

A RECENTE EXPERIÊNCIA BRASILEIRA COM METAS DE INFLAÇÃO: UMA AVALIAÇÃO PRELIMINAR¹

Marcelo E. A. da Silva²
Marcelo S. Portugal³

Resumo

Após a acentuada desvalorização do Real e o posterior abandono do regime de câmbio atrelado ao dólar, o Brasil passou a adotar metas de inflação como seu regime de política monetária. Em geral, apesar das dificuldades enfrentadas, o novo regime vem obtendo êxito em manter a economia brasileira numa trajetória de estabilidade de preços. No entanto, como destacado neste artigo, alguns aspectos precisam ser melhor direcionados e equacionados, como por exemplo, o comportamento e a composição da dívida pública, a característica informal do regime brasileiro e, por fim, a utilização de um índice de núcleo da inflação ao invés do índice cheio (IPCA). No nosso entender estes são aspectos cruciais para que o regime de metas de inflação no Brasil seja uma experiência de sucesso.

Palavras Chaves: Metas de Inflação, Política Monetária, Política de Estabilização.
JEL: E-52, E-65.

Abstract

After the sharp exchange rate devaluation and the end of crawling peg regime, an Inflation Targeting mechanism was introduced in Brazil. Even in an unfriendly context, the new regime has managed to maintain the Brazilian Economy in a path of price stability. However, some issues, such as the time path and the composition of the debt to GDP ratio, the informal characteristic of Brazilian regime, and the use of core inflation instead of the headline index (IPCA) as the target, are still to be solved. We believe these are crucial aspects to ensure the long-term success of Brazilian experience with Inflation Targeting.

Key Words: Inflation Targeting, Monetary Policy, Stabilization Policy.
JEL: E-52, E-65.

1. Introdução

A economia brasileira vem gozando, ao longo dos últimos anos, de uma relativa estabilidade de preços. Isto foi conquistado inicialmente com a introdução do Plano Real, em junho de 1994, e foi mantido com a adoção do regime de metas de inflação, em junho de 1999, após a acentuada desvalorização cambial ocorrida em janeiro do mesmo ano, que resultou no abandono do regime cambial atrelado ao dólar.

A introdução do regime de metas de inflação significou não apenas uma mudança na âncora nominal para a política monetária propriamente dita, mas na própria maneira como as decisões de política monetária passaram a ser tomadas daí por diante.

Ao longo da última década, diversos países vêm adotando metas de inflação como regime de política monetária, desde os mais desenvolvidos, como Reino Unido, Canadá, Austrália,

¹ Agradecemos a colaboração dos bolsistas de Iniciação Científica, Patrícia Palermo (CNPq) e Amanda Pimenta (CNPq), e Gustavo Russomano (FAPERGS).

² Economista da Datamétrica e Professor de Economia da Faculdade Santa Maria (FSM).

³ Professor do Programa de Pós-Graduação em Economia da UFRGS e pesquisador associado do CNPq.

Nova Zelândia, Suécia e Finlândia, até os menos desenvolvidos, como Brasil, Chile, Colômbia, Polônia e República Tcheca. Embora exista uma certa convergência para o que se poderia definir como uma estrutura ótima de metas de inflação, os países possuem, dentro de seus respectivos contextos, diferenciações na maneira como o regime funciona em cada um deles. De uma maneira geral, a experiência destes países, e entre eles a do Brasil, pode considerada como uma experiência de sucesso.

No caso brasileiro, os dados de inflação (IPCA) mostram que o regime de metas de inflação parece ter funcionado muito bem entre 1999 e 2000, mas para o período 2001-2002 a taxa de inflação tem ficado acima da meta. O objetivo principal deste artigo é analisar a experiência brasileira com metas de inflação, apresentando as suas principais características e fragilidades, e sugerindo, na medida do possível, modificações na sua estrutura.

Neste sentido, este artigo contém, além desta breve introdução, cinco outras seções. Na seção 2 são traçadas algumas características gerais do regime, além disso, esta seção traz uma discussão das principais pré-condições para implantação do regime. A seção seguinte apresenta o regime a partir de um modelo teórico sugerido por Svensson (1996). A seção 4 compara metas de inflação com duas alternativas principais de regimes monetários: metas cambiais e metas monetárias. A idéia é discutir brevemente as principais vantagens e desvantagens de cada um deles. A seção 5 discute a recente experiência brasileira com o regime de metas de inflação, enquanto a última seção apresenta as principais conclusões do artigo.

2. Características Gerais do Regime de Metas de Inflação

De uma maneira geral, o regime de metas de inflação apresenta alguns elementos característicos essenciais: (1) um anúncio público de metas numéricas para a taxa de inflação para períodos à frente; (2) um compromisso claro com a estabilidade de preços como o objetivo principal da política monetária; (3) o uso da previsão da inflação como meta intermediária; (4) um aumento crescente no grau de transparência da política monetária; e consequentemente (5) um aumento significativo na responsabilidade do banco central em alcançar as metas estabelecidas.

Duas condições básicas têm sido apontadas como necessárias para que o regime funcione de maneira adequada. A primeira é que o banco central deve ser capaz de conduzir a política monetária de maneira relativamente independente. Em outras palavras, o banco central deve possuir liberdade suficiente para escolher os instrumentos que possibilitem o alcance dos objetivos de política monetária. A independência requerida é no sentido operacional, e não nos objetivos.⁴ Do mesmo modo, a política monetária não pode ser severamente restringida por questões de natureza fiscal. A existência de déficits públicos crescentes, que se constituem como um fator de elevação das expectativas de inflação, e/ou a dependência de financiamento inflacionário impendem que o banco central utilize a política monetária apenas para cumprir seu objetivo de manter a estabilidade de preços.⁵

⁴ “Instrument independence would seem to be the form of independence that maximizes central bank accountability and minimizes opportunistic political interference, while still leaving ultimate goals of policy to be determined by democratic processes” Bernanke e Mishkin (1997)

⁵ A ineficiência na obtenção de receitas pelo modo tradicional, seja através do recolhimento de impostos ou a partir de empréstimos junto ao setor privado, aumenta a necessidade de financiamento inflacionário por parte do governo através da *seignorage*. Além disso, a inexistência de um mercado financeiro desenvolvido aliado ao acesso imperfeito ao mercado de capitais externo restringe a capacidade do governo em tomar empréstimos que permitam aumentar a receita, e este acaba tendo que recorrer a *seignorage*. Este é um dos principais obstáculos para a implantação de metas de inflação nos países menos desenvolvidos (Masson et al, 1997). Este ponto é crucial do regime, pois como nos mostra a “desagradável aritmética monetarista” de Sargent e Wallace (1981), na presença de dominância fiscal, a política monetária não poderá afetar permanentemente a taxa de inflação. E,

A segunda pré-condição diz respeito à capacidade técnica e institucional que o banco central deve possuir para entender o comportamento da economia. Isto significa ser capaz de modelar, prever e analisar tanto a inflação como seus determinantes, compreender o funcionamento do mecanismo de transmissão da política monetária, das defasagens de tempo envolvidas, dos tipos de choques que a economia está sujeita e em que medida eles afetam a inflação e o produto, etc. O uso de metas de inflação, aliado ao crescente grau de transparência e monitoração pública, constitui-se como forte incentivo para que o banco aperfeiçoe a sua capacidade de entendimento e previsão do comportamento da economia.

Inicialmente, além do estabelecimento de metas numéricas para a trajetória da inflação e pelo uso da previsão da inflação, como uma meta intermediária para a condução da política monetária, a ênfase sobre a estabilidade de preços é uma parte importante do regime. Esta ênfase pode ser justificada por duas razões: (1) a moeda é neutra no longo prazo, ou seja, qualquer expansão monetária se refletirá apenas em preços mais altos (no longo prazo); e (2) embora neutra no longo prazo, a política monetária tem rebatimentos importantes no curto prazo, e, assim, existiriam incentivos para que o banco central explorasse o *trade-off* com o objetivo de aumentar o produto e o emprego. Neste sentido, definir a estabilidade de preços como o objetivo primário permite que o banco central se preocupe apenas com o que a política monetária pode fazer de melhor, ou seja, manter a estabilidade de preços, e livra-o de sofrer pressões para usar a política monetária para tentar aumentar o produto e o emprego, ao custo de mais inflação no longo prazo (Debelle, 1997).

Como destacado inicialmente, outra característica importante é o grau de transparência e responsabilidade que envolve a política monetária. A transparência exerce um papel crucial dentro do regime, pois ela possibilita um mecanismo de incentivo para que o banco central siga a política anunciada de maneira mais próxima. Ela elimina/reduz a possibilidade do banco central usar a política monetária para causar surpresas inflacionárias, visando levar o emprego e o produto para além da capacidade da economia. A transparência leva o público a exercer a monitoração das ações do banco central, associando cada vez mais responsabilidade pelo cumprimento da meta, já que desvios sistemáticos implicariam em perda de credibilidade e de reputação.

Um dos instrumentos principais para a promoção da transparência tem sido a publicação de relatórios de inflação pelos bancos centrais. Geralmente, cada relatório de inflação traz uma avaliação da performance passada da economia, e das ações do banco visando alcançar as metas, também compara a inflação atual com as previsões feitas anteriormente pelo banco e relaciona os principais fatores que causam riscos à estabilidade de preços, além de trazer previsões para a inflação nos anos seguintes. Alguns bancos centrais também disponibilizam as minutas dos encontros dos comitês de política monetária. As minutas fornecem informações importantes para que o público examine a qualidade dos argumentos e das avaliações da equipe do banco sobre o cenário interno e externo da economia. Em outras palavras, é uma maneira importante de se saber se o banco central sabe o que está fazendo no momento em que decide sobre a trajetória do instrumento.

Na implementação prática do regime, alguns outros aspectos precisam ser definidos, como por exemplo: quais as metas que deveriam ser especificadas para a inflação, em quanto tempo se esperaria alcançá-las, que tipo de índice deveria ser usado, utilizar bandas ou metas pontuais para a inflação, e como lidar com os movimentos na taxa de câmbio.

Muito embora exista um reconhecimento da superioridade da estabilidade de preços como objetivo primário da política monetária, o problema é definir qual a taxa de inflação que incorpora este conceito. Não há dúvidas quanto aos custos provocados pela inflação, contudo, isto não significa, na prática, que o banco central deveria estabelecer uma meta de inflação

além disso, uma política monetária restritiva hoje, resultará em mais inflação amanhã, desde que exista um limite para o endividamento do governo.

igual a zero.⁶ A maioria dos países tem definido as metas, que incorporam o conceito de estabilidade de preços, em torno de 2% ao ano. Os argumentos principais para este comportamento são: (1) a maioria dos índices de preços ao consumidor (IPC) apresenta viés na mensuração que varia entre países, mas oscila em torno de 0,5 a 2% ao ano; (2) se os salários nominais são rígidos, a única forma de redução nos salários reais seria através da inflação, dessa forma, níveis de inflação muito baixos poderiam provocar ineficiência alocativa no mercado de trabalho; (3) existe também o risco de uma deflação, que no caso de não antecipada e persistente poderia levar a economia a entrar numa recessão e provocaria instabilidade no mercado financeiro; e finalmente (4) estabelecer metas de inflação muito baixas ou mesmo igual a zero elimina a possibilidade de taxas reais de juros negativas, as quais podem ser importantes em momentos de recuperação econômica.

Com relação ao tempo de alcance da estabilidade de preços, existe um reconhecimento de que algum tempo é necessário (em torno de 2 a 3 anos), pois os custos de uma desinflação muito rápida sobre o lado real da economia são significativos. A preocupação com a estabilização do produto e do emprego tem levado a maioria dos países a utilizar uma abordagem gradual, estabelecendo metas decrescentes ao longo de 2 a 3 anos, quando então se esperaria alcançar a estabilidade de preços.

A escolha do índice que servirá de base para a definição das metas também é um elemento essencial na fase inicial de implementação. A maioria dos países tem procurado utilizar uma medida de núcleo de inflação (*core inflation*) ao invés do Índice de Preços ao Consumidor (IPC) *cheio*. Uma medida de núcleo de inflação, em geral, elimina de seus cálculos itens considerados mais voláteis, como por exemplo, os preços dos alimentos e energia, os impactos de primeira rodada dos impostos, pagamentos de taxas de juros imobiliários, etc. A razão para a exclusão é que estes itens não refletiriam a tendência “real” da inflação, mas apenas efeitos temporários sobre o nível de preços. Dessa maneira, a modificação no preço estes bens não implicariam na necessidade de alteração na política monetária.

Por outro lado, a utilização de um índice cheio causaria maiores dificuldades no alcance da meta e poderia potencialmente gerar instabilidade no instrumento, dependendo da intensidade e frequência dos choques de oferta. Um índice cheio, que inclua nos seus cálculos os juros imobiliários, também não é consistente com a lógica de funcionamento da política monetária, pois um aumento na taxa de juros, visando reduzir pressões inflacionárias, terminaria por aumentar a própria taxa de inflação. Entretanto, existem outras razões que levam alguns países a adotarem, ao menos inicialmente, o índice cheio ao invés do núcleo de inflação. Masson et al (1997) argumenta que embora os países menos desenvolvidos estejam mais sujeitos a choques de oferta e, portanto os argumentos a favor da utilização do núcleo da inflação seriam mais fortes, a necessidade de garantir credibilidade e transparência à política monetária termina por levá-los a utilizar o IPC cheio ao invés do núcleo da inflação, por ser aquele mais conhecido pelo público. A estratégia é então utilizar o índice cheio, ao mesmo tempo em que se publica o núcleo da inflação, de maneira a acostumar o público com o novo índice. Deste modo, o banco central terá condições de passar a utilizar o núcleo da inflação,

⁶A inflação provoca uma distorção nos preços relativos, gerando uma alocação ineficiente dos recursos na economia. Além disso, a literatura empírica tem destacado os impactos negativos da inflação sobre o crescimento econômico. Países com taxas de inflação elevadas (pelo menos acima de dois dígitos) apresentam taxas de crescimento econômico reduzidas (Fischer, 1996). A inflação também reduz o valor real da receita tributária do governo, quando os impostos não são corrigidos. Isto ocorre em função do intervalo de tempo que existe entre o momento de incidência dos impostos e o seu recolhimento futuro pelo governo. Este efeito de redução da carga tributária real é conhecido como *efeito Oliveira-Tanzi*. Por fim, a inflação apresenta um custo social importante, através do imposto inflacionário, que incide principalmente na parcela da população que não tem acesso ao mercado financeiro. Ver mais em Sachs e Larrain (1995), Fischer (1996) e Neri (1994) para este último aspecto.

permitindo maior facilidade no alcance da meta e maior flexibilidade para a política monetária.⁷

Em relação ao uso de bandas ou metas pontuais para a inflação, os que argumentam em favor da primeira enfatizam o controle imperfeito do banco central sobre a inflação e, além disso, o uso da banda também possibilitaria maior flexibilidade à política monetária diante de choques de oferta. Entretanto, uma questão crucial no estabelecimento das bandas é com relação a sua largura. Uma banda muito larga pode dar mais flexibilidade a política monetária, mas também pode sinalizar uma certa indiferença ou compromisso frágil do banco central com a estabilidade de preços. Por outro lado, uma banda muito estreita sinaliza um compromisso mais forte, entretanto os desvios tornam-se mais prováveis, e, conseqüentemente, se isto acontecer com frequência, pode reduzir a credibilidade da política. A escolha da largura da banda varia de acordo com as percepções da estrutura de cada economia, principalmente da variância dos choques. Em outras palavras, a escolha da largura reflete um *trade-off* entre flexibilidade e credibilidade da política monetária.

O argumento em favor de metas pontuais é que elas permitiriam uma maior clareza e simetria para a política monetária. As metas pontuais servem como uma âncora mais nítida para as expectativas de inflação do que o uso das bandas. A experiência do Reino Unido mostrou que durante todo o período que se utilizou bandas (1-4%), as expectativas privadas de inflação situaram-se no topo da banda, a despeito das intenções do governo em alcançar o ponto médio (2,5%). Além do mais, as metas pontuais evidenciam mais claramente o papel estabilizador da política monetária, ou seja, o banco central alteraria o instrumento quando pressões ameaçassem levar a taxa de inflação para cima ou para baixo da meta pontual.

Com relação aos movimentos na taxa de câmbio, a maioria das economias, que utilizam metas de inflação, podem ser consideradas como pequenas e abertas, e, neste contexto, o câmbio se constitui como um item importante no mecanismo de transmissão da política monetária. O câmbio pode afetar a inflação direta ou indiretamente. O canal direto ocorre quando uma desvalorização aumenta os preços dos bens importados finais e, portanto, isto tende a aumentar a inflação. Indiretamente, o câmbio afeta a inflação de duas maneiras: a primeira ocorre quando a variação no câmbio altera os preços relativos dos bens domésticos e estrangeiros na economia. Conseqüentemente, tanto a demanda interna quanto externa pelos bens domésticos é alterada, o que, por sua vez, acaba afetando a demanda agregada. A outra maneira é através dos preços dos insumos importados. Quando há uma desvalorização, os preços desses insumos aumentam, o que, eventualmente, terminaria refletindo sobre os preços dos bens domésticos.

Embora o câmbio seja uma variável importante, isto não significa que o governo deveria estabelecer metas para a taxa de câmbio, como ocorre num regime de câmbio fixo, pois ele estaria sendo inconsistente. Sob câmbio fixo, a política monetária é endógena e é pouco provável que se consiga estabelecer uma meta de inflação muito diferente da inflação do país em que a moeda é ancorada (DeBelle, 1997; Mishkin, 1999). Svensson (1996) argumenta que, teoricamente, é possível estabelecer metas intermediárias (temporárias) para a taxa de câmbio junto com metas de inflação, desde que ficasse claro que esta última teria prioridade se surgisse um conflito. A Espanha é um exemplo típico de país que possui metas para a inflação, mas, como integrante do Mecanismo de Taxa de Câmbio Europeu (ERM), também tem metas cambiais. Masson et al (1997) questiona a implementação prática desse tipo de política, já que seria difícil o banco central sinalizar *ex ante* para o público qual dos dois objetivos teria a primazia diante de um conflito. Portanto, utilizar metas cambiais, junto

⁷ Este é um dos argumentos para o Brasil ter utilizado o IPCA ao invés de uma medida de núcleo da inflação, e por empregar uma banda “larga” de 2% para mais ou para menos em cada uma das metas. Ver mais em Bogdanski et al (2000).

com metas de inflação, tornaria o compromisso do banco com a estabilidade de preços pouco crível pelos agentes.

Dada a importância do câmbio, o que o banco central pode e deve fazer é buscar suavizar sua trajetória, evitando desta maneira flutuações bruscas. As intervenções do banco central no mercado cambial devem ser as mais transparentes possíveis, sempre indicando que a intenção é no sentido de suavizar as flutuações cambiais, mas permitindo que o movimento cambial siga a direção determinada pelo mercado. Este é um ponto importante porque intervenções muito fortes e frequentes podem acabar sinalizando que o banco central está estabelecendo uma meta específica para o câmbio e que este seria, na prática, a “verdadeira” âncora nominal para a política monetária (Mishkin e Savastano, 2000).

3. Modelo Teórico

Uma maneira simples de entender melhor o regime de metas de inflação é utilizar um modelo sugerido por Svensson (1996). Neste sentido, assumamos que o banco central procura sistematicamente minimizar a seguinte função de perda

$$L = \frac{1}{2}[(\pi_t - \pi^b)^2 + \lambda y_t^2], \quad (3.1)$$

onde,

π_t = inflação no tempo t ,

π^b = meta de inflação,

λ = peso relativo sobre a estabilização do produto,

y_t = *gap* do produto.

A função de perda intertemporal é dada por

$$E_t \sum_{r=t}^{\infty} \delta^{r-t} L(\pi_r, y_r) \quad (3.2)$$

O modelo pode ainda ser descrito pelas seguintes equações:

$$\pi_{t+1} = \pi_t + \alpha_1 y_t + e_{t+1} \quad (3.3)$$

$$y_{t+1} = \beta_1 y_t - \beta_2 (i - \pi_t) + \eta_{t+1} \quad (3.4)$$

Inicialmente, é possível destacar dois aspectos importantes da função de perda acima. Em primeiro lugar, ela pondera igualmente os desvios das variáveis das respectivas metas. Em outras palavras, a perda associada a um desvio de um ponto percentual para cima ou para baixo da meta é exatamente a mesma.⁸

O segundo aspecto é que, embora a estabilidade de preços seja definida como a prioridade primária da política monetária, a função de perda permite que o banco central se preocupe com a estabilização do produto e do emprego. Na prática, todos os bancos centrais tem posto um peso importante sobre a estabilização do produto, pelo menos num nível que seja consistente com a capacidade da economia (taxa natural de desemprego).⁹

Este fato é mostrado pelo fator λ . Quando $\lambda = 0$, nenhum peso é colocado sobre a estabilização do produto, enquanto que para valores de λ acima de zero, ela passa a ser importante na tomada de decisões. Quanto maior for esse valor, maior o peso que é colocado sobre o lado real da economia. Neste contexto, um eventual desvio da inflação de sua meta

⁸ Este aspecto da função de perda tem uma implicação prática importante, já que os bancos centrais se preocupam tanto quando a taxa de inflação ameaça ficar acima da meta ou abaixo. Tanto uma inflação quanto uma deflação não antecipadas geram custos sobre a economia, e a função de perda capta este fato.

⁹ O termo “primário” se refere muito mais a uma idéia de longo prazo, quando então todo efeito da política monetária se dá apenas sobre os preços. Entretanto, existe o reconhecimento de que no curto prazo a política monetária influencia a dinâmica do produto e do emprego. Ver Bernanke e Mishkin (1997).

será corrigido mais lentamente, permitindo que a economia se ajuste de maneira mais gradual (Svensson, 1996).

Vale ressaltar que valores de λ acima de zero, na função de perda, não levam necessariamente ao surgimento de viés inflacionário. Isto é verdade desde que a meta implícita para o produto seja consistente com a taxa natural de desemprego (ou de acordo com a NAIRU).¹⁰

Assumindo, por simplicidade, que o banco central tem controle perfeito sobre a taxa de inflação e sobre o *gap* do produto, é fácil perceber que os valores que minimizam a função de perda são dados por

$$(\pi_t, y_t) = (\pi^b, 0).$$

Portanto, com controle perfeito, a ação do banco central seria simplesmente estabelecer o instrumento (taxa de juros) de tal forma que a inflação seja igual à meta e o produto atinja seu nível potencial.

Entretanto, na prática, o controle do banco central sobre as variáveis é imperfeito. No momento de decidir sobre alterações no instrumento, com o objetivo de cumprir a meta, a inflação corrente é predeterminada. Portanto, o banco não teria como tornar a inflação corrente igual à meta especificada. O controle imperfeito surge pela defasagem de tempo que existe entre o momento de alteração no instrumento e o instante quando seu impacto total se faz sentir sobre a inflação. Além disso, as incertezas sobre a extensão dessas defasagens, sobre o estado corrente da economia e seus desdobramentos futuros (choques inesperados) também explicam o controle imperfeito do banco central sobre a inflação.

Svensson (1996, 1998) mostra que com controle imperfeito, a melhor coisa que o banco central pode fazer é utilizar a previsão da inflação como meta intermediária. Na verdade, a inflação prevista é uma meta intermediária ótima. Não existe qualquer outra variável que contenha mais informações a respeito da inflação no tempo de alcance da meta do que a própria previsão de inflação¹¹, sendo ela que guiará todas as decisões de política monetária. Portanto, quando a previsão de inflação indicar que a meta pode não ser alcançada, o banco central promoverá alterações no instrumento de modo a garantir o atendimento da meta. A importância da previsão de inflação requer do banco central o desenvolvimento de modelos cada vez mais sofisticados e eficientes, além disso, o banco precisa lançar mão de um conjunto amplo de indicadores extra modelos que forneçam mais informações sobre o comportamento futuro da inflação.¹²

A importância da previsão fica mais clara quando obtemos a condição de primeira ordem que minimiza a função de perda acima

$$\pi_{t+2/t} - \pi^b = c(\lambda)(\pi_{t+1/t} - \pi^b). \quad (3.5)$$

onde, o coeficiente $c(\lambda) \geq 0$ é crescente com λ , com $c(0) = 0$ e $\lim_{\lambda \rightarrow \infty} c(\lambda) = 1$.

A condição de primeira ordem (3.5) mostra que o banco central está fazendo a melhor coisa possível quando estabelece o instrumento de tal forma que o desvio da inflação prevista dois períodos à frente, seja uma fração do mesmo desvio com um período de defasagem.

¹⁰ A taxa natural de desemprego é equivalente a NAIRU quando a curva de Phillips é linear. No caso não linear convexo as duas taxas diferem entre si. Ver mais em Tejada e Portugal (2002), Portugal e Madalozzo (2000).

¹¹ Uma meta intermediária é ideal quando ela é altamente correlacionada com o objetivo, mais fácil de ser controlada do que o objetivo, mais simples de ser observada tanto pelo banco central quanto pelo público e transparente no sentido que facilita o entendimento do público (Svensson, 1996).

¹² Para maiores detalhes sobre a importância da previsão da inflação ver Haldane (1997) e Mason et al (1997), além do próprio Svensson (1996) e (1998). Haldane (1997) sugere o uso de modelos alternativos para prever a inflação, quanto maior e melhor for o “portfólio de modelos” o banco diminui as incertezas provenientes das imprecisões dos modelos de previsão.

Observe que o coeficiente $c(\lambda)$ determina a velocidade com que o ajuste é realizado. Quanto mais próximo da unidade for $c(\lambda)$ mais peso é dado sobre a estabilização do produto e, portanto, mais gradual será o ajuste.

A condição de primeira ordem (3.5) ainda pode ser escrita como

$$\pi_{t+2/t} - \pi^b = -\theta y_{t+1/t} \quad (3.6)$$

$$\text{onde } \theta = \frac{\alpha c(\lambda)}{1 - c(\lambda)} \geq 0$$

Neste sentido, fica ainda mais nítida a afirmação feita anteriormente de que os bancos centrais se preocupam com a estabilização do produto no momento de decidir sobre a política monetária. No momento em que o produto previsto esteja abaixo do potencial (taxa de desemprego superior à taxa natural) o banco central poderia responder com um alívio nas condições monetárias. Caso contrário, quando a previsão para o produto estiver acima do potencial, o banco apertaria as condições monetárias, eliminando assim movimentos inflacionários que poderiam fazer com que a inflação escapasse da meta. Toda ação do banco central é sempre “olhando para frente” (*forward-looking*), ou seja, o banco está sempre respondendo hoje a pressões inflacionárias que possam pôr em risco o alcance da meta de inflação no futuro. Essa característica da política monetária é a principal diferença entre metas de inflação e outros regimes monetários. Sob metas de inflação, a política monetária está preocupada com a inflação esperada ao invés da inflação corrente (Masson et al, 1997; Svensson, 1996 e 1998; Haldane, 1997).

Quando nenhum peso é colocado sobre a estabilização do produto ($\lambda = c(\lambda) = 0$), a ação do banco seria utilizar a política monetária de modo a tornar a inflação prevista igual à meta de inflação, ou seja:

$$\pi_{t+2/t} = \pi^b$$

Este é o caso de metas de inflação “estrito”, quando o banco central se preocupa exclusivamente em manter a inflação o mais próxima possível da meta, não levando em consideração as flutuações no produto. O regime estrito é equivalente ao que King (1997) definiu como *inflation nutter*. Ele mostra que neste caso, todos os choques que atingem a economia serão absorvidos pelas flutuações no produto, o que implica numa grande volatilidade do produto. Haldane (1997), Svensson (1998) e Mishkin (1999) argumentam que, na prática, a maioria dos bancos centrais que utilizam metas de inflação aproxima-se do caso flexível, ou seja, exercendo o papel de estabilizador do lado real diante de choques adversos.¹³

4. Metas de Inflação versus Metas Monetárias e Metas Cambiais

Por se tratar de um regime relativamente novo, com pouco mais de uma década de experiência, tem surgido um crescente interesse em avaliar e comparar metas de inflação com outras estratégias de condução da política monetária, como, por exemplo, metas cambiais e suas variantes, metas monetárias e um regime discricionário.¹⁴

Uma meta monetária consiste basicamente no anúncio de metas para um agregado monetário, de maneira que ele possa servir de guia para as expectativas privadas de inflação. O princípio é que ao estabelecer as metas para o agregado monetário em particular, o banco central terminaria por obter uma trajetória desejável para a inflação.¹⁵ É fácil perceber que o

¹³ Ver Svensson (1997b) para maiores detalhes do debate sobre o uso de metas de inflação estrito ou flexível.

¹⁴ Existem trabalhos que discutem mais detalhadamente estas e outras estratégias de política monetária. Ver por exemplo Mishkin (1999) para uma discussão mais geral e Mishkin e Savastano (2000) para aplicação dessas estratégias a países latino americanos. Masson et al (1997) e Morandé e Schmidt-Hebbel (1999) discutem a aplicabilidade de metas de inflação nos países menos desenvolvidos (ou emergentes).

¹⁵ Uma espécie de versão moderna da equação quantitativa da moeda.

sucesso de uma meta monetária depende fortemente da existência de um relacionamento estável entre o agregado monetário, em particular, e a inflação. Na ausência desse relacionamento estável, a meta monetária fracassará em obter um resultado desejado para a inflação (ou para a renda nominal, se esta for a variável objetivo). A experiência de alguns países, num passado recente, revelou a impraticabilidade desse tipo de estratégia para controlar a inflação. Estas foram as experiências do Canadá, Estados Unidos, México, Nova Zelândia, entre outros. Além disso, as metas monetárias exigem que o agregado monetário escolhido para servir como meta, seja facilmente controlado pelo banco central. Se este não for o caso, certamente o banco central será incapaz de alcançar as metas estabelecidas e pode acabar comprometendo a credibilidade do regime.

Embora, as metas monetárias possuam desvantagens importantes, existem algumas vantagens na sua utilização vis-à-vis as metas cambiais. Em primeiro lugar, o uso de metas monetárias permite que a política monetária se preocupe com o ambiente doméstico da economia, algo que não é possível com metas cambiais. Neste sentido, a política monetária possui flexibilidade para lidar com flutuações temporárias no produto e responder a choques que ocorram dentro da economia. Por último, o banco central pode estabelecer objetivos para a inflação que difiram de outros países. Estas duas vantagens são importantes principalmente quando o cenário doméstico difere do externo. Em outras palavras, a política monetária interna não é restringida pelo ambiente externo como é o caso das metas cambiais.

O regime de câmbio fixo consiste no estabelecimento do valor da moeda doméstica em termos da moeda de um país grande e com uma trajetória de baixa inflação. O princípio é que ao fixar o valor da moeda doméstica, o país passaria a se beneficiar das baixas taxas de inflação do país âncora. Além disso, por ser facilmente entendida pelo público, a âncora cambial serve como um guia melhor para as expectativas de inflação do que um agregado monetário.

Ela também serve como uma regra clara para a política monetária, evitando o problema do viés inflacionário. A política monetária seria alterada toda vez que a taxa de câmbio ameaçasse sair de sua meta, e apenas nesta situação. Sob câmbio fixo, a política monetária torna-se endógena, e a taxa de juros do país doméstico passa a ter uma relação de equilíbrio com a taxa de juros do país âncora. Este é um aspecto particularmente importante para países que nem sempre tiveram uma política monetária suficientemente crível para controlar a inflação. Entretanto, esta se constitui uma das principais desvantagens do uso de metas cambiais. O país perde, quase que na sua totalidade, a capacidade de administrar a política monetária de maneira independente. A ação do banco central passa a ser restringida pela política monetária do país âncora, não podendo ser determinada de maneira diferente para, por exemplo, responder a choques domésticos. Outra desvantagem importante, é que as metas cambiais tornam o país suscetível a ataques especulativos contra o valor de sua moeda. Este foi o caso da França, Inglaterra, Suécia, Itália e Espanha, em setembro de 1992. A consequência foi uma acentuada desvalorização das moedas destes países frente ao marco alemão, o que acabou levando a Inglaterra e a Suécia a abandonarem o Exchange Rate Mechanism (ERM). A França foi o único país que conseguiu proteger o valor de sua moeda, mas com custos altos em termos de desemprego e crescimento econômico (Mishkin, 1999).¹⁶

Apesar das dificuldades, para países com uma história pobre de combate a inflação, adotar um regime de câmbio fixo, como por exemplo, o antigo sistema de *currency board* argentino ou a dolarização completa do Panamá, pode ser uma das únicas formas de reduzir a inflação e de manter inalterado o compromisso com a estabilidade de preços. Entretanto, os

¹⁶ Mais recentemente México, Argentina e Brasil também sofreram ataques especulativos contra o valor de suas moedas. Destes, apenas a Argentina manteve o valor de sua moeda com relação ao dólar, mas com um custo muito alto em termos de queda na atividade real e aumento no desemprego. A situação Argentina ficou ainda mais deteriorada após a acentuada desvalorização do real (cerca de 30%).

custos reais deste tipo de estratégia podem ser significativamente altos, principalmente porque o país perde o controle sobre a política monetária.

Um problema com o uso de metas cambiais, principalmente com o sistema de *currency board* e de dolarização completa, é que a saída deste tipo de regime pode ser bastante traumática para economia. Em um sistema cambial rígido, é comum que as empresas contraiam dívidas em moeda estrangeira e, conseqüentemente, uma depreciação cambial provocaria um aumento, em moeda doméstica, do valor da dívida. Dependendo do volume de dívidas e do tamanho da depreciação, isto se constituiria como um choque adverso sobre a atividade econômica. Outro aspecto é que preços e salários tendem também a ser indexados em moeda estrangeira, o que, numa depreciação, impossibilitaria alterar os preços relativos, e assim, aumentar a competitividade da economia. Além disso, a depreciação pode trazer de volta o problema da inflação, dependendo de como ocorre o repasse cambial (*pass-through*). O impacto da depreciação se fará sentir não apenas através dos canais normais do mecanismo de transmissão da política monetária, mas também pelo canal de expectativas, já que a depreciação provocará uma deterioração das expectativas de inflação.

O regime de metas de inflação possui algumas vantagens com relação às metas cambiais e às metas monetárias. A primeira delas é que este regime permite que a política monetária se centre sobre o ambiente doméstico, ao contrário das metas cambiais. Além do mais, a resposta aos choques só ocorre na medida em que eles tenham importância para a dinâmica interna da inflação e do produto. Sob câmbio fixo, a política monetária doméstica, além de não poder responder a choques específicos da economia, também se vê obrigada a responder a choques que tenham origem no país âncora. Imagine, por exemplo, que existam pressões inflacionárias em curso no país âncora. A resposta imediata do banco central seria a elevação nas taxas de juros de maneira a combater essas pressões. Dessa forma, as taxas de juros internas também devem ser aumentadas, mesmo que a economia se encontre num período de reduzida atividade econômica. Em outras palavras, a política monetária deixa de ser centrada em considerações domésticas e passa a ser determinada unicamente para manter a paridade cambial. Os custos reais desse tipo de política, em termos de redução no emprego e no produto, não são desprezíveis.

A segunda vantagem de se utilizar metas de inflação é que a existência de um relacionamento estável entre moeda e inflação não é crucial para o sucesso do regime, como é o caso de metas monetárias. Na verdade, em função das transformações que vem se processando, nos últimos anos, no mercado financeiro internacional, aliado a maior abertura das economias, em particular, o relacionamento entre moeda e inflação, tem se mostrado cada vez mais instável e difícil de ser identificado.

Outra vantagem importante sobre as metas monetárias é que, assim como as metas cambiais, as metas para a inflação são mais simples e mais facilmente entendidas pelo público, principalmente quando o relacionamento entre moeda e inflação não é estável. Este fato garante mais transparência e responsabilidade à política monetária. A ênfase sobre a transparência tem sido um ponto fundamental dentro do regime. A transparência, além de associar cada vez mais responsabilidade ao banco central pelo alcance das metas, permite que o debate em torno da política monetária seja focalizado sobre o que ela pode realmente fazer de melhor no longo prazo, ou seja, manter a estabilidade de preços. Esta é, sem dúvida, uma das grandes vantagens do regime de metas de inflação, pois ao centrar o debate sobre os objetivos de longo prazo, o banco central se vê livre de pressões políticas para executar uma política expansionista na tentativa de elevar o emprego e o produto para além do potencial, mesmo que o impacto da política monetária sobre as variáveis reais seja neutro no longo prazo.

Além disso, a busca pela transparência e o esforço significativo de obter uma comunicação efetiva com o público em geral melhora a eficiência econômica. Isto ocorre

porque, ao tornar claro os objetivos, o alcance e as limitações da política monetária, o banco central reduz as incertezas sobre a condução da política monetária, sobre a taxa de juros e sobre a própria inflação (Mishkin, 1999).

Apesar de tudo o que foi apresentado, duas das críticas principais que têm sido feitas ao regime são as de que, em primeiro lugar, ele seria muito rígido, de tal maneira que não daria flexibilidade suficiente para que o banco central respondesse a choques inesperados na economia; e a segunda é que o regime teria o potencial de causar instabilidade no produto.

Estas duas críticas se constituem como visões equivocadas sobre o regime. Em primeiro lugar, a interpretação de que as metas de inflação seriam uma regra não é a mais apropriada, já que, embora exista um objetivo claro a ser alcançado, existe a possibilidade de discricção no uso do instrumento para fazer frente a choques inesperados (Bernanke e Mishkin, 1997). Na verdade, o regime pode ser mais bem entendido como um sistema híbrido, no qual a dicotomia regras versus discricção dá lugar a uma espécie de regra e discricção, na expressão de King (1997). Por último, não é verdade que as metas de inflação teriam o potencial de causar instabilidade no produto. Talvez essa confusão surja pelo estabelecimento da estabilidade de preços como objetivo “primário” da política monetária. O que essa expressão significa não é que o banco central se preocupe única e exclusivamente com a inflação, ignorando o lado real da economia, mas que a estabilidade de preços é o objetivo de longo prazo. No curto prazo, o banco central tem espaço para se preocupar com o produto e com o emprego, ou com qualquer outro objetivo, desde que sejam consistentes com a meta de inflação.

O elemento crucial que distingue metas de inflação dos outros tipos de regime é o uso da previsão da inflação como meta intermediária (ideal) da política monetária. A preocupação com a estabilidade de preços é, de certa maneira, compartilhada por todas as estratégias de condução da política monetária. Entretanto, o grau de comprometimento com este objetivo depende do arranjo institucional de cada regime. A nossa percepção é de que metas de inflação, ao enfatizar a transparência e a responsabilidade da política monetária, oferece a melhor estrutura para tornar a estabilidade de preços como o objetivo primário a ser alcançado. Isto porque a implementação de metas de inflação requer um forte compromisso institucional com a estabilidade de preços, principalmente porque a transparência tornará o banco central cada vez mais responsável pelo alcance da meta numérica de inflação. Além disso, o uso da previsão da inflação tornará mais fácil a monitoração e a conseqüente avaliação das ações do banco central (Svensson, 1996 e 1998).

Por fim, o regime de metas de inflação leva o banco central a aprimorar continuamente a sua capacidade de entendimento e previsão do comportamento da economia. Sem isso, o banco central não será capaz de conduzir o regime de maneira eficaz.

5. A Experiência brasileira com Metas de Inflação

A economia brasileira conviveu durante muitos anos com altas taxas de inflação e com diferentes tentativas de estabilização. Ao todo, entre 1986 e 1994, foram cinco planos econômicos: Plano Cruzado, Plano Bresser, Plano Verão, Plano Collor e por fim o Plano Real.¹⁷ Sem dúvida alguma, o plano Real se constitui como o programa de estabilização de maior êxito já implementado no país. Contudo, apesar do sucesso no combate a inflação, o processo de estabilização envolveu uma abordagem gradualista e muitos problemas econômicos importantes permaneceram não resolvidos, principalmente relativo a um ajuste fiscal permanente.

¹⁷ Para um bom resumo dos diferentes planos de estabilização ver Baer (1995).

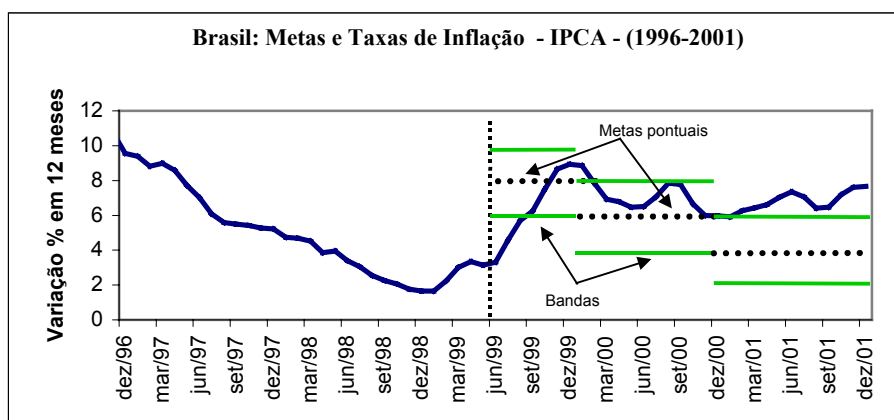
A ausência de um ajuste fiscal, o que reduziria a possibilidade de agravamento do déficit público e de insolvência no longo prazo, aliada as freqüentes crises no mercado financeiro internacional, tornou a manutenção do regime de metas cambiais insustentável, a despeito das diversas tentativas do governo brasileiro em mantê-lo.

Após o Brasil ter abandonado o regime de metas cambiais era necessário encontrar uma outra âncora nominal para a política monetária. Naquele momento existiam três opções possíveis. A primeira seria uma âncora monetária, mas essa opção mostrou-se pouco factível dada a situação de incerteza pela qual passava a economia brasileira. Além do mais, como o relacionamento entre inflação e moeda não é uma relação estável, este fato poderia ser mais uma fonte de incerteza do que de estabilidade. Uma segunda opção seria uma política totalmente discricionária, sem nenhuma âncora explícita, mas, dado o momento de instabilidade, se fazia necessário uma política mais transparente e mais “rígida” possível, ou seja, que envolvesse maior comprometimento por parte das autoridades monetárias (Fraga, 2000). De uma maneira geral, essas necessidades foram respondidas com o regime de metas de inflação, dado que uma das principais virtudes deste regime é o grau de transparência e de comprometimento das autoridades monetárias com o atendimento da meta.

O Brasil passou oficialmente a adotar o novo regime de política monetária em 1º de julho de 1999. O decreto nº 3088 de 21 de junho de 1999 instituiu o regime e dentre outras coisas estabelecia que “ao Banco Central compete executar as políticas necessárias para cumprimento das metas fixadas”. A independência nos instrumentos e nas decisões de política monetária de influências políticas é uma condição necessária para a eficácia do regime.

Inicialmente as metas estabelecidas pelo Banco Central foram de 8% para o ano de 1999, 6% para o ano 2000, 4% para 2001. A proposta inicial é que todas as metas sejam divulgadas com antecedência de um ano e meio. Portanto no Relatório de Inflação junho de 2000 foi estabelecida a meta de 3,5% para 2002 e no de junho de 2001 a meta de 3,25% para 2003. Todas elas são medidas pela variação acumulada no final de cada ano.

GRÁFICO 1



Fonte: IBGE/Banco Central do Brasil

Além disso, foi definida uma banda de 2% para mais ou para menos para cada uma das metas. As bandas permitem uma certa flexibilidade para o Banco Central diante de choques que ocorram na economia, já que não existem cláusulas de escape.¹⁸ O gráfico 1 traz

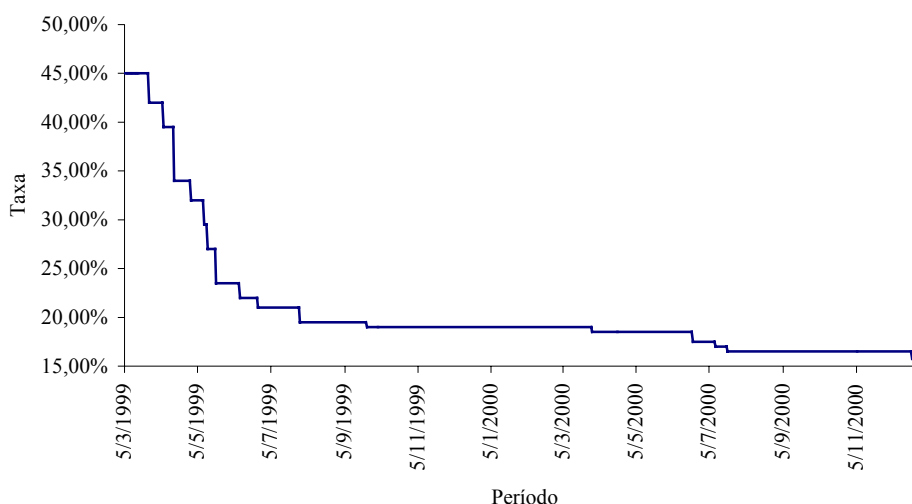
¹⁸ Uma banda de 2% pode ser considerada muito larga por alguns, indicando talvez pouco compromisso do banco em alcançar a meta, mas a inexistência de cláusulas de escape aliada ao uso de um índice de preços “cheio” justifica a adoção de uma banda de 2% (Bogdanski, 2000).

as taxas de inflação, medidas pela variação acumulada em 12 meses do IPCA, e as metas de inflação para os anos de 1999 a 2001.

Como é possível perceber através do gráfico 1, embora a meta pontual para 1999 não tenha sido alcançada, a taxa de inflação ficou dentro da banda de 2%. A taxa de inflação, acumulada em 12 meses, foi de 8,94%, enquanto a meta pontual tinha sido estabelecida em 8%. Em 2000, a inflação ficou um pouco abaixo da meta pontual para o ano, definida em 6%, ela foi de 5,97%.

De uma maneira geral, a experiência brasileira com metas de inflação tem obtido sucesso pelo menos no seu objetivo primário, o de manutenção da inflação sob controle. As metas para os anos de 1999 e 2000 foram alcançadas sem maiores dificuldades, embora a taxa de inflação, em 1999, tenha sido um pouco superior a meta pontual, mas permanecendo dentro da banda de 2%. Com relação à taxa de juros, o novo regime permitiu que a taxa Selic fosse reduzida de 45% para 15,75% no final de 2000, como mostra o gráfico 2.

GRÁFICO 2
Taxa Selic 1999-2000 (%)



Fonte Banco Central do Brasil

A adoção do sistema de metas de inflação representou uma alteração fundamental em relação à estratégia de política econômica que vinha sendo adotada desde o início do Plano Real, em 1994. Até 1999, a estratégia era utilizar a taxa de câmbio como instrumento de combate à inflação e a taxa de juros para ajustar o balanço de pagamentos. Nesta combinação, os juros altos eram utilizados para atrair capitais e equilibrar o déficit do balanço de pagamentos em transações correntes que era, principalmente, causado pela política cambial voltada para a manutenção de expectativas positivas quanto a inflação. Já a partir de meados de 1999, com as metas de inflação, a taxa de câmbio flutuante passou a ser o instrumento de ajuste do balanço de pagamentos enquanto que a taxa de juros passou a ser utilizada como instrumento para a consecução das metas de inflação.

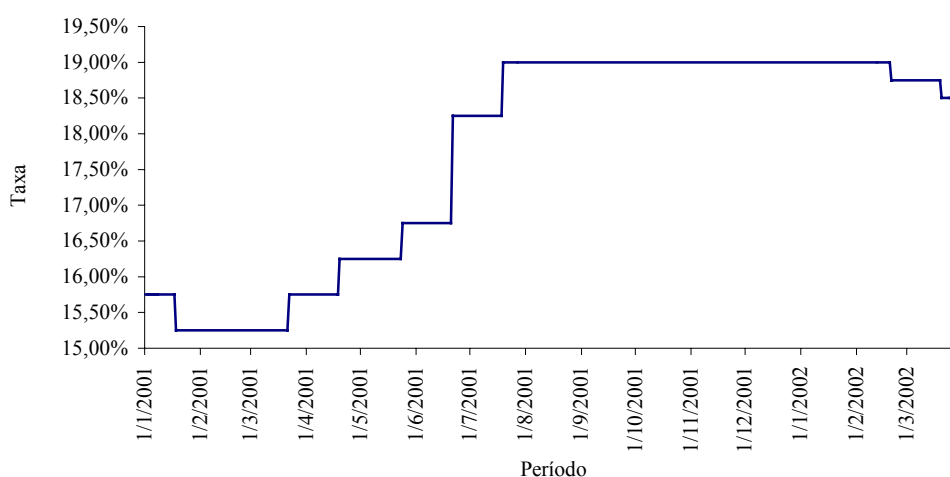
No ano de 2001 importantes choques afetaram a economia brasileira, o que de certa maneira explicam o não cumprimento da meta de inflação para este ano e o baixo desempenho econômico quando comparado ao ano 2000. Estes choques foram: a forte desaceleração da economia norte-americana, a crise na Argentina e a crise de energia.

A crise de energia afetou a economia como qualquer outro choque de oferta. Embora o resultado final tenha sido menos grave do que se imaginava a princípio, pois, foi possível racionalizar o uso e diminuir o desperdício de energia, houve um impacto significativo sobre

o setor industrial. O segundo impacto negativo veio da recessão da economia norte-americana que, ao desencadear uma desaceleração global, acabou implicando maior dificuldade para exportar e menor entrada de investimento direto estrangeiro no Brasil, que havia somado US\$ 32,8 bilhões em 2000 e caiu para cerca de US\$ 23 bilhões em 2001. Estes dois fatores, somados a um desequilíbrio crônico do saldo do balanço de pagamentos em transações correntes, acabaram por gerar um processo de desvalorização da taxa de câmbio a partir de março de 2001. Esta desvalorização do real para um novo nível de equilíbrio acabou sendo exacerbada pela crise na Argentina e pelos temores de contaminação da economia brasileira.

Como mostra o gráfico 3, a resposta do Banco Central para segurar o câmbio, e seus efeitos diretos e indiretos sobre a inflação, foi aumentar de forma continuada a taxa de juros, que subiu de 15,25%, no início de 2001, para 19%, em julho.

GRÁFICO 3
Taxa Selic 2001-2002 (%)



Fonte Banco Central do Brasil

Esta política pode ser questionada, principalmente, no que diz respeito ao tamanho do aumento nos juros, por duas razões. Em primeiro lugar, porque parte da desvalorização do câmbio era resultado de um fenômeno estrutural, a necessidade de reduzir o déficit em transações correntes do balanço de pagamentos. Em segundo lugar, porque, como mostra a tabela 1, os grandes causadores do não cumprimento da meta de inflação em 2001 foram os preços administrados, principalmente, energia elétrica, sobre os quais a política monetária tem quase nenhum efeito.

Assim, o aumento substancial de juros não seguiu o câmbio e não conteve os preços, apenas aumentou os pagamentos de juros do setor público, desaquecendo uma economia que já vinha perdendo ritmo de crescimento, naturalmente, em função dos choques mencionados acima. Em setembro, o Banco Central altera sua estratégia e pára de subir os juros, aceitando o fato de que a inflação superaria o teto de 6% em 2001.

Considerando a gravidade dos choques por que passou o Brasil em 2001, terminar o ano com uma taxa de inflação de 7,7% e crescimento do PIB da ordem de 2% foi um resultado muito positivo. Os choques de preços de 2001, representados pelo *passthrough* da desvalorização cambial, o forte reajuste das tarifas de energia elétrica, com o objetivo de conter o consumo durante o racionamento, e o aumento do preço do petróleo, que impulsionou os preços dos derivados tornaram impossível a manutenção da taxa de inflação dentro da meta. Caso o Banco Central tivesse mantido no segundo semestre de 2001 a política

de aumento de juros implementada durante o primeiro semestre os resultados para o setor produtivo poderia ter sido ainda piores.

TABELA 1
IPCA, Preços Livres e Preços Administrados (%)

Anos	Preços Administrados	Preços Livres	IPCA
1995	3,90	18,51	22,41
1996	2,85	6,71	9,56
1997	2,78	2,44	5,22
1998	0,68	0,98	1,66
1999	3,90	5,04	8,94
2000	3,55	2,42	5,97
2001	3,01	4,66	7,67
2002*	3,07	4,68	7,75

Nota: (*) Acumulado em 12 meses até março.

Fonte: Banco Central do Brasil.

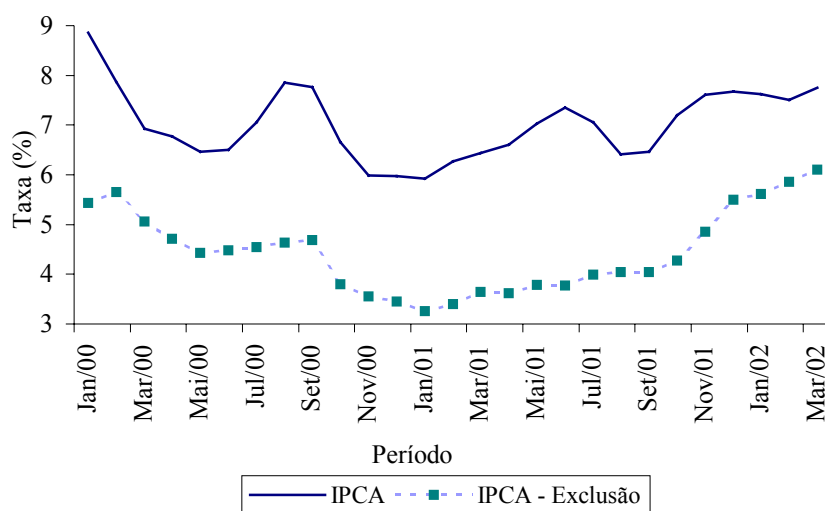
Para o ano de 2002, o Banco Central parece estar em um sério dilema no sentido de reconhecer que a meta de 3,5% é inatingível ou manter uma política monetária tão restritiva que teria efeitos muito negativos sobre o crescimento econômico e a dívida pública. Este dilema não está sendo resolvido explicitamente pelo Banco Central. No início do ano a taxa Selic foi reduzida por duas vezes consecutivas, atingindo 18,50%. Posteriormente, em função do aumento das expectativas de inflação, medida pelo IPCA, o Banco Central não deu continuidade às reduções nos juros. A ata da 70^o Reunião do COPOM indica que o Banco Central alterou, pela segunda vez, a sua meta de inflação. Originalmente, estava estabelecida a meta de 3,5% para 2002. Posteriormente, na ata da 68^a reunião do COPOM, em fevereiro, ficou claro que a política monetária iria “*mirar numa inflação entre 4,0 e 4,5%*”. Agora, a ata da 70^o Reunião do COPOM indica que “*tendo em vista a nova estimativa do efeito primário do choque dos preços administrados, o Copom mira numa inflação entre 4,5% e 5,0% em 2002*”.

Esta parece ser a atitude correta a fazer, uma vez que uma parte substancial da inflação no início de 2002 está ligada ao aumento dos preços administrados, em relação aos quais a política monetária não tem um efeito direto. Nos últimos doze meses até março de 2002, a taxa de inflação medida pelo IPCA foi de 7,75%, sendo que deste total 4,68 pontos percentuais correspondem à inflação de preços livres e 3,07 pontos percentuais à inflação causada por preços administrados.

Contudo, para a credibilidade da condução do sistema de metas de inflação a longo prazo, seria melhor que a meta central fosse explicitamente alterada pelo Ministério da Fazenda, ficando o Banco Central apenas com a incumbência de cumprir a meta. Quando passamos para uma situação em que o Banco Central passa a decidir discricionariamente qual é a meta de inflação a ser perseguida, podemos estar comprometendo um dos elementos mais positivos do sistema de metas de inflação, que é o ganho de credibilidade na condução da política monetária.

O gráfico 4 mostra o comportamento do IPCA e do núcleo do IPCA calculado pelo critério de exclusão. Usando o “núcleo da inflação por exclusão” teríamos uma taxa de inflação acumulada em doze meses até março de 6,11%, enquanto que o índice cheio atingiu 7,75% no mesmo período. Além disso, nota-se que o núcleo da inflação tendeu a estar sempre abaixo do índice “cheio” para os últimos dois anos. No “núcleo IPCA por exclusão”, são excluídos do cálculo 31 produtos, dentre os quais destacam-se: os derivados de petróleo, tarifas de ônibus e táxi, energia elétrica residencial, telefones, planos de saúde e tarifas de correio.

GRÁFICO 4
IPCA e Núcleo do IPCA (acum. em 12 meses)



Fonte: Ipeadata e Banco Central do Brasil

Apesar do quadro mais favorável que se configura, algumas questões importantes permanecem em aberto. Em primeiro lugar, como enfatizado anteriormente, o sucesso do regime de metas de inflação depende da coordenação eficaz das políticas fiscal e monetária. Sem isso, e com dominância fiscal, este regime fracassará em obter uma trajetória estável para a inflação no longo prazo. Já são bem conhecidos os resultados de Sargent e Wallace (1981) que mostram que na presença de dominância fiscal, mesmo uma política monetária restritiva no curto prazo, o resultado será taxas de inflação mais elevadas no longo prazo.

As evidências empíricas obtidas por Tanner e Ramos (2002) indicam que para a maior parte do período compreendido entre 1991 e 2000, o caso brasileiro tem se constituído como um caso de dominância fiscal (*Fiscal Dominant Regime*), muito embora, por curtos períodos, foram encontradas evidências de dominância monetária.¹⁹

De uma maneira geral, com relação ao lado fiscal para o período sob metas de inflação dois aspectos principais podem ser destacados: primeiramente, deve ser levado em consideração o esforço do governo brasileiro em obter superávits primários, da ordem de 3% do PIB, o que pode ser encarado como uma tentativa de garantir credibilidade ao regime e sinalizar solvência da dívida pública no médio e longo prazos. Sem dúvida alguma, um dos grandes trunfos da condução da política econômica brasileira tem sido a manutenção das metas fiscais. Muito embora, este precário equilíbrio fiscal venha sendo obtido de forma perversa, através de um aumento significativo da carga tributária, ao invés de uma redução e racionalização do gasto que levasse a um aumento da eficiência do setor público. Em 1993, a carga tributária bruta era de 25,72% do PIB, em 2001, ela chegou a 34% do PIB. Em segundo lugar, o lado preocupante continua sendo a atual composição da dívida pública, com um incremento na participação de títulos indexados ao dólar e a Selic, e uma redução dos títulos prefixados. Entre 2001 e 1996, a participação dos títulos indexados ao dólar no total dos títulos públicos federais teve um incremento de aproximadamente 19 pontos percentuais, passando de cerca de 9% para 28%, enquanto que a participação dos prefixados tiveram uma

¹⁹ Estes períodos foram 1991:1 – 1994:6 e 1995:7 - 1997:12, denotados Tanner e Ramos (2002) como período pré-Real, e pós-Real e anterior à Crise Asiática, respectivamente. Para o período compreendido entre abril de 1999 e dezembro de 2000 (pós-desvalorização e sob metas de inflação), os resultados foram não conclusivos, ocasionados talvez pela pouca disponibilidade de observações.

redução de aproximadamente 53 pontos percentuais no mesmo período. Entre 2001 e 2000, a participação dos títulos prefixados foi reduzida quase que pela metade. Em resumo, o crescimento da dívida pública e sua composição atual continuam sendo um fator de incerteza e instabilidade para a economia brasileira. Este quadro sinaliza uma situação de dominância fiscal, o que termina por restringir a ação do Banco Central, impedindo que ele conduza a política monetária com o objetivo principal de manter a estabilidade de preços de maneira relativamente independente.

A segunda questão diz respeito a própria institucionalização do regime de metas de inflação. O regime brasileiro é bastante informal no sentido de que a credibilidade do regime está muito relacionada a pessoas que estão no comando da política monetária, e não a própria instituição. A ausência de um estabelecimento institucional levanta dúvidas sobre a manutenção do regime caso a cúpula do Banco Central seja mudada. Seguindo esta linha de raciocínio, a indefinição sucessória nas próximas eleições, seguida da incerteza no que diz respeito a direção da política econômica, põe dúvidas sobre a manutenção do sistema de metas de inflação. Estes aspectos colocam em risco todos os ganhos obtidos até o presente momento. Mesmo que o regime seja mantido, o que deve ser bastante provável, a ausência de independência operacional de fato e de mandatos fixos para o Banco Central não dá ao regime a credibilidade necessária de que o banco, diante de conflitos de qualquer natureza, se fixe em alcançar a meta, não cedendo, por sua vez, à tentação ou a pressões políticas de tentar implementar uma política monetária com objetivos outros, que não seja a estabilidade de preços.

Por fim, outro aspecto que deve ser levado em consideração diz respeito a inexistência de cláusulas de escape ou na utilização de medidas de núcleo da inflação (*core inflation*) ao invés do índice cheio. O uso de um índice cheio é bastante problemático no sentido de que dadas as características mais voláteis de alguns de seus componentes, como os preços de energia, combustíveis, e alimentos, o índice torna-se bastante sensível a choques temporários, que não refletiriam a “real” tendência da inflação. Por sua vez isto implicaria na necessidade de alterações constantes no instrumento para conter a escalada inflacionária, de maneira a cumprir meta. Isto contribui para a instabilidade do instrumento e, por outro lado, como indicado anteriormente, possui rebatimentos importantes sobre o lado fiscal da economia. Em resumo, a mudança para um índice de núcleo de inflação contribuiria não apenas num ganho de eficiência na administração da política monetária, reduzindo a volatilidade do instrumento, mas, sobretudo, contribuiria para uma melhora no resultado fiscal.

Ao que tudo indica, o Banco Central deverá no médio prazo passar a utilizar um índice de núcleo de inflação, fazendo-se valer da mesma estratégia utilizada por outros países, como Canadá e Nova Zelândia, que passaram a divulgar os índices cheios e de núcleo de inflação conjuntamente, preparando o terreno para a troca de índices, o que acabou ocorrendo sem maiores sobressaltos. A questão peculiar, no caso brasileiro, é que testemunhamos manipulações nos índices de preços num passado recente de nossa história, o que acaba comprometendo a credibilidade de uma mudança para um índice de núcleo de inflação do IPCA como série indicativa para o regime de metas de inflação. Uma maneira de lidar com este problema seria delegar a uma instituição privada ou não governamental a tarefa de calcular o índice de núcleo de inflação com base no IPCA, ou então passar a utilizar medidas de núcleo de inflação já existentes, como o Núcleo de Inflação calculado com base no IPC-BR da FGV. O problema é o nível de abrangência menor desta série comparada ao IPCA.

5. Conclusões

O regime de metas de inflação é um regime relativamente novo, com pouco mais de dez anos de experiência, neste sentido, nova análises e avaliações serão necessárias para o

aperfeiçoamento deste regime. De uma maneira geral, ele vem apresentando um excelente desempenho e isso não apenas em termos de controle da inflação, mas também em termos do emprego e do produto, como nos mostra a performance dos países que passaram a adotá-lo nos anos 90.

No caso brasileiro, como procurou-se enfatizar ao longo deste artigo, os anos de 1999 e 2000, foram anos de aprendizagem, e o ano de 2001 pode ser considerado como um primeiro teste. E, embora a inflação tenha escapado da meta, o desempenho do regime não foi de todo desprezível, principalmente diante dos choques que atingiram a economia brasileira. A expectativa para o ano de 2002 e para os anos seguintes é de uma melhora no desempenho da economia, não apenas no que concerne a manutenção da estabilidade de preços, mas também nas demais variáveis macroeconômicas.

Permanecem as dúvidas sobre se o regime de metas de inflação será mantido, se ele será institucionalizado, e sobre a maneira como será conduzido, ou em outras palavras, sobre o papel que exercerá o Banco Central no futuro governo. Estes aspectos põem em xeque os ganhos obtidos até o presente momento, gerando incertezas entre os agentes econômicos sobre o futuro da economia e da condução da política monetária. Passadas as eleições, e em se mantendo o compromisso com a manutenção do regime, será um bom momento para levar a cabo a discussão sobre o papel do Banco Central na economia, convergindo para a proposta de garantir-lhe a independência necessária (no sentido operacional) para administrar a política monetária com maior liberdade. Há ainda a questão do comportamento do lado fiscal da economia, já que, como enfatizado ao longo do artigo, o equacionamento da dívida pública brasileira é um elemento fundamental para o sucesso do atual regime. Além disso, o Banco Central deverá num curto espaço de tempo passar a utilizar um índice de núcleo de inflação como série indicativa para as metas, ao invés de utilizar o IPCA (índice cheio). Isto é fundamental para que se consiga administrar a política monetária com maior facilidade, evitando flutuações bruscas na taxa de juros e reduzindo a incerteza na economia.

Embora, sob nosso ponto de vista, o regime de metas de inflação se constitua como a melhor estratégia de condução da política monetária, ele não é uma panacéia para a solução de todos os problemas e males econômicos dos países, em especial para os países em desenvolvimento. Ele oferece uma estrutura ótima de condução de política monetária, centrando suas preocupações naquilo que ela pode fazer de melhor no longo prazo, que é manter a estabilidade de preços. Os demais problemas devem ser resolvidos com as políticas apropriadas para cada caso, garantindo, obviamente, a coerência e a consonância destas políticas com a manutenção da estabilidade de preços.

Por fim, vale pontuar, mais uma vez, sobre a maneira como o Banco Central vem lidando com as metas numéricas de inflação propriamente ditas. As constantes mudanças de foco em relação à meta numérica, como demonstradas nas diferentes Atas do COPOM, traz prejuízos à credibilidade do regime. Como argumentado ao longo deste artigo, a credibilidade do regime está fortemente associada ao grau de transparência e responsabilidade assumidas pelo Banco Central na condução da política monetária, com o objetivo de perseguir as metas estabelecidas. Alterar os objetivos da política monetária para alcançar metas diferentes das que foram anteriormente definidas suscita dúvidas, em primeiro lugar, sobre a capacidade do Banco Central em entender e prever o comportamento da inflação, dos seus principais determinantes e dos choques que a economia está sujeita, e em segundo lugar, sobre o grau de comprometimento do Banco em alcançar as metas. A questão que surge é até que ponto o Banco Central realmente está comprometido com o sistema de metas de inflação, ou se, na verdade, a política monetária está se tornando discricionária, sem compromissos claros com uma regra de política monetária. É importante que o Banco Central siga de perto as metas numéricas estabelecidas, caso contrário, a credibilidade do regime de metas de inflação estará comprometida.

Caso choques externos (tais como aqueles ocorridos em 2001) venham a alterar o patamar de inflação e o governo decida adotar uma perspectiva mais gradualista na eliminação destes choques inflacionários ao longo do tempo, evitando assim um custo maior em termos de produto no curto prazo, isto deveria ser feito de forma explícita, com a alteração das metas sendo realizadas pelo Ministro da Fazenda, e não pelo Banco Central que, supostamente, é apenas o executor das metas numéricas. É a falta de um procedimento formal de cláusulas de escape conjugada a não utilização de uma medida de *core inflation* que acabou por levar a esta situação.

O ponto é que ainda não existe uma diferenciação muito clara (e até mesmo formal) entre autoridade monetária (BC) e o Ministério da Fazenda (o primeiro é subordinado ao segundo). Numa situação onde o BC tem, de fato, independência operacional, certamente, a mudança das metas, sendo feita pelo Ministério da Fazenda, seria algo coerente. No caso brasileiro, como não há essa independência entre os dois, não se sabe até que ponto a mudança das metas sendo feita pelo Ministro da Fazenda, e não pelo BC, resultaria em algo diferente.

Talvez, se o Ministro da Fazenda aparecesse em cadeia nacional e anunciasse a alteração das metas e as razões para tal mudança, aí sim, acreditaríamos que o impacto seria positivo sobre a credibilidade. Haveria, então, um reconhecimento público das razões da alteração. A importância da transparência na condução da política monetária é bem exemplificada no caso da Nova Zelândia. Desde o primeiro *Policy Targets Agreement* (PTA), acordo que instituiu o regime de metas de inflação naquele país, todo governo eleito tem a prerrogativa de suspender unilateralmente as metas estabelecidas no PTA vigente, sem que, para isso, tenha que pedir permissão ao Parlamento. No entanto, esta atitude deve ser tomada de maneira pública e o mais transparente possível, e dentro de um prazo máximo de um ano, quando um novo PTA deve ser assinado, estabelecendo as metas.²⁰

Sob o nosso ponto de vista, o erro do governo brasileiro não está em alterar as metas propriamente ditas, mas em alterá-las por duas vezes consecutivas de forma não transparente, e achar que não se deveria dar explicações públicas do fato. Na Nova Zelândia, quando um novo governo assumiu em outubro de 1990 e decidiu adiar o horizonte para o alcance da meta de 0 – 2%, do final de 1992 para dezembro de 1993, com receio do impacto que uma desinflação muito rápida poderia causar sobre o produto e o emprego, isto foi feito de maneira pública e transparente.

6. Referências

BAER, W. *A economia brasileira*. São Paulo : NOBEL, 1995. 416p.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Boletim de Inflação*. Diversos números.

BERNANKE, B. S.; MISHKIN, F. S. Inflation targeting: a new framework for monetary policy?. *Journal of Economic Perspectives*. v.11, n. 2, p. 97-116, Spring 1997.

BERNANKE, B.; LAUBACH, T.; MISHKIN, F. S.; POSEN, A. S. *Inflation targeting : lessons from international experience*. New Jersey : Princeton University Press. 1999, 382p.

BOGDANSKI, J; TOMBINI, A.A.; WERLANG, S.R.C. *Implementing Inflation Targeting in Brazil*. Banco Central do Brasil. 2000, 19p (Working Paper).

DEBELLE, G. *Inflation Targeting in practice*. International Monetary Fund. 1997, 32p (Working Paper n. 35).

²⁰ Ver mais detalhes em Sherwin, 1990.

- FISCHER, S. Why are central banks pursuing long-run price stability?. In: *Achieving price stability*. Federal Reserve Bank of Kansas City Symposium Series. 1996.
- FRAGA, A. Monetary policy during the transition to a floating exchange rate: Brazil's recent experience. *Finance and Development*, v. 37, n. 1, March 2000.
- HALDANE, A. *Some issues in inflation targeting*. Bank of England. Trabalho não publicado. 1997.
- KING, M. Changes in UK monetary policy: rules and discretion in practice. *Journal of Monetary Economics*. v. 39, p. 81-97, 1997.
- MASSON, P. R.; SAVASTANO, M. A.; SHARMA, S. *The scope of inflation targeting in developing countries*. International Monetary Fund. 1997, 53p (Working Paper n. 130).
- McCALLUM, B. *Inflation targeting in Canada, New Zealand, Sweden, and the United Kingdom, and in general*. National Bureau of Economic Research. March 1996. (Working Paper, n. 5579).
- MISHKIN, F. *International experiences with different monetary policy regimes*. National Bureau of Economic Research. March 1999. (Working Paper, n. 7044).
- MISHKIN, F. *Inflation Targeting in emerging market countries*. National Bureau of Economic Research. March 2000. (Working Paper, n. 7618).
- MISHKIN, F.; SAVASTANO, M. A. *Monetary policy strategies for Latin America*. National Bureau of Economic Research. March 2000. (Working Paper, n. 7617).
- MORANDÉ, F.; SCHIMIDT-HEBBEL, K. *The scope of inflation targeting in emerging market economies*. In: Seminário sobre questões analíticas e operacionais para a implementação de metas de inflação. Rio de Janeiro: FMI/BCB, maio 1999.
- MOREIRA, A. R. B.; CARVALHO, L. Indicadores IPEA de Tendência da Inflação no Brasil. In: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA). *Boletim Conjuntural*. v. 48. jan. 2000.
- NERI, M. Inflação, acesso a serviços financeiros e distribuição de renda. In: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA). *O Brasil no fim do século: desafios e propostas para ação governamental*. Rio de Janeiro : IPEA, 1994.
- PORTUGAL, M. S.; MADALOZZO, R.C. Um modelo de NAIRU para o Brasil. *Revista de Economia Política*. V. 20, n. 4, p. 26-47. 2000.
- ROGOFF, K. The optimal degree of commitment to an intermediate monetary target. *Quarterly journal of Economics*. v. 100, n. 4, p. 1169-1189, 1985.
- SACHS, J.; LARRAIN, F. *Macroeconomia*. São Paulo: Makron Books. 1995.
- SARGENT, T. J.; WALLACE, N. Some unpleasant monetarist arithmetic. Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review, Fall, 1981.
- SHERWIN, M. Strategic choices in inflation targeting: the New Zealand experience. *Reserve Bank of New Zealand Bulletin*. v.62, n.2, p.73-88, 1999.
- SVENSSON, L. E. O. *Inflation forecasting targeting: implementing and monitoring inflation targets*. National Bureau of Economic Research. 1996. (Working Paper n. 5797).
- SVENSSON, L. E. O. *Inflation targeting as a monetary policy rule*. National Bureau of Economic Research. 1998. (Working Paper n. 6790).

- SVENSSON, L. E. O. *Inflation targeting in an open economy: strict or flexible inflation targeting*. Reserve Bank of New Zealand. 1997b (Working Paper G97/8).
- SVENSSON, L. E. O. Optimal inflation targets, “conservative” central banks, and linear inflation contracts. *American Economic Review*, v. 87, n.1, , p. 98 – 115, 1997a.
- TANNER, E.; RAMOS, A. M. *Fiscal sustainability and monetary versus fiscal dominance: evidence from Brazil, 1991 – 2000*. International Monetary Fund. 2002, 29p (Working Paper n. 02/5).
- TEJADA, C. O.; PORTUGAL, M. S. Credibility and Reputation: An application of the ‘external circumstances’ model for the Real Plan. *Revista Brasileira de Economia*, A ser publicado, 2002.