos meses de novembro e dezembro. Apesar da evolução favorável dos fundamentos macroeconômicos internos, a demanda por dólares aumentou em razão da alta persistente dos preços internacionais do petróleo, da intensificação da crise de confiança na Argentina e das incertezas com relação à trajetória das taxas de juros nos Estados Unidos.

O aumento da incerteza foi provocado principalmente pelo risco de colapso da economia Argentina e, o conseqüente contágio das economias emergentes. Com isso houve um aumento do Risco-País, gerando um aumento na demanda de dólar por *hedge* e, por conseqüente, uma desvalorização da moeda nacional, com volatilidade cambial. (Monteiro, 2006: 146, grifo no original)

A meta de inflação para o ano 2000, de 6%, com tolerância de 2 pontos percentuais para mais ou para menos foi cumprida. O IPCA acumulou no ano alta de 5,97%, bem no centro da meta. O PIB do país cresceu 4,3% e as taxas de juros caíram acentuadamente. Para

Monteiro, o sucesso com relação ao alcance do centro da meta de inflação não foi mérito da autoridade monetária:

Com as taxas de juros em uma trajetória de queda, caminhando na direção contrária ao que convencionalmente é utilizado pelo Banco Central para combater a inflação, pode-se concluir que, o mérito da inflação realizada ter sido igual à meta, não deve ser atribuído à política monetária do regime de metas, mas sim à ausência de choques externos, estabilidade na taxa de câmbio e talvez ao próprio crescimento da economia. (2006: 144)

A disciplina fiscal foi mantida em 2000, a fim de se diminuir a vulnerabilidade do país e de gerenciar as expectativas. A Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF), importante instrumento para a limitação dos gastos públicos, foi aprovada pelo Congresso Nacional naquele ano. A LRF impôs limites de gastos aos três níveis de poder – união, estados e municípios – e estabeleceu normas de finanças públicas relacionadas à responsabilidade na gestão fiscal. De acordo com a LRF, a gestão das contas públicas deve prevenir riscos e corrigir desvios capazes de afetar seu equilíbrio, com a responsabilidade, a transparência e o planejamento como suas premissas básicas. O Brasil registrou superávit primário de 3,51% do PIB em 2000, superando a meta acordada com FMI.

Em 2001, o país não foi capaz de apresentar resultados tão favoráveis como no ano anterior. Entre outros choques, o Brasil foi fortemente impactado pela intensificação da crise econômica na Argentina, pelo racionamento de energia elétrica e pela expectativa de aprofundamento da recessão econômica registrada nos Estados Unidos, após os atentados terroristas de 11 de setembro.

O PIB brasileiro registrou alta de 1,3% e o PIB *per capita* variou -0,2%. A taxa SELIC, que estava em 15,25% a.a., teve que ser elevada, chegando a 19% a.a. em meados de julho, patamar em que permaneceu até o fim do ano. A elevada taxa de juros não foi capaz de conter a inflação dentro da meta estabelecida para o ano, que era de 4%, com tolerância de 2 pontos percentuais para mais ou para menos. O IPCA registrou alta de 7,67% em 2001, 1,67% acima do limite superior de tolerância.

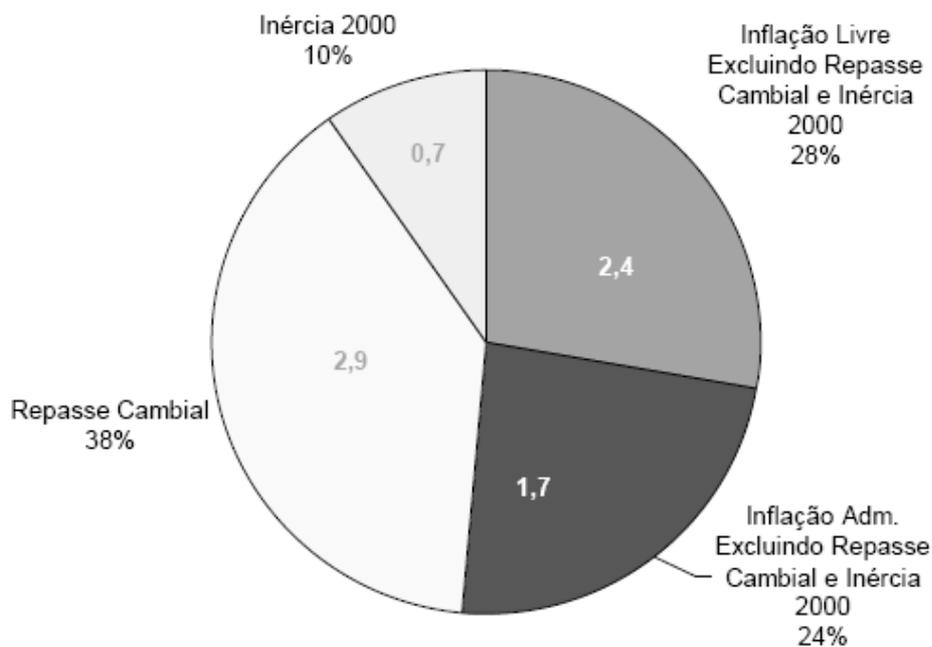
O real, que vinha se desvalorizando desde setembro de 2000, intensificou ainda mais as perdas ao longo de 2001:

A deterioração das condições econômicas nos planos doméstico e internacional se refletiu em expressivo processo de desvalorização cambial, cuja intensidade foi superior à verificada no ano de 1999: a cotação de venda da moeda norte-americana alcançou o piso de R\$ 2,84 em outubro, o que

representou uma desvalorização de 42,6%. Já a taxa de câmbio média mensal se elevou continuamente de janeiro a outubro, quando atingiu a máxima de R\$ 2,74, fechando o ano em R\$ 2,36 e acumulando, assim, uma desvalorização média de 20,9% (...) (Modenesi, 2005: 375)

A depreciação do real pressionou significativamente os preços internos. Os preços administrados cresceram de forma acentuada, principalmente, as tarifas de energia elétrica. A inflação dos preços administrados foi de 10,4%, enquanto a dos preços livres foi de 6,5%. O repasse cambial e a inflação dos preços administrados foram responsáveis por 62% da inflação de 2001 (ver gráfico III.3).

Gráfico III.3 – Contribuições para a inflação
Em % do total e percentual acumulado no ano, 2001



Fonte: Banco Central do Brasil.

O BCB considerou improvável que os vários choques de oferta e de natureza temporária que atingiram a economia brasileira em 2001 se repetissem em mesma escala no ano seguinte. Dessa forma, decidiu por abandonar a meta de inflação para o ano de 2001 a fim de não comprometer por demais o nível de atividade da economia brasileira, uma vez que os seus modelos indicavam a convergência da inflação para a meta em 2002.

Em suma, choques de oferta ou de natureza temporária determinaram a elevação da inflação para acima do intervalo superior da meta. O custo em termos de nível de atividade de se evitar que os impactos diretos aumentassem a inflação para acima do limite superior da meta no ano calendário de 2001 teria sido elevado. 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. Como sempre, o Banco Central estará atento a desdobramentos inesperados na conjuntura internacional e nacional. O regime macroeconômico de metas para a inflação, câmbio flutuante e responsabilidade fiscal demonstrou ser capaz de lidar com uma perversa seqüência de fortes choques sobre a economia, mantendo a inflação e as expectativas sob controle e preservando a taxa de crescimento econômico próxima da média mundial. (BCB. Carta aberta ao Ministro da Fazenda, jan. 2002: 11)

Na primeira reunião do COPOM em 2002, decidiu-se por manter a taxa de juros básica da economia em 19% a.a., uma vez que por seu modelo estrutural, supondo a manutenção da taxa de câmbio no nível verificado no dia anterior à reunião, a inflação no ano seria inferior a 4%. Em fevereiro e março, reduziu-se a taxa SELIC em 0,25 p.p., e, em abril, optou-se por sua manutenção, decisão que se repetiu por mais três reuniões. De forma que a taxa SELIC chegou a meados de julho em 18,5% ao ano.

A taxa de câmbio manteve-se relativamente constante até maio de 2002, variando entre o piso de R\$ 2,27/US\$ e o teto de R\$ 2,47/US\$. A partir de então, o real desvalorizou-se fortemente, com a taxa de câmbio média chegando a R\$ 3,81/US\$ em outubro. Em novembro e dezembro, o real se recuperou um pouco, com o câmbio encerrando o ano em R\$ 3,53/US\$.

O ano de 2002 começou tranqüilo, com a inflação acumulando 2,94% de alta no primeiro semestre. Porém, a partir de maio, a economia brasileira foi afetada por uma conjugação de severa crise de confiança e um forte aumento da aversão ao risco nos mercados internacionais. Esses fatores geraram fortes turbulências no mercado financeiro doméstico, dificuldades na administração da dívida pública mobiliária federal e geraram quedas bruscas no financiamento externo ao país.

A inflação e o nível de atividade da economia sofreram as conseqüências. O IPCA atingiu 12,53% no ano, superando em mais de 7 p.p. o limite superior da banda da meta de inflação, que era de 3,5%, com 2 pontos percentuais de tolerância para mais ou para menos. O PIB avançou 2,7%, com os investimentos caindo 5,2%. Como tipicamente ocorre em ano eleitoral, os gastos públicos subiram 4,7%, o que ajudou a reduzir o efeito negativo por conta da relevante queda nos investimentos.

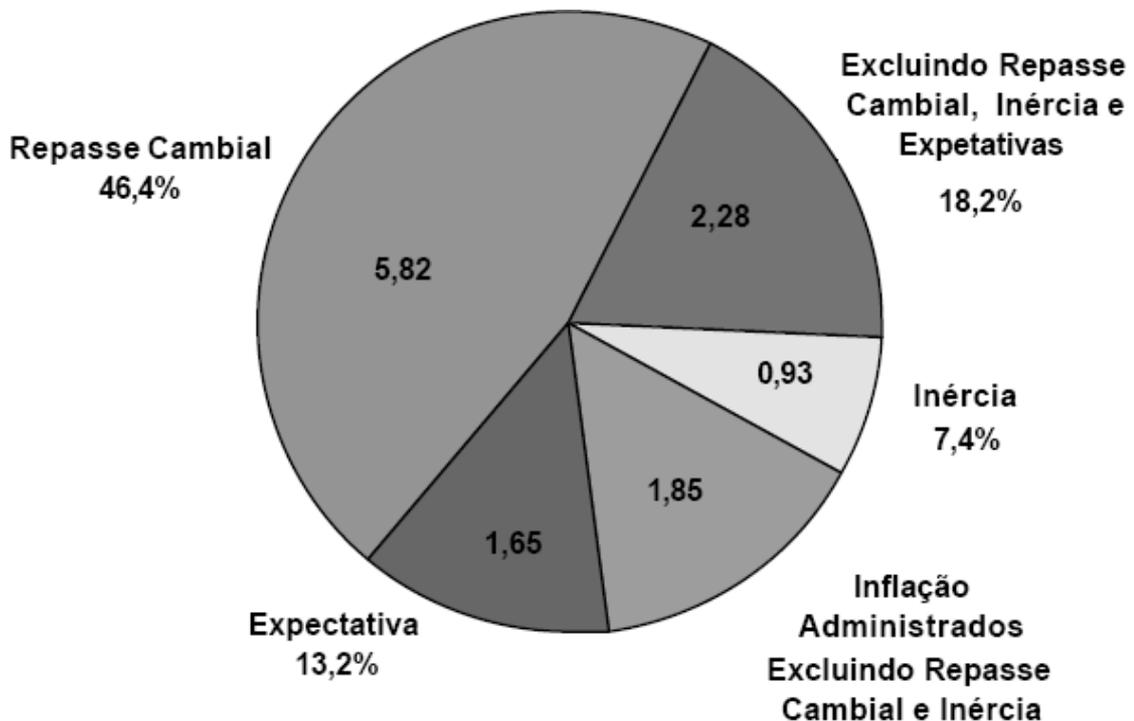
O governo federal teve dificuldades em colocar no mercado títulos públicos com vencimento mais longo e a taxa de rolagem da dívida reduziu-se consideravelmente entre os

meses de junho e setembro de 2002, ficando em 30%, frente a uma taxa de rolagem de 74% no primeiro quadrimestre do ano. O financiamento externo também teve queda significativa. A retração no fluxo de capitais somou US\$ 27,8 bilhões, com os investimentos estrangeiros diretos recuando mais de 26% em relação a 2001.

Dessa forma, as dificuldades enfrentadas pelo Brasil refletiram principalmente sobre a taxa de câmbio e as expectativas de inflação, que geraram forte impacto sobre a inflação, resultando no descumprimento da meta de inflação para o ano de 2002. O BCB, em carta aberta enviada ao Ministro da Fazenda, identificou três fatores como os responsáveis pelo descumprimento da meta: i) forte depreciação cambial; ii) aumento significativo dos preços administrados; e iii) deterioração das expectativas para a inflação.

A aceleração inflacionária do segundo semestre, deveu-se principalmente à depreciação cambial, que foi de 43,9% no ano, respondendo por 46,4% da inflação do ano, ou 5,82 p.p. dos 12,53% da inflação de 2002. Deve-se destacar também o crescimento acentuado dos preços administrados, que tinham peso de 28% no IPCA de dezembro de 2002, com alta de 15,3%, contra 11,5% dos preços livres (ver gráfico III.4).

Gráfico III.4 – Contribuições para a inflação
Em % do total e percentual acumulado no ano, 2002



Em julho, o COPOM havia reduzido para 18% a.a. a taxa de juros básica da economia, uma vez que naquela ocasião a projeção para a inflação estava um pouco acima da meta ajustada, mas dentro do intervalo de tolerância estabelecido pelo CMN. Então, em função da defasagem da política monetária, era necessário calibrar a política monetária visando também à inflação de 2003, cujas projeções estavam significativamente abaixo da meta de 4% a.a., que havia sido redefinida pelo CMN em junho¹⁹.

Porém, nos últimos dias de setembro, o cenário doméstico deteriorou-se substancialmente, com a taxa de câmbio atingindo R\$ 3,90/US\$ ao final do mês. A permanência do câmbio em níveis depreciados e a publicação de indicadores preliminares que indicavam um aumento da inflação em outubro contaminaram as expectativas de inflação para 2003, que se elevaram de 5,2% para 5,85% entre meados de setembro e meados de outubro. Assim, o COPOM realizou uma reunião extraordinária em que decidiu aumentar a meta para a taxa de juros SELIC em 3 p.p., para 21% ao ano.

Nas reuniões de novembro e dezembro, o COPOM aumentou novamente a meta para a taxa de juros SELIC, primeiramente em 1 p.p. e posteriormente em 3 p.p., com a taxa encerrando o ano em 25% ao ano. O aumento das projeções bem como a forte deterioração das expectativas de mercado para a inflação de 2003, que chegou a quase 11% em dezembro de 2002, foram os fatores que determinaram a ação adotada pelo BCB.

(...) a elevação da taxa de juros teve por objetivo inibir os reajustes de preços, contribuir para a coordenação das expectativas, impedir que a deterioração das expectativas de inflação se auto-realizasse e evitar a propagação dos choques de oferta, inibindo o aumento generalizado dos preços. Ressalte-se que os aumentos da meta para a taxa de juros no último trimestre de 2002 tiveram como principal objetivo fazer com que as projeções para a inflação de 2003 retornassem a uma trajetória compatível com as metas para a inflação. (BCB. Carta aberta ao Ministro da Fazenda, jan. 2003: 9)

Assim, o resultado do regime de metas para a inflação no Brasil em 2002, de inflação de 12,53% para uma meta de 3,5% com tolerância de 2 p.p., deve ser atribuído às restrições de origem interna e externa. As restrições de origem interna referiam-se às incertezas associadas ao processo de sucessão presidencial, com a possibilidade da ascensão de um partido de esquerda ao poder. Com relação às restrições externas, destaca-se a recuperação menos acentuada da economia norte-americana do que os indicadores do início do ano sugeriam. Adicionalmente, o surgimento de denúncias de fraudes contábeis em grandes

¹⁹ Conforme Resolução do BCB n. 2.972 de 2002. A meta anterior era de 3,25% a.a., com intervalo de tolerância de 2 p.p. para mais ou para menos. O CMN não só alterou a meta de 3,25% a.a. para 4% a.a. como também alterou a banda para 2,5 pontos percentuais.

corporações americanas e européias afetou as bolsas de valores internacionais. Por fim, no segundo semestre de 2002, a perspectiva de um conflito armado em os Estados Unidos e o Iraque aumentou a volatilidade dos preços do petróleo e a aversão ao risco dos investidores internacionais, com redução na liquidez internacional.

Dada a magnitude dos choques de oferta enfrentados pelo Brasil em 2002, o BCB decidiu diluir a convergência da inflação corrente às metas de inflação em um período mais longo, a fim de evitar custos mais intensos para a economia nacional. Assim, na carta aberta enviada ao Ministro da Fazenda no início de 2003 para explicar os motivos do descumprimento da inflação em 2002 e o tempo necessário para que a inflação retornasse às metas estabelecidas pelo CMN, conforme determinação do Decreto Presidencial n. 3.088/1999, o BCB anunciou que perseguiria metas ajustadas em 2003²⁰ e 2004 (ver tabela 3.1).

Conforme se depreende da tabela III.1, a meta ajustada foi calculada através da soma de três componentes: i) a meta para a inflação preestabelecida pelo CMN; ii) os impactos da inércia da inflação herdada do ano anterior; e iii) o efeito primário dos choques de preços administrados.

Tabela III.1 – Meta ajustada para a inflação

Em %, 2003 e 2004

Linha	Item	2003	2004
(a)	Meta para a inflação decidida pelo CMN	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

Obs.: * Para o cálculo do choque retira-se o efeito da inércia e do câmbio sobre a inflação dos administrados e monitorados. ** A inércia a ser combatida nos anos seguintes equivale a $\frac{2}{3}$ da inércia herdada do ano anterior.

Fonte: Banco Central do Brasil.

Em 2003, a inflação medida pelo IPCA alcançou 9,30%, ficando acima, então, tanto da meta definida pelo CMN, que era de 4%, com intervalo de tolerância de 2,5 p.p. para cima ou para baixo, quanto da meta ajustada de 8,5%, que o BCB havia anunciado, em carta aberta ao Ministro da Fazenda enviada no início do mesmo ano, que perseguiria. A inércia

²⁰ Cabe lembrar que a meta para o ano de 2003 já havia sido alterada em junho de 2002 pelo CMN. Assim, a meta ajustada para 2003 tratava-se da segunda alteração da meta em um período de 7 meses.

inflacionária é o principal fator explicativo da inflação ocorrida em 2003, sendo responsável por 63,7% da taxa acumulada de 9,3%, ou seja, 5,9 pontos percentuais.

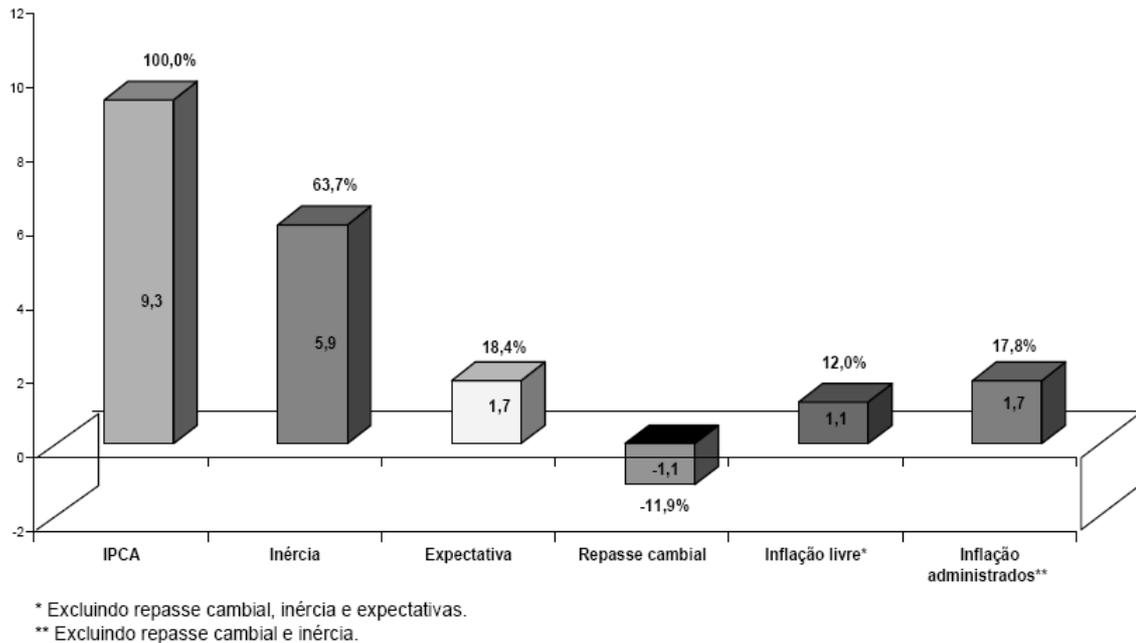
No primeiro trimestre de 2003, a inflação acumulou alta de 5,13%, o que representou 55% da inflação total do ano. A aceleração inflacionária registrada no início do ano foi determinada, em parte, pelos efeitos inerciais da inflação do último trimestre de 2002, tendo, portanto, relação direta com a deterioração das expectativas dos agentes privados. Dessa forma, o BCB deveria agir imediatamente a fim de reverter o processo de deterioração das expectativas, minimizando, assim, os impactos da estabilização sobre a atividade econômica.

Então o COPOM decidiu aumentar a meta para a taxa básica de juros da economia de 25% a.a. para 25,5% a.a. e 26,5% a.a. nos meses de janeiro e fevereiro, respectivamente, patamar em que a taxa SELIC permaneceu até junho do mesmo ano. Adicionalmente, o governo federal reafirmou o seu compromisso com uma política fiscal voltada para a obtenção de superávits primários compatíveis com uma dívida pública sustentável, aumentando em 0,5 p.p. a meta de superávit primário para ano, de 3,75% para 4,25% do PIB.

Os resultados da política monetária firme aliada à austeridade da política fiscal começaram a dar resultado já no primeiro semestre de 2003. A taxa de câmbio, que estava em R\$ 3,59/US\$ no dia da reunião do COPOM de fevereiro, entrou numa trajetória de forte declínio nos meses de março e abril, chegando a maio abaixo dos R\$ 3,00/US\$. A taxa de câmbio média no segundo semestre de 2003 foi de R\$ 2,92/US\$, havendo, portanto, um forte processo de valorização do real no ano. A valorização do real contribuiu para reduzir a taxa de inflação verificada no ano em 1,1 p.p., ou seja, 12% da variação acumulada pelo IPCA (ver gráfico III.5).

Em meados de 2003, quando as incertezas sobre a manutenção da política de câmbio flutuante, metas para a inflação e superávit primário se arrefeceram, reverteu-se o quadro de desconfiança por que passava a economia brasileira. Então, as expectativas de inflação começaram a convergir para as metas, o que possibilitou o início da flexibilização da política monetária no mês de junho. A meta para a taxa de juros SELIC foi reduzida em 10 p.p., passando de 26,5% a.a. em junho para 16,5% a.a. em dezembro.

Gráfico III.5 – Contribuições para a inflação
Em % do total e percentual acumulado no ano, 2003



Fonte: Banco Central do Brasil.

Os preços administrados exerceram uma pressão maior sobre a inflação do que os preços livres, tendo aumentado 13,2% enquanto os preços livres subiram 7,79% no ano. Os preços administrados foram puxados principalmente pelos reajustes das tarifas de energia elétrica, serviços de telecomunicações e tarifas de ônibus. Em 2003, os itens relacionados aos combustíveis não exerceram pressão sobre o IPCA.

Com relação ao nível de atividade, o país passou por dois momentos distintos em 2003. O primeiro semestre foi marcado por um ambiente macroeconômico adverso, como consequência da crise vivida pelo Brasil no segundo semestre de 2002 e pelos ajustes realizados com vistas a sua superação, entre eles, a elevação da taxa de juros básica da economia. No segundo semestre, iniciou-se um processo de recuperação acelerado, uma vez que já se consolidava a superação do episódio inflacionário e as incertezas com relação à condução da política econômica se dissipavam. A conjugação desses dois momentos distintos resultou em um desempenho fraco do PIB em 2003, quando o país cresceu apenas 1,1%, com queda de 0,3% do PIB *per capita*.

A atuação do BCB em 2003 teve como objetivo reverter o quadro de incertezas agudas sobre a economia do país e fazer com que as expectativas de inflação convergissem para as metas ajustadas para os anos de 2003 e 2004, sem esquecer de levar em consideração os custos envolvidos em termos de nível de atividade.

A carta aberta do BCB ao Ministro da Fazenda para explicar as razões do descumprimento de meta de inflação em 2003 e as ações tomadas pela autoridade monetária para conduzir a inflação novamente às metas estabelecidas pelo CMN em 2004 deixou claro que o BCB considerou o resultado do ano um sucesso. A inflação terminou o ano em 9,3%, 0,8 p.p. acima da meta ajustada de 8,5%, encontrando-se, portanto, “dentro de uma margem de erro perfeitamente aceitável” (BCB. Carta aberta ao Ministro da Fazenda, fev. 2004: 2).

Para Monteiro, mais uma vez ficou constatado que a política monetária do BCB é incapaz que afetar as causas da inflação brasileira:

Mais uma vez ficou constatado que a maioria dos elementos que determinam a taxa de inflação são pouco afetados pela política monetária de juros do Banco Central. A impotência da política monetária em controlar a volatilidade cambial, os ajustes dos preços administrados e a inércia inflacionária induzem a necessidade de utilização de altas dosagens de juros para tentar atingir as metas, quase sempre fora do seu alcance. (2006: 155)

III.1.3 – De 2004 a 2006

A meta para a inflação de 2004, inicialmente de 3,75%, com intervalo de tolerância de 2,5 p.p. para mais ou para menos²¹, foi alterada para 5,5%, mantendo-se a banda²². Dessa forma, a meta estabelecida pelo CMN ficou em linha com a meta ajustada que o BCB havia informado que perseguiria para o ano de 2004, conforme carta aberta enviada ao Ministro da Fazenda para explicar os motivos do descumprimento da meta de inflação em 2002. Assim, a inflação de 7,6% acumulada pelo IPCA em 2004 ficou dentro da meta, que tinha 8% como limite superior da banda.

A inflação em 2004 apresentou comportamento bastante volátil. No primeiro trimestre do ano, apresentou taxas mensais elevadas causadas por pressões sazonais, elevação do preço internacional das *commodities* e a combinação da flexibilização monetária iniciada em junho de 2003 com a recuperação do nível de atividade da economia brasileira. Porém, a tendência era de queda, partindo de 0,76% em janeiro para 0,37% em abril. No segundo trimestre, a inflação iniciou outro período de alta. Dessa vez, provocada pelo reajuste de diversos preços administrados, chegou a uma inflação de 0,91% em julho, acumulando no ano 4,42% de alta.

²¹ Conforme Resolução do BCB n. 2.972, de 2002.

²² Conforme Resolução do BCB n. 3.108, de 2003.

Os preços administrados aumentaram 10,2% em 2004, sendo responsáveis por 39%, ou 2,94 p.p., da variação de 7,6% do IPCA no ano. A gasolina e o álcool tiveram as altas mais expressivas, 14,7% e 31,6%, respectivamente, contra um aumento de 1,2% e um recuo de 12,6% no ano anterior. Esses dois itens foram responsáveis por aproximadamente 12% da variação do IPCA no ano de 2004.

Com um aumento de 6,5% em 2004, os preços livres foram responsáveis por 4,66 p.p. da inflação do ano. Os preços livres foram afetados positivamente pela oferta favorável de produtos agrícolas e pela apreciação cambial iniciada no segundo trimestre do ano. Os efeitos da apreciação cambial puderam ser percebidos pelo comportamento distinto dos preços dos bens comercializáveis e dos não comercializáveis internacionalmente: enquanto o primeiro grupo desacelerou de 8,7%, em 2003, para 6,3%, em 2004, o segundo grupo manteve-se no mesmo nível, variando de 6,7% para 6,9%, respectivamente.

A desaceleração dos preços livres em 2004 ante o ano anterior não foi mais expressiva em virtude de três fatores: a persistência observada em itens cujos reajustes refletem a inflação do ano precedente; a evolução dos preços internacionais do petróleo; e a elevação dos preços das *commodities* metálicas, em especial, ferro e aço. (BCB. Relatório de inflação, v. 7, n. 1, mar. 2005: 36-37, grifo no original)

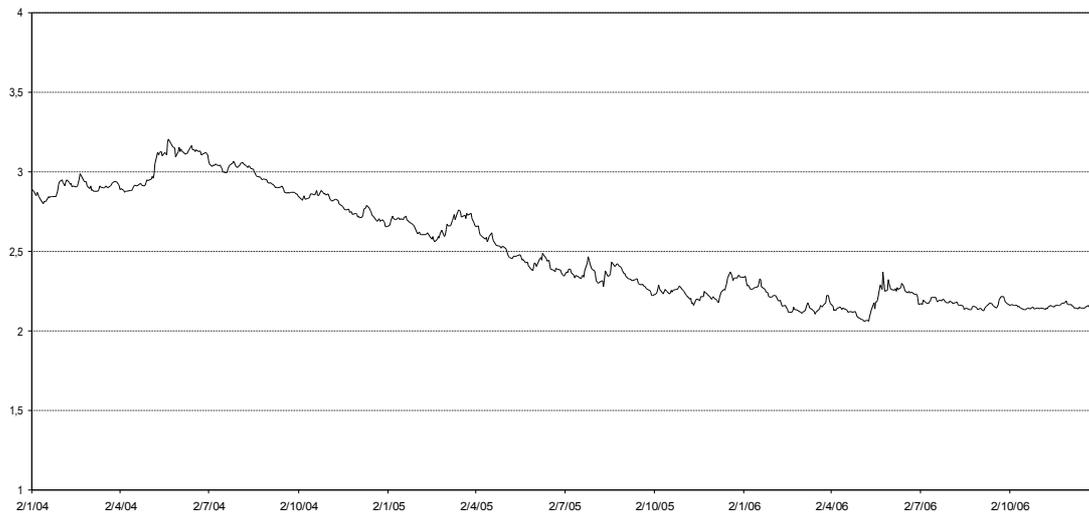
O dólar, que iniciou o ano cotado a R\$ 2,89, chegou a R\$ 3,21 em meados de maio. A partir de então se iniciou um processo de apreciação do real, com a taxa de câmbio encerrando o ano em R\$ 2,65/US\$, com uma média anual de R\$ 2,93/US\$ (ver gráfico III.6). A depreciação do real ocorrida no início do ano, juntamente com a evolução dos preços internacionais do petróleo, que atingiam níveis recordes naquele momento, alteraram as expectativas de inflação do setor privado. As estimativas do setor privado para o IPCA de 2004 e 2005 começaram o ano em 6% e 5%, respectivamente, e no final junho, estavam em 7% e 5,5%.

No segundo semestre de 2004, a inflação se estabilizou em patamares mais elevados, com média mensal de 0,65%, contra 0,57% no primeiro semestre. Dessa forma, o BCB passou a praticar uma política monetária mais restritiva, visando à inflação de 2005, uma vez que àquela altura, a inflação de 2004 já estava dada.

Após ter mantido a meta para a taxa SELIC nas duas primeiras reuniões do ano, o COPOM decidiu reduzir a taxa básica da economia nas reuniões de março e abril em 0,25 p.p., por entender que era maior a probabilidade de um cenário benigno de baixa persistência

para a inflação. A taxa SELIC foi mantida em 16% a.a. até setembro de 2004, quando o COPOM a aumentou em 0,25 p.p., revertendo sua tendência de queda que vinha desde junho de 2003. A esse aumento, seguiram-se seis de 0,5 p.p. e dois de 0,25 p.p., culminando em uma taxa SELIC de 19,75% a.a., em maio de 2005.

Gráfico III.6 – Cotação do dólar
Em R\$, de 2004 a 2006



Fonte: Banco Central do Brasil.

A política monetária mais restritiva iniciada no segundo semestre de 2004 tinha razões diversas das outras que haviam sido implementadas desde o início do regime de metas para a inflação em 1999. Segundo o Relatório Anual do BCB de 2004, a política restritiva iniciada em setembro foi necessária,

(...) tendo em vista a percepção de que, mantida inalterada a postura da política monetária, a forte expansão registrada na atividade econômica não tenderia a, espontaneamente, acomodar-se em ritmo de preenchimento do hiato do produto compatível com a convergência da inflação para a sua trajetória de metas. (BCB. Relatório anual, v. 40, 2004: 11)

O maior rigidez da política monetária não impediu que a economia brasileira se mantivesse em expansão no final de 2004, o que resultou no mais alto crescimento anual do PIB desde 1994, 5,7%. Os investimentos, após anos de variações modestas, cresceram 9,12% em 2004, e o desemprego chegou a dezembro em 9,6%.

A meta para a inflação de 2005 era de 4,5%, com intervalo de tolerância de 2,5 p.p. para mais ou para menos. O IPCA acumulou no ano alta de 5,69%, de forma que o BCB cumpriu, pelo segundo ano consecutivo, a meta de inflação. Os preços administrados

criaram 8,96%, equivalente a 2,67 p.p. da inflação do ano. Os itens que mais pressionaram a inflação nesse segmento foram gasolina, plano de saúde, tarifas de água e esgoto, energia, telefone fixo e ônibus urbano, representando cerca de 76% do crescimento registrado no ano. Os preços livres cresceram 4,32% no ano, tendo os bens comercializáveis e não comercializáveis internacionalmente crescido, respectivamente, 2,74% e 6,36%.

O comportamento dos preços de produtos agrícolas e a apreciação cambial foram determinantes para a menor variação dos preços livres no ano. No primeiro caso, a queda dos preços dos itens arroz, feijão, leite e óleo de soja, por exemplo, exerceu influência significativa para a redução da variação dos preços no grupo alimentação. A apreciação da taxa de câmbio favoreceu a desaceleração dos preços de bens comercializáveis internacionalmente vis-à-vis os não-comercializáveis. (BCB. Relatório anual, v. 41, 2005: 38)

O IPCA acumulou alta de 3,18% nos cinco primeiros meses de 2005, sustentada, basicamente, pela elevação dos preços administrados, cuja participação no índice atingia cerca de 30%. Por outro lado, a apreciação cambial contribuiu para a manutenção da estabilidade de preços: a taxa de câmbio, que no início do ano era de R\$ 2,67/US\$, chegou a R\$ 2,18 em dezembro, com média anual de R\$ 2,43/US\$.

A política restritiva iniciada pelo BCB em setembro de 2004 só começou a fazer efeito em meados de 2005, tendo o IPCA acumulado, entre maio e setembro, apenas 1,25%. Em virtude do recuo da inflação, que havia chegado a setembro acumulando alta de 3,95%, o COPOM decidiu iniciar um novo ciclo de redução da taxa básica de juros da economia. A taxa SELIC, que estava em 19,75% a.a., encerrou o ano em 18% ao ano.

Apesar da leve aceleração inflacionária ocorrida no último trimestre do ano, causada pelos reajustes dos preços domésticos dos combustíveis e pela reversão parcial da dinâmica dos preços dos alimentos, o BCB entendeu que não havia riscos à manutenção da estabilidade de preços, continuando a política de afrouxamento da política monetária. O IPCA acumulou, no último trimestre de 2005, alta de 1,67%, encerrando o ano com alta de 5,69%, dentro da meta estipulada pelo CMN.

A política monetária restritiva praticada pelo BCB por quase todo o ano de 2005 foi responsável pelo fraco desempenho da atividade econômica no ano: o PIB cresceu 3,2%. Apesar disso, o desemprego encerrou o ano em 8,3% e o consumo das famílias cresceu 4,5%.

Pela primeira vez desde a implementação do regime de metas para a inflação no Brasil, no final de 2005, as expectativas de inflação para o ano seguinte situavam-se no centro

da meta. A meta para a inflação de 2006 era de 4,5%, com intervalo de tolerância para mais ou para menos de 2 pontos percentuais. A partir de abril, as expectativas de inflação, no acumulado de 12 meses, passaram a situar-se em patamar inferior à meta estipulada pelo CMN.

A inflação medida pelo IPCA, após um segundo e terceiro trimestres de inflação muito baixa, que acumularam, respectivamente, 0,10% e 0,45%, encerrou o ano em 3,14%. Essa foi a segunda menor variação em um ano desde 1980, quando teve início a série. Os preços administrados subiram 4,27% e os preços livres cresceram 2,57% no ano.

A apreciação cambial contribuiu para a manutenção de um cenário benigno para a trajetória da inflação. O taxa de câmbio, que iniciou o ano em R\$ 2,34/US\$, encerrou dezembro em R\$ 2,14/US\$, com cotação média anual de R\$ 2,18/US\$. Além disso, por conta do aperto monetário de 2004 e 2005, a economia se encontrava ainda longe de seu produto potencial.

Nas duas primeiras reuniões do COPOM no ano, a taxa básica de juros da economia foi reduzida em 0,75 pontos percentuais. Nas reuniões seguintes, os cortes continuaram, mas em dosagem menor, 0,5 p.p. por reunião, com a taxa SELIC chegando a dezembro em 13,25% ao ano.

A redução do patamar dos cortes traduziu as incertezas tanto em relação ao grau de transmissão do movimento de flexibilização da política monetária iniciado em setembro de 2005, quanto em relação aos efeitos sobre as condições de liquidez externas provenientes de alterações na condução da política monetária dos EUA. (BCB. Relatório anual, v. 42, 2006: 12)

Com a contribuição do cenário externo e a retomada do afrouxamento da política monetária, o PIB respondeu, crescendo 3,8%. O destaque no ano ficou por conta da formação bruta de capital fixo, que cresceu 9,77%. A taxa de desemprego, que ficou por dois terços do ano acima dos dois dígitos, chegou a dezembro em 8,4%, praticamente o mesmo nível de dezembro do ano anterior.

Nesses três anos em que o cenário econômico mundial contribuiu, o Brasil melhorou sensivelmente seus indicadores de solvência externa: as reservas internacionais encerraram 2006 em US\$ 85,8 bilhões, o país obteve pelo segundo ano consecutivo superávit da balança comercial superior a US\$ 40 bilhões e o governo federal tornou-se credor externo líquido em julho de 2006.

III.2 – Análise do regime brasileiro de metas para a inflação entre 1999 e 2006

Em janeiro de 1999, após um ataque especulativo contra o real, o regime cambial brasileiro foi flexibilizado. As autoridades monetárias brasileiras consideraram que, com o fim do regime de câmbio fixo, “fazia-se necessária a adoção de uma nova âncora nominal que coordenasse as expectativas inflacionárias e balizasse a formação de preços” (Modenesi, 2005: 359). O objetivo era manter a estabilidade do nível de preços conquistada após a implementação do Plano Real, em 1994.

Assim, em março de 1999, mesmo que informalmente, o BCB adotou a sistemática de metas para a inflação como a nova âncora nominal da economia brasileira²³. A partir de então, o desempenho da autoridade monetária passou a pautar-se “pelo comprometimento com o controle da taxa de inflação” (BCB. Ata da 33ª Reunião do COPOM, mar. 1999).

De fato, nos sete anos e meio analisados neste trabalho, o regime de metas para a inflação proporcionou uma âncora nominal para a economia brasileira. Desde o abandono do regime de metas cambiais até 2006, as taxas de inflação no Brasil permaneceram em níveis reduzidos, principalmente quando comparadas às taxas de inflação ocorridas nas décadas de 1980 e 1990, até a implementação do Plano Real, em julho de 1994²⁴. Essa relativa estabilidade no nível de preços ocorreu a despeito das expectativas de muitos analistas de que a flexibilização cambial resultaria no retorno da alta inflação e dos diversos choques que afetaram a economia brasileira no período estudado.

Entretanto, do ponto de vista do cumprimento das metas estabelecidas pelo CMN, a autoridade monetária não se mostrou capaz de manter a inflação acumulada pelo IPCA dentro dos intervalos de flutuação quando o país foi afetado por choques tanto de ordem externa quanto de ordem interna. O BCB não cumpriu as metas de inflação por três anos consecutivos, de 2001 a 2003 (ver tabela III.2).

Em 2001, o Brasil foi afetado pelo racionamento de energia elétrica, pela intensificação da crise argentina e pela expectativa de agravamento da recessão norte-americana, após os atentados de 11 de setembro. A deterioração das condições econômicas

²³ O regime de metas para a inflação passou a vigorar formalmente no Brasil em 1º de julho de 1999, após a publicação do Decreto Presidencial n. 3.088, de 21 de junho de 1999 e da Resolução do BCB n. 2.615, de 30 de junho de 1999.

²⁴ A série histórica do IPCA começou em 1980, e a menor taxa de inflação anual até 1994 havia sido uma alta de 79,66%, em 1986. De janeiro de 1999 a dezembro de 2006, o IPCA acumulou alta de 79,32%, ou 7,57% ao ano. Os resultados do Plano Real foram analisados no capítulo I.

nos planos interno e externo refletiu-se em expressiva desvalorização cambial, que foi responsável por 38%, ou 2,9 p.p., da inflação de 7,7% no ano.

No ano de 2002, novamente, o país foi afetado por restrições de ordem interna e externa. As restrições de ordem interna referiam-se às incertezas associadas ao processo de sucessão presidencial, com a possibilidade de um partido político de esquerda, o Partido dos Trabalhadores (PT), sair vencedor do pleito. O mercado financeiro ficou temeroso em relação à manutenção das políticas econômicas de superávit primário, câmbio flutuante e metas para a inflação, o que gerou dificuldades para o governo rolar a dívida, forte depreciação da taxa de câmbio e deterioração das expectativas de inflação. Com relação às restrições de ordem externa, pode-se destacar o surgimento de denúncias de fraudes contábeis em grandes corporações norte-americanas e européias e a perspectiva do início de uma guerra entre Estados Unidos e Iraque, que aumentou a volatilidade dos preços internacionais do petróleo e reduziu a liquidez internacional.

O IPCA acumulou alta de 12,53% em 2002, com a meta em 3,5% e o intervalo de tolerância em 2 pontos percentuais. Portanto, a inflação foi 7,53 p.p. acima do limite superior da banda de flutuação, sendo o pior resultado para o IPCA acumulado em um ano desde 1995. O IPCA acumulou alta de 9,31% no segundo semestre de 2002, fato que ajuda a explicar o descumprimento da meta de inflação de 2003. A inflação acumulada, no ano de 2003, foi de 9,3%, sendo a inércia inflacionária responsável por 63,7%, ou 5,9 p.p., da inflação do ano. O BCB buscou, em 2003, uma meta ajustada de 8,5% e considerou a diferença de 0,8 p.p. entre a meta ajustada e a inflação efetiva “dentro de uma margem de erro perfeitamente aceitável” (BCB. Carta aberta ao Ministro da Fazenda, fev. 2004: 2).

Cabe observar, que a meta ajustada de 8,5% para o ano de 2003, foi a segunda alteração da meta, que mesmo assim não foi cumprida²⁵. Ademais, meta ajustada pressupõe a existência do mecanismo de cláusula de escape, que não é previsto na configuração institucional do regime brasileiro de metas para a inflação. Por fim, a meta de 2004, só foi cumprida porque, em junho de 2003, o CMN a alterou para 5,5%, com intervalo de tolerância de 2,5 p.p., para mais ou para menos. Assim, a meta para a inflação de 2004 ficou em linha com a meta ajustada que o BCB havia informado que perseguiria no ano.

²⁵ O Decreto Presidencial n. 3088, de 1999, que fixou a sistemática de metas para a inflação no Brasil, determina que a meta de inflação de determinado ano deve ser fixada até junho de dois anos antes. Assim, a meta de inflação de 2003, havia sido fixada em 3,25%, com intervalo de tolerância de 2 p.p., para mais ou para menos, em junho de 2001. Em junho de 2002, o CMN reajustou a meta para cima, 4%, com intervalo de tolerância de 2,5 p.p. para cima ou para baixo do centro da meta. Em janeiro de 2003, em carta aberta enviada ao Ministro da Fazenda, o BCB tornou público que buscava atingir as metas de 8,5% e 5,5% para os anos de 2003 e 2004, respectivamente.

Tabela III.2 – Desempenho do regime de metas para a inflação no Brasil
1999 a 2006

Ano	Meta (%)	Limites de tolerância (%)	IPCA (%)	Cumprimento da meta
1999	8	6-10	8,94	Cumpriu
2000	6	4-8	5,97	Cumpriu
2001	4	2-6	7,67	Não cumpriu
2002	3,5	1,5-5,5	12,53	Não cumpriu
2003*	8,5	-	9,3	Não cumpriu
2004	5,5	3-8	7,6	Cumpriu
2005	4,5	2-7	5,69	Cumpriu
2006	4,5	2,5-6,5	3,14	Cumpriu

* A carta aberta, de 21/01/2003, estabeleceu meta ajustada de 8,5% para o ano de 2003.

Fonte: Banco Central do Brasil.

Modenesi (2005: 385-387) destaca a baixa previsibilidade da taxa de inflação no Brasil como um fator explicativo das dificuldades encontradas pelo BCB em cumprir as metas de inflação estipuladas pelo CMN. As principais razões da baixa previsibilidade da inflação no Brasil são: i) a falta de indicadores antecedentes que possam antecipar de forma satisfatória o movimento do índice de inflação; ii) a falta de uma relação estável entre os instrumentos de política monetária e a inflação; iii) o conhecimento precário da estrutura da economia do país e dos mecanismos de transmissão da política monetária; e iv) a presença de defasagens na condução da política monetária.

A dificuldade de se prever a inflação pode comprometer o regime de metas para a inflação uma vez que reduz a capacidade da autoridade monetária em controlá-la. Assim, dificulta-se a avaliação da aderência do BCB à meta estabelecida pelo CMN, tornando menos efetivo o acompanhamento do desempenho da autoridade monetária por parte dos agentes econômicos.

Determinar que a autoridade monetária cumpra uma meta para uma variável de difícil previsão e que é controlada de maneira precária, abre precedente para que eventuais descumprimentos sejam facilmente justificáveis. Assim, é provável que a política monetária perca credibilidade e se torne incapaz de coordenar as expectativas dos agentes econômicos. Uma vez que as expectativas inflacionárias são uma variável importante para o resultado da política monetária, a falta de credibilidade pode comprometer o resultado do regime de metas para a inflação.

No Brasil, o não cumprimento das metas para a inflação, como já demonstrado neste capítulo, foi facilmente justificado em diversos anos em função da ocorrência de choques

econômicos de ordem interna e externa que, por sua natureza, não estavam sob o controle do BCB. Segundo Modenesi,

(...) foi fácil criar racionalizações para justificar a incapacidade do Banco Central de cumprir as metas estipuladas pelo CMN, omitindo ou mascarando o fato de que, no Brasil – em função, sobretudo, da elevada vulnerabilidade da economia a toda sorte de choques, notadamente os de origem externa –, não há modelo estrutural capaz de prever a inflação com suficiente precisão. (2005: 386)

O descumprimento das metas de inflação por parte da autoridade monetária também pode ser atribuído ao fato de o CMN ter fixado metas incompatíveis com as peculiaridades da economia brasileira. O CMN foi extremamente rígido ao estabelecer um processo de desinflação demasiadamente rápido para a economia brasileira entre 1999 e 2003. A meta de inflação, que em 1999 era de 8%, foi reduzida drasticamente para 3,25% em 2003 – antes das duas revisões para a meta desse ano. Os resultados apresentados pela autoridade monetária em relação ao cumprimento das metas para a inflação, entre 2001 e 2003, mostraram que trajetórias fortemente decrescentes para a taxa de inflação têm sido incompatíveis com as características da economia brasileira. (Modenesi, 2005: 387)

Oreiro (2005) afirma que as metas de inflação são fixadas em patamares irrealistas, ou seja, em níveis que não refletem adequadamente o grau de aversão da sociedade à inflação, e que esse fato pode ser percebido pelas diversas manifestações de representantes da indústria e dos sindicatos reivindicando uma política mais realista de combate à inflação. Oreiro, Lemos e Padilha afirmam que

O nível da meta em si não interfere, *a priori*, na função de âncora nominal que o sistema propicia à economia; isto é, desde que os agentes econômicos entendam como crível a meta estabelecida, ela servirá de base para a formação das expectativas inflacionárias independentemente do seu patamar. (2005: 3, grifo no original)

Assim, o CMN poderia ter decidido por adotar um processo de desinflação mais gradual sem que isso comprometesse o sucesso do regime brasileiro de metas para a inflação. Pelo contrário, na medida em que o processo fosse mais gradual, possivelmente o BCB teria cumprido a meta em anos que não cumpriu, o que aumentaria a reputação da autoridade monetária e, conseqüentemente, a credibilidade do regime de metas para a inflação. Vale lembrar, também, que não teria havido a necessidade de tantos reajustes para cima nas metas de inflação, como ocorreu nos anos de 2003, por duas vezes, e em 2004, uma vez.

Para Minella *et al.* (2002), lidar com a volatilidade da taxa de câmbio tem sido um dos maiores desafios enfrentados por países emergentes que adotam a sistemática de metas para a inflação, entre eles, o Brasil. A volatilidade da taxa de câmbio gera freqüentes revisões das expectativas de inflação, que podem resultar em não cumprimento das metas de inflação fixadas pelo CMN. Assim, o BCB deve realizar pequenas intervenções no mercado cambial a fim de minimizar os problemas relacionados à volatilidade cambial. Porém, segundo os autores, essas intervenções devem ser feitas da forma mais transparente possível, a fim de se evitar que a intervenção prejudique a credibilidade da política monetária, com os agentes econômicos passando a acreditar que a estabilização da taxa de câmbio tem precedência sobre a estabilidade do nível de preços da economia.

Mudanças na taxa de câmbio exercem efeitos sobre a inflação por meio de alterações nos preços dos produtos comercializáveis internacionalmente e dos preços administrados. Variações na taxa de câmbio afetam diretamente o nível de preços em razão de mudanças nos preços dos bens comercializáveis no mercado internacional e indiretamente por meio de alterações nos preços de matérias-primas importadas para a produção de bens domesticamente, uma vez que, em geral, variações nos custos de produção são repassadas aos preços.

Os preços administrados, aqueles que de alguma forma são determinados ou influenciados por um órgão público e que variam independentemente das condições vigentes de oferta e demanda, têm peso de aproximadamente 30% no IPCA (Carvalho, *et al.*, 2007: 153). Em geral, os preços administrados são reajustados com base no comportamento passado de algum índice de inflação, e o índice de inflação geralmente utilizado é o Índice Geral de Preços (IGP)²⁶, calculado pela Fundação Getúlio Vargas (FGV).

A tabela III.3 mostra as variações anuais do IPCA separadas entre preços livres e preços administrados. Nela, fica claro o impacto das altas dos preços administrados sobre o IPCA. Enquanto os preços livres subiram, entre 1999 e 2006, 61,02%, resultado de altas de 70,88% e 50,99% nos preços de bens comercializáveis e não comercializáveis internacionalmente, respectivamente, os preços administrados cresceram 147,2%.

Tabela III.3 – Variação anual do IPCA

²⁶ O IGP é uma média ponderada de três outros índices: 60% do Índice de Preços no Atacado (IPA), 30% do Índice de Preços ao Consumidor (IPC) e 10% do Índice Nacional da Construção Civil (INCC). O IPA possui significativa participação no IGP, e por ser um índice de preços no atacado, é fortemente influenciado por variações na taxa de câmbio. Assim, variações na taxa de câmbio geram impactos significativos sobre o IPCA.

Em %, preços livres e administrados, de 1999 a 2006

Ano	IPCA (%)	Livres (%)			Administrados (%)
		Total	Comercializáveis	Não comercializáveis	
1999	8,94	6,37	11,27	1,63	20,89
2000	5,97	3,68	3,64	3,72	12,90
2001	7,67	6,57	7,30	5,72	10,78
2002	12,53	11,49	14,86	7,48	15,32
2003	9,30	7,79	8,69	6,65	13,20
2004	7,60	6,54	6,28	6,85	10,20
2005	5,69	4,32	2,74	6,36	8,98
2006	3,14	2,58	1,31	4,01	4,28
Acum.	79,34	61,02	70,88	50,99	147,20

Fonte: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada.

Modenesi (2005: 388-391) argumenta que apesar da considerável austeridade monetária praticada pelo BCB, com a taxa de juros SELIC em patamar excessivamente elevado, principalmente se comparada aos níveis internacionais, as metas de inflação não foram alcançadas nos anos que em o Brasil foi afetado por choques que causaram forte desvalorização cambial. A elevada participação dos preços administrados na composição do IPCA é um fator explicativo fundamental para o insucesso do BCB em cumprir as metas de inflação em anos em que há forte desvalorização cambial.

Uma vez que os preços administrados não são determinados pela interação entre oferta e demanda, eles são insensíveis à taxa de juros, estando, portanto, fora do controle da autoridade monetária. Como a taxa de juros é o principal instrumento de política monetária do BCB e os preços administrados não são afetados por esse instrumento, a elevada participação dos preços administrados reduz substancialmente a eficácia da política monetária no Brasil.

Então, o BCB, para tentar cumprir a meta de inflação estipulada pelo CMN, eleva excessivamente a taxa de juros SELIC, a fim de manter a demanda agregada suficientemente reprimida, represando, dessa forma, os preços livres, como forma de compensar a pressão exercida pelos preços administrados na taxa de inflação.

Mendonça, Curado e Oreiro (2005) apud Mendonça (2005), apresentam sugestões para aumentar a eficiência do regime brasileiro de metas de inflação, entre elas, destacam-se:

i) a adoção de metas estáveis para a inflação, uma vez que a adoção de metas decrescentes mostrou-se equivocada para a realidade da economia brasileira e que a credibilidade do regime é verificada pelo cumprimento das metas estabelecidas e não pelo seu rigor. Vale dizer que o CMN passou a agir dessa forma a partir do estabelecimento da meta de

2005, em 4,5% ao ano. Essa meta vem sendo repetida ano a ano pelo CMN e, pelo menos até 2010, será a meta que o BCB deverá perseguir. A adoção de metas estáveis aumenta a liberdade do COPOM na definição da taxa de juros, contribuindo para o crescimento da demanda agregada e do produto.

ii) a adoção de metas de inflação para o núcleo do IPCA, dado que o IPCA “cheio” sofre muita pressão dos preços administrados. Assim, a taxa SELIC não seria mais elevada para controlar processos inflacionários que não fossem em consequência de pressões de demanda, preservando o nível de atividade da economia. Outra questão levantada é que a meta de inflação deveria se concentrar no indicador que captura o comportamento das variações dos preços sujeitos à dinâmica de mercado.

iii) a alteração na sistemática de apuração das expectativas de inflação, com as expectativas passando a refletir a percepção de um conjunto mais amplo de agentes, incluindo, inclusive, os agentes que efetivamente dispõem de poder de formação de preços. Assim, além dos participantes do mercado financeiro, deveriam ser consultados diversos segmentos da indústria e do comércio e os departamentos de pesquisa econômica de renomadas instituições de ensino superior, a fim de aumentar a confiabilidade das expectativas com relação à inflação futura.

Com a implementação das mudanças apresentadas, aumentar-se-ia a capacidade da autoridade monetária em alcançar as metas estabelecidas pelo CMN e reduzir-se-ia a influência da taxa de câmbio sobre os resultados da inflação perseguida pelo BCB. Assim, a taxa de juros SELIC poderia ser reduzida, aumentando-se, dessa forma, o nível do produto e do emprego e reduzindo-se o custo de rolagem da dívida pública.

CONCLUSÃO

O regime monetário de metas para a inflação vem sendo adotado por um número cada vez maior de países desde 1990, quando foi implementado na Nova Zelândia. O Brasil adotou o regime de metas para a inflação em julho de 1999, após a crise cambial de janeiro do mesmo ano, que culminou com o fim do regime de câmbio fixo que vinha sendo adotado desde a implementação do Plano Real, em meados de 1994. Sendo assim, é relevante analisar os resultados alcançados pelo regime de metas para a inflação no Brasil do ponto de vista da capacidade de funcionar como uma âncora nominal para a economia, coordenando expectativas e balizando a formação de preços.

O regime de metas para a inflação é derivado de uma concepção de funcionamento da economia desenvolvida na década de 1980, que ficou conhecida na história do pensamento econômico como escola novo-clássica. A adoção do regime é a principal proposição de política econômica do modelo novo-clássico.

O presente estudo teve por objetivo geral analisar: i) o sucesso da estabilização dos níveis de preço, conquistada com o Plano Real, e suas conseqüências para a economia brasileira; ii) os pressupostos teóricos que sustentam a proposição do regime de metas para a inflação como política monetária capaz de coordenar as expectativas dos agentes econômicos e balizar a formação de preços; e iii) a implementação do regime de metas para a inflação no Brasil, seus aspectos institucionais e operacionais.

Seu objetivo específico foi analisar por que, apesar de ter proporcionado uma nova âncora nominal para a economia brasileira, mantendo a estabilização das taxas de inflação conquistada após a implementação do Plano Real, em 1994, o regime de metas para a inflação não foi capaz de cumprir as metas de inflação estipuladas pelo CMN durante alguns anos entre 1999 e 2006.

Ao longo do período analisado, observou-se que quando o país foi afetado por choques de ordem interna e, principalmente, de ordem externa, a autoridade monetária não obteve êxito em manter a inflação dentro dos limites estabelecidos pelo CMN. Dessa forma, ficou demonstrado que, dada a vulnerabilidade da economia brasileira a toda ordem de choques, não há modelo estrutural que seja capaz de prever a trajetória de inflação com a necessária precisão.

Os vários choques que afetaram a economia brasileira no período analisado, notadamente em 1999 e entre 2001 e 2002, geraram fortes desvalorizações cambiais, que se refletiram na inflação por meio de aumentos nos preços dos bens comercializáveis internacionalmente e, principalmente, através de aumentos nos preços administrados. Os preços administrados, que têm participação de cerca de 30% no índice oficial de inflação, não são determinados pela interação entre oferta e demanda e, portanto, não são afetados pela taxa de juros. Em geral, os preços administrados são reajustados com base no comportamento pretérito de algum índice de inflação.

Dessa forma, a taxa de juros de curto prazo, que é o principal instrumento de política monetária no regime de metas para a inflação, não é capaz de afetar os preços administrados. Então, o BCB teve que manter a taxa de juros SELIC em patamares excessivamente elevados, durante todo o período analisado, a fim de manter a demanda agregada suficientemente reprimida, represando, assim, os preços livres, como forma de compensação da pressão exercida pelos preços administrados sobre a inflação.

Pode-se destacar também que o CMN adotou metas muito ousadas de desinflação para a economia brasileira nos primeiros anos de implantação do regime de metas para a inflação no Brasil. A meta para a inflação anual, que em 1999 era de 8%, foi reduzida drasticamente, chegando a 2003 em 3,25% – antes das duas revisões para a meta do ano. Como o nível da meta, não interfere, *a priori*, na função de âncora nominal que o regime de metas para a inflação propicia para a economia, o CMN poderia ter adotado um processo de desinflação mais gradual sem a preocupação de comprometer a credibilidade do regime.

Dado o exposto, conclui-se que, apesar de o regime de metas para a inflação ter conseguido manter a estabilidade de preços conquistada com o Plano Real, a nova sistemática implementada no Brasil, não tem sido bem sucedida na tarefa de cumprir as metas de inflação estabelecidas pelo CMN nos anos em que o cenário econômico internacional não é favorável, demonstrando forte dependência a fatores fora do alcance da autoridade monetária para que as metas possam ser cumpridas. Dessa forma, a implementação de mudanças como a adoção de metas estáveis ao longo dos anos, a adoção de metas para um núcleo de inflação que exclua os bens que não são afetados pela interação entre oferta e demanda e a alteração da sistemática de apuração das expectativas de inflação, passando a considerar um conjunto mais amplo de agentes econômicos, são ações necessárias para melhor o desempenho do regime de metas para a inflação no Brasil.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BACHA, E. L. O fisco e a inflação: uma interpretação do caso brasileiro. **Revista de Economia Política**, v. 14, jan./mar. 1994.

_____. Plano Real: uma avaliação preliminar. **Revista do BNDES**, n. 3, jun. 1995.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Atas do Comitê de Política Monetária**, diversas atas. Brasília. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br>>. Acesso em: 16 fev. 2009.

_____. **Cartas abertas do Presidente do BCB ao Ministro de Estado da Fazenda: 2002-2004**. Brasília. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br>>. Acesso em: 16 fev. 2009.

_____. **Relatórios anuais**, diversos relatórios. Brasília. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br>>. Acesso em: 16 fev. 2009.

_____. **Relatórios de Inflação**, diversos relatórios. Brasília. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br>>. Acesso em: 16 fev. 2009.

BERNANKE, B. S. *et al.* **Inflation targeting: lessons from the international experience**. Princeton, Princeton University Press, 1999.

BOGDANSKI, J.; TOMBINI, A. A.; WERLANG, S. R. C. **Implementing Inflation Targeting in Brasil**. Working Paper Series, n. 51, 2000. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/pec/wps/ingl/wps1.pdf>>. Acesso em: 16 fev. 2009.

CARVALHO, F. *et al.* **Economia monetária e financeira: teoria e política**. 2 ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.

CASTRO, L. B. de. Privatização, Abertura e Desindexação: a primeira metade dos anos 90 (1990-1994). In: GIAMBIAGI, F. *et al.* (Org.). **Economia Brasileira Contemporânea**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005. p. 141-165.

CUKIERMAN, A.; NEYAPTI, B.; WEBB, S. B. Measuring the independence of Central Banks and its effects on policy outcomes. **The World Bank Economic Review**, v. 6(3), 1992.

FRANCO, G. H. B. The Real Plan. PUC-Rio, Departamento de Economia, **Texto para Discussão**, n. 354, Rio de Janeiro, 1996.

FRIEDMAN, M. The role of monetary policy. **The American Economic Review**, v. LVIII(1), p. 1-17, 1968.

FROYEN, R. T. **Macroeconomia**. São Paulo: Saraiva, 2001.

GIAMBIAGI, F. Estabilização, Reformas e Desequilíbrios Macroeconômicos: Os Anos FHC (1995-2002). In: GIAMBIAGI, F. *et al.* (Org.). **Economia Brasileira Contemporânea**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005. p. 166-195.

GOLDFAJN, I. The Swings in Capital Flows and the Brazilian Crisis. PUC-Rio, Departamento de Economia, **Texto para Discussão**, n. 422, Rio de Janeiro, 2000.

KYDLAND, F.; PRESCOTT, E. Rules rather than discretion: the inconsistency of optimal plans. **Journal of Political Economy**, n. 85, p. 473-492, 1977.

MATHIAS, J. F. C. M. **Abordagem sistêmica de crises cambiais**: uma interpretação da crise brasileira de 1999. Tese (Doutorado em Economia) – Instituto de Economia, UFRJ, Rio de Janeiro, 2003.

MENDONÇA, H. F. de. **Metas para inflação e variáveis macroeconômicas**: uma avaliação empírica. 2005. Disponível em: <www.anpec.org.br/encontro2005/artigos/A05A040.pdf>. Acessado em: 16 fev. 2009.

_____; OREIRO, J.L.; CURADO, M. Uma proposta de ajuste no regime de metas de inflação. **Valor Econômico**, 6 de jul. 2005, Ano 6, n. 1296, A10.

MINELLA, A. *et al.* **Inflation Targeting in Brazil**: lessons and challenges. Working Paper Series, n. 53, 2002. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/pec/wps/ingl/wps53.pdf>>. Acesso em: 16 fev. 2009.

MODENESI, A. de M. **Regimes Monetários**: teoria e a experiência do real. Barueri: Manole, 2005.

MONTEIRO, J. E. D. **Regime de Metas de Inflação**: Teoria e Prática. Tese (Doutorado em Economia) – Instituto de Economia, UFRJ, Rio de Janeiro, 2006.

OREIRO, J. L. A governança da política monetária brasileira: análise e proposta de mudança. **Programa de Seminários em Desenvolvimento Econômico**, UFPR, 2005.

OREIRO, J. L.; LEMOS, B. P.; PADILHA, R. A. **O regime de metas de inflação e a governança da política monetária no Brasil**: análise e proposta a de mudança. 2005. Disponível em: <http://www.economia.ufpr.br/publica/textos/2005/Oreiro_Breno_Rodrigo%20ayres.pdf>. Acesso em: 2 mar. 2009.

ROGOFF, K. The optimal degree of commitment to an intermediate monetary target. **Quartely Journal of Economics**, p. 1169-1189, 1985.

SARGENT, T. Rational expectations, the real rate of interest, and the natural rate of unemployment. *In*: LUCAS, R.; SARGENT, T. (Eds.). **Rational expectations and econometric practice**. Mineápolis, The University of Minnesota Press, 1981.

_____; WALLACE, N. Rational expectations, the real rate of interest, and the natural rate of unemployment. *In*: LUCAS, R.; SARGENT, T. (Eds.). **Rational expectations and econometric practice**. Mineápolis, The University of Minnesota Press, 1981.

VARIAN, H. **Microeconomia**: princípios básicos. Rio de Janeiro: Campus, 2003.

WALSH, C. Optimal contracts for Central Bankers. **The American Economic Review**, v. 85(1), p. 150-167, 1995.