

***Inflation targeting* no Brasil (1999-2005): uma análise à luz da experiência internacional**

Giuliano Contento de Oliveira e Braulio Oliveira¹

Resumo

O artigo discute o regime de metas para a inflação no Brasil no interregno 1999-2005 à luz da experiência internacional. Observou-se que os países que utilizam desenhos mais flexíveis de *inflation targeting* em geral apresentaram melhor desempenho do que aqueles que usam sistemas mais rígidos, em termos de redução da inflação, de crescimento econômico e de variabilidade do produto e dos preços. A análise permite sustentar que o formato do regime de metas tal qual adotado no país se apresenta inadequado, pois exige a prática de uma política monetária restritiva ao longo do tempo, vetor que indica a necessidade de mudanças que atribuam maior flexibilidade ao sistema.

Palavras-chave: meta para a inflação; crescimento econômico; âncora de expectativas.

CÓDIGO DE ÁREA: 05 (Economia Brasileira Contemporânea)

Código JEL: E50; E52; E58; E61; N10.

Abstract

The article discusses the inflation targeting in Brazil in the period 1999-2005 based on the international experience. It was observed that the countries that use more flexible regimes of inflation targeting presented usually better results than those that use more rigid systems, in terms of reduction of the inflation, of economic growth and of variability of the production and of the prices. The analysis allows to sustain that the regime of inflation targeting adopted in Brazil is inadequate, because it demands the practice of a restrictive monetary policy along the time, condition that indicates the need of changes to turn it more flexible.

Key-words: inflation targeting; economic growth; anchor inflation expectations.

1 Introdução

O artigo discute o IT no Brasil desde sua adoção até o seu atual estágio à luz da experiência internacional. Analisa-se os casos da Nova Zelândia, do Chile, da Austrália e do México, e discute-se de forma agregada alguns outros países que fazem uso do regime a partir de parâmetros quantitativos e qualitativos selecionados. Os dois primeiros países foram escolhidos por se tratarem de experiências precursoras quanto ao uso do regime, o que atua no sentido de permitir um horizonte mais dilatado para avaliá-lo. Já a escolha da Austrália resultou da experiência bem-

¹ Doutorando em Economia no IE/UNICAMP e Doutor em Administração pela FEA/USP, respectivamente.

sucedida da operação do regime sob um desenho que pode ser considerado altamente flexível, enquanto a do México derivou das similaridades importantes em relação à experiência brasileira, vez que adotado após a adoção do regime de câmbio flutuante e num contexto de incertezas.

Trabalha-se a idéia de que o desenho do regime de metas utilizado no Brasil se apresenta inadequado. A opção pela continuidade de seu uso, acompanhada do estabelecimento de metas ambiciosas para a inflação, atua no sentido de obstaculizar a retomada do crescimento econômico sustentado. Além desta introdução e da conclusão, o artigo contém mais três partes. Na primeira, discute-se a concepção do IT, bem como os possíveis desenhos para a sua operação, mostrando que o formato adotado irá determinar o grau de flexibilidade do regime. Posto isso, analisa-se a experiência internacional. Finalmente, na terceira parte, realiza-se a discussão sobre o caso brasileiro, destacando as vulnerabilidades do regime e possíveis alternativas para superá-las.

2 *Inflation targeting*: concepção e formatos

Neste item discute-se a concepção geral do regime de IT, abordando aspectos teóricos que sustentam a sua recomendação, bem como as possibilidades de formatos para operacionalizá-lo. Como será observado, apesar de poder ser mais flexível do que outros expedientes para ancorar as expectativas dos agentes, o IT implica a subordinação dos demais objetivos de política econômica ao cumprimento da meta para a inflação, cujo grau irá depender do tipo do desenho aplicado ao sistema.

2.1 Concepção do regime

A ocorrência de seguidas crises cambiais nos anos 1990 ensejou um movimento crescente dos países em direção ao uso do regime de câmbio flutuante, em substituição aos regimes de câmbio fixo ou semi-fixo². Logo, a taxa de câmbio deixou de funcionar enquanto âncora nominal de expectativas, passando a constituir mais um risco ao processo de tomada de decisão dos agentes. Isso, aliado à dificuldade dos Bancos Centrais em controlar os agregados monetários num contexto de mercados financeiros crescentemente liberalizados, atuou no sentido de estimular a difusão do uso do IT pelo mundo³ (MISHIKIN, 2000; BLEJER and LEONE, 1999).

O regime consiste no compromisso da autoridade monetária com uma meta quantitativa preestabelecida para a inflação, a partir de condutas transparentes, para um ou mais horizontes de tempo. Parte-se da idéia de que a estabilidade monetária requer credibilidade, que por seu turno exige uma conduta consistente, transparente e comprometida do Banco Central quanto ao controle da inflação (BERNANKE et al., 1999; BLEJER and LEONE, 1999). A sinalização e o

² Ver Eichengreen (2000).

³ Embora tenha contribuído para o processo de difusão do regime, tais vetores não constituíram pré-condição para a sua adoção. Em alguns casos, como no Chile, o uso do IT precedeu o abandono do regime de banda cambial.

comprometimento de uma meta para a inflação atuaria, assim, no sentido de coordenar as expectativas dos agentes, balizando o processo de tomada de decisão e criando um ambiente propício para o cálculo econômico.

Neste sistema, a estabilidade dos preços dos bens e serviços passa a constituir o objetivo e o guia da política monetária, ficando as demais metas de política econômica subordinadas ao cumprimento da meta estipulada para a inflação⁴. De acordo com Leiderman and Svensson (1995, p.2), a ênfase na estabilidade de preços enquanto objetivo primário da política monetária decorre das seguintes razões: a) no longo prazo a política monetária se mostra incapaz de controlar sistematicamente as variáveis reais; b) a estabilidade de preços gera um ambiente adequado para a alocação eficiente de recursos e minimiza redistribuições arbitrárias sobre a riqueza e a renda e; c) a utilização da política monetária para reduzir o desemprego no curto prazo é ineficiente e provoca mais inflação. A afirmação de Debelle (1999, p.44) sintetiza muito bem a concepção de política monetária que sustenta o regime de metas para a inflação, a saber, “... *the major contribution that monetary policy can make to economic growth and welfare in the long run is the maintenance of a low and stable inflation rate.*”

De acordo com os seus defensores, o regime ainda teria a vantagem de ser mais flexível do que os demais expedientes utilizados no processo de coordenação das expectativas dos agentes. O IT constituiria, pois, um meio termo entre regras e completa discricionariedade no manejo dos instrumentos de política econômica, representando um tipo de “discricionariedade restrita” (SVENSON, 2002). A redução do grau de discricionariedade da autoridade monetária aumenta o seu grau de credibilidade, gerando impactos positivos sobre a economia. O cumprimento da meta para a inflação renderia dividendos à autoridade monetária sob a forma de reputação, fazendo do seu simples anúncio um expediente balizador do processo de formação de expectativas dos agentes, maximizando os efeitos da política monetária.

Para funcionar adequadamente, ademais, o regime deve respeitar as seguintes condições: a) independência dos instrumentos da autoridade monetária; b) austeridade fiscal; c) solidez do sistema financeiro; d) transparência e responsabilidade política e; e) compromisso institucional com a estabilidade de preços (MISHKIN and SHIMIDT-HEBBEL, 2001). Mostra-se imprescindível, ainda, uma clara visão da autoridade monetária acerca do mecanismo de transmissão da política monetária, a existência de confiáveis mecanismos de previsão da inflação e a construção de modelos capazes de realizar simulações que sirvam de orientação à política monetária (BLEJER and LEONE, 1999).

⁴ Conforme será discutido, no entanto, a subordinação dos demais objetivos deve ser compreendida enquanto uma questão de grau, cuja intensidade irá variar de acordo com o desenho de IT adotado.

A Figura 1 apresenta um mecanismo básico de transmissão da política monetária. Como se pode observar, embora a política monetária compreenda um amplo leque de instrumentos, assume-se que o instrumento de primeira ordem corresponde ao manejo da taxa de juros de curto prazo (overnight). Com mudanças nesta taxa, o Banco Central aciona os canais de transmissão e consegue atuar sobre o hiato de produto da economia e, ao cabo, sobre a inflação. Todavia, conforme será discutido, no período corrente a política monetária tem a capacidade de afetar diretamente apenas os chamados preços livres, que respondem aos mecanismos de mercado, e, de forma indireta, a inflação importada, a partir da influência sobre a taxa de câmbio.

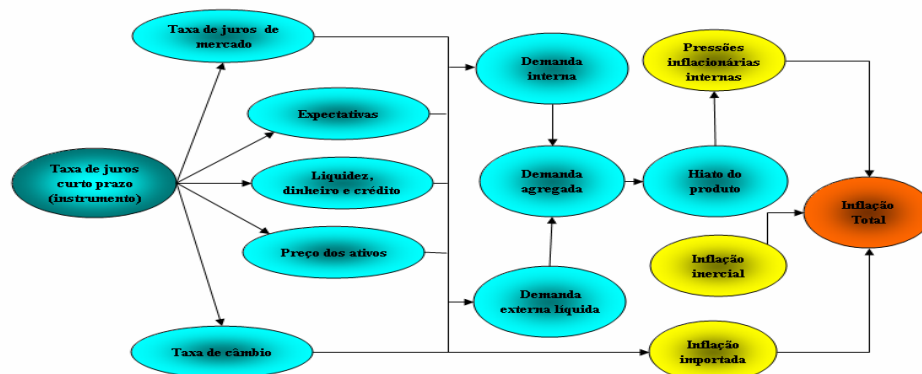


FIGURA 1: MECANISMO BÁSICO DE TRANSMISSÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA

Elaboração do autor.

2.2 Formatos de IT

Inexiste um formato padrão de IT para melhor operacionalizá-lo (MISHKIN and SHIMIDT-HEBBEL, 2001). O desenho do regime deverá levar em conta as especificidades do mecanismo de transmissão da política monetária e as características do processo de formação dos preços de cada país. O grau de volatilidade cambial, a participação dos preços dos produtos transacionáveis e dos preços administrados pelo governo no índice de inflação adotado para a operação do regime, bem como o grau de vulnerabilidade da economia a choques externos, o ritmo do processo de desinflação a ser perseguido e o grau de inercialidade da inflação, também serão determinantes para que o IT possa cumprir devidamente o seu papel.

A Figura 2 apresenta as possíveis combinações para a configuração do IT. O regime será desenhado a partir dos seguintes expedientes: 1) estabelecimento do horizonte de tempo para o processo de avaliação da trajetória dos preços e de apuração dos resultados do sistema; 2) uso ou não de cláusulas de escape contra circunstâncias particulares que coloquem em risco o cumprimento da meta original; 3) utilização de índices cheios ou de núcleos para operar o sistema; e 4) amplitude da meta utilizada como guia para a operação da política monetária. As conexões entre cada um dos expedientes indicam a possibilidade de diferentes combinações para a operação do sistema, que conforme já observado, deverá refletir as especificidades de cada país.

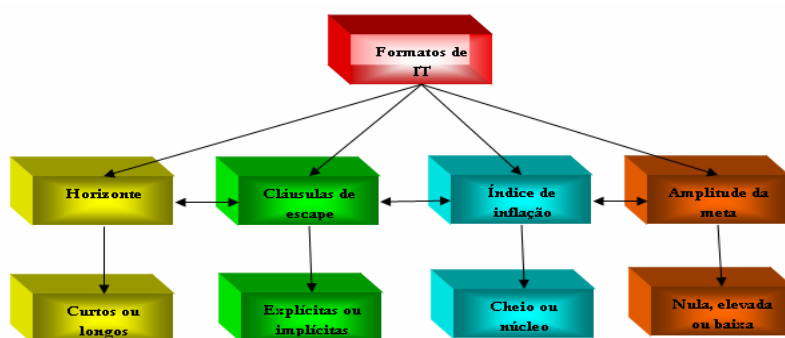


FIGURA 2: FORMATOS DE IT

Baseado em Mishkin and Schmidt-Hebbel (2001). Elaboração do autor.

Podem ser utilizados períodos curtos, medianos ou longos para a operação e avaliação do sistema. Quanto maior for o horizonte para o cumprimento da meta para a inflação, maior será o grau de maleabilidade do regime, vez que choques adversos que impliquem desvios momentâneos na trajetória dos preços em relação à meta não irão requerer brusca reorientação no manejo da política monetária e não serão capazes de afetar o grau de credibilidade da autoridade monetária. Já a opção por horizontes mais curtos decorre da possibilidade de conquista mais célere de credibilidade por parte do Banco Central, embora torne o regime mais rígido.

Quanto às cláusulas de escape, pode-se fazer uso de cláusulas explícitas ou implícitas para lidar com circunstâncias particulares que impliquem desvios dos preços ante a meta predefinida. Frente a episódios excepcionais, como mudanças significativas nos termos de troca e choques de oferta gerados por fatores climáticos, o Banco Central tem a possibilidade de fazer uso de cláusulas que justificam o desvio provisório de seu alvo principal, de maneira a preservar a sua credibilidade e reduzir o sacrifício em termos de produto e emprego da economia requerido para reconduzir os preços à trajetória da meta.

No mais, podem ser utilizados índices de preços cheios ou os chamados núcleos para orientar a política monetária. Nos núcleos, são expurgados alguns itens que compõem o índice cheio, em geral os mais voláteis e cujo processo de formação dos preços não responde aos mecanismos de mercado⁵. Por não depender do arbítrio da autoridade monetária quando da ocorrência de choques exógenos sobre os preços, acredita-se que a utilização do *core inflation* seja mais vantajosa do que o mecanismo das cláusulas de escape, uma vez que o método de cálculo do índice de inflação é conhecido previamente pelos agentes (MISHIKIN and SCHMIDT-HEBBEL, 2001).

Admitindo-se que a inflação (r) corrente seja determinada a partir da seguinte equação:

⁵ Países como África do Sul e Inglaterra excluem itens referentes a pagamentos de juros do índice cheio, como pagamento de juros de hipoteca, vez que se pressupõe que a sua manutenção faz com que alterações na taxa de juros acarretem impactos na mesma direção na inflação, tornando a política monetária menos eficaz. Já outros países, como o Canadá, fazem uso de medidas de inflação que excluem além dos itens mais voláteis do índice cheio e que se referem a pagamento de juros, os efeitos dos chamados impostos indiretos sobre os preços, a partir da assunção da hipótese ad hoc de que alterações nos impostos seriam repassadas para o índice cheio sem defasagem e à razão de um para um (FERREIRA e PETRASSI, 2002).

$$r_t = r_{lt} + r_{at-1} \quad [1]$$

onde: r_t = índice cheio de inflação no período t ; r_{lt} = componente “preços livres”; r_{at-1} = componente inercial. Sendo $r_{lt} = r_{ntt} + r_{tt}$, sendo: r_{ntt} = preço dos *non-tradeables* e; r_{tt} = preço dos *tradeables*. Doravante a equação 1 pode ser escrita da seguinte forma:

$$r_t = r_{ntt} + r_{tt} + r_{at-1} \quad [2]$$

Quanto maior for a participação de r_{at-1} em r_t , maior será o grau de aperto da política para manter os preços na trajetória da meta, quando se trabalha com o índice cheio. Além disso, como os preços dos *tradeables* são formados no mercado externo e pelos custos médios dos países que os produzem, os preços em moeda doméstica de tais produtos irão refletir tanto mudanças na taxa de câmbio, quanto nos seus respectivos preços em dólar. A parcela de r_{ntt} também responde a variações da taxa de câmbio, a qual corresponde ao componente importado⁶. Logo, quando maior for a participação de r_{tt} e r_{at-1} em r_t , mais recomendável será utilização de núcleos de inflação, de modo a viabilizar a formação das expectativas dos agentes sob uma dinâmica *forward-looking*.

Finalmente, o regime também admite trabalhar com intervalos de variação em torno da meta central para a inflação, expediente que permite a absorção de movimentos transitórios que possam desviar os preços da trajetória da meta para a inflação. Quanto maior o intervalo de variação em torno da meta central, maior a flexibilidade do IT. Mais uma vez, trata-se de um expediente que busca preservar a reputação dos bancos centrais diante de episódios inesperados, de modo a manter a credibilidade do público na autoridade monetária mesmo em situações adversas.

Um IT é mais maleável quanto maior for a utilização de expedientes que busquem acomodar choques, oferecendo maior discricionariedade à autoridade monetária. Não obstante a maleabilidade aberta pelo regime, a opção por um formato rígido em muitos casos decorreu da necessidade de ganho rápido de credibilidade por parte da autoridade monetária, uma vez que muitos países a fazer uso do regime após o abandono do regime de câmbio flutuante, pressionado os preços para cima. O IT passou a ser utilizado, assim, enquanto instrumento de desinflação, em alguns casos se mostrando dificultosa a utilização de um formato altamente flexível num primeiro instante. De acordo com Blejer and Leone (1999, p.5), “*Too much flexibility may undermine the public’s confidence in the regime. But too much rigidity may result in unnecessarily large variability of output.*”

3 Inflation targeting pelo mundo

O IT vem ganhando cada vez mais adeptos pelo mundo, tendo se constituído num regime monetário de crescente popularidade nos últimos anos. Depois das experiências precursoras na Nova Zelândia e no Chile no início da década passada, muitos países passaram a fazer uso do

sistema, com forte intensidade a partir da segunda metade dos anos 1990. A Figura 3 apresenta os países que fazem uso do IT, apontando o ano de sua adoção e a taxa de inflação acumulada nos últimos 12 meses quando de sua implementação. Como se pode observar, enquanto na primeira metade dos anos 90 apenas sete países faziam uso do regime (Nova Zelândia, Canadá, Israel, Reino Unido, Suécia e Austrália), a partir da segunda metade da década mais quatorze países passam a aderir ao sistema (Coréia do Sul, República Tcheca, Polônia, México, Brasil, Colômbia, África do Sul, Suíça, Tailândia, Hungria, Islândia, Noruega, Filipinas e Peru). Importante notar, ainda, que em vários países a taxa de inflação acumulada nos últimos 12 meses quando da adoção do regime superava a barreira dos 10% ao ano, com uma inflação corrente anualizada não raro também ultrapassando a barreira dos dois dígitos, o que denota a utilização do regime enquanto instrumento de desinflação em várias ocasiões.

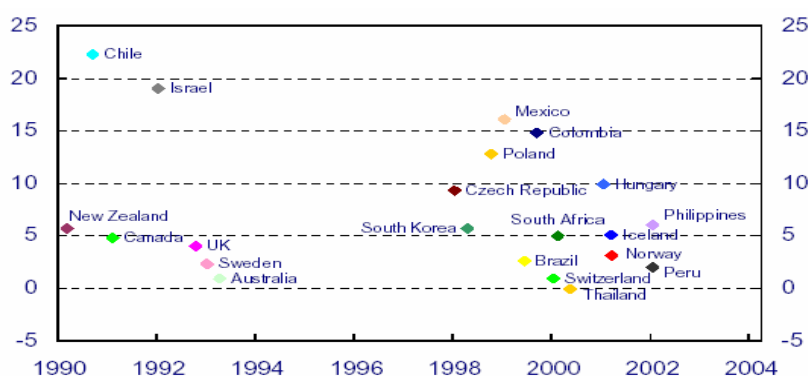


FIGURA 3: PAÍSES COM INFLATION TARGETING (1990-2005)

Fonte: Gjedren (2005, p.2).

Este item buscou, a partir de uma breve análise de algumas experiências internacionais bem-sucedidas no uso do IT, extrair lições que pudessem servir de amparo à análise do IT no Brasil. Será observado que os países que optaram por um processo gradualista de desinflação e fizeram uso de sistemas não-rígidos de IT, em geral, apresentaram maior crescimento e menor variabilidade do produto, além de menor taxa e variabilidade da inflação, no período posterior à adoção do regime na comparação com o prévio à sua implantação, procedimento que permitiu maximizar as vantagens do IT e minimizar as suas potenciais desvantagens.

3.1 IT na Nova Zelândia

O IT foi adotado na Nova Zelândia num contexto de reformas pró-mercado levadas a cabo no decorrer dos anos 1980, sendo formalmente implementado em 1990 (SHERWIN, 1999). Pode-se afirmar que o país fez e prossegue fazendo uso de um formato bastante maleável do regime. Quanto ao índice de inflação utilizado para a avaliação e operação do sistema, no interregno 1990-97 fez-se uso do chamado *Underlying Inflation*, que excluía o índice de preços ao consumidor o

⁶ No mais, quando o componente inercial toma por base índices gerais de inflação, uma parcela de r_{at-1} também será sujeita a variações da taxa de câmbio, sendo também contemplado pela chamada inflação importada.

pagamento de juros de hipoteca, considerando apenas os valores dos aluguéis. Isso decorreu do efeito contraditório sobre a política monetária causado pelo item moradia no índice de preços ao consumidor (CPI), vez que um aumento da taxa de juros, ao implicar aumento dos juros de hipoteca, acabava elevando o preço item. Também eram, não raro, excluídas do índice cheio mudanças significativas nos termos de troca e pressões eventuais geradas por mudanças nas alíquotas de impostos (FERREIRA E PETRASSI, 2002).

Em 1997 passou-se a fazer uso de um *core* que excluía apenas os itens correspondentes a pagamentos de juros, o chamado CPIX, procedimento que implicaria maior grau de oscilação da inflação e poderia colocar em risco a credibilidade do sistema, não fosse o uso do expediente das cláusulas de escape para acomodar choques. Finalmente, a partir de 1999, passa-se a fazer uso do CPI (índice cheio), que na prática não significou nenhuma mudança em relação ao *core* utilizado anteriormente, vez que se passou a excluir itens referentes a pagamentos de juros do índice cheio (FERREIRA E PETRASSI, 2002; RBNZ, 2002).

Já o horizonte para convergência dos preços à meta girava, inicialmente, em torno de um ano, sendo posteriormente utilizado o interregno de quatro e seis trimestres (SHERWIN, 1999). Na prática, todavia, o horizonte é determinado a cada mandato do presidente da autoridade monetária, a partir do *Policy Targets Agreement* (PTA). Esta sistemática atribui grande flexibilidade ao regime, permitindo desvios temporários e dando o devido prazo para que os efeitos da política monetária possam se fazer sentir sobre o comportamento dos preços.

O sistema possui, ainda, um intervalo em relação ao centro da meta, que entre 1990-97 era de 0% a 2% anuais, e daí em diante, de 0% a 3%. No mais, diante de eventos não-usuais, admite-se que os preços possam desviar temporariamente da trajetória da meta preestabelecida, fazendo-se uso das chamadas cláusulas de escape. Tais eventos incluem, por exemplo, aumento dos preços das commodities e desastres naturais. Nestas ocasiões, o objetivo da autoridade monetária passa a ser evitar o surgimento de pressões inflacionárias, e não necessariamente reconduzir os preços para a trajetória da meta (RBNZ, 2002; RBNZ, 2005).

Portanto, a Nova Zelândia optou pelo uso de um desenho de IT que pode ser considerado bastante flexível, vez que permite a utilização de cláusulas de escape, bem como a variação em torno do centro da meta, além de contemplar um horizonte maleável para a operação e avaliação do sistema e fazer uso de um índice de preços que exclui itens referentes a pagamento de juros. Isso faz com que o país dificilmente descumpra a meta para a inflação e, ao mesmo tempo, possua um alto grau de discricionariedade no manejo da política monetária.

Uma outra característica importante do regime da Nova Zelândia se refere ao nível da inflação quando da adoção formal do sistema. Conforme se pode observar a partir da Figura 4, no início da década de 1990 a inflação já se situava ao nível da observada para os países da OECD,

sendo que o processo de convergência para este patamar se deu previamente à adoção do regime. Ademais, a experiência da Nova Zelândia mostra que o uso de um IT que contemple dispositivos capazes de absorver choques, de modo a lidar com movimentos inesperados, permite uma operação harmônica do sistema com outros objetivos de política econômica, não penalizando os níveis de produto e emprego da economia, já que não se exige a prática de uma política monetária intertemporalmente restritiva (Figura 4).

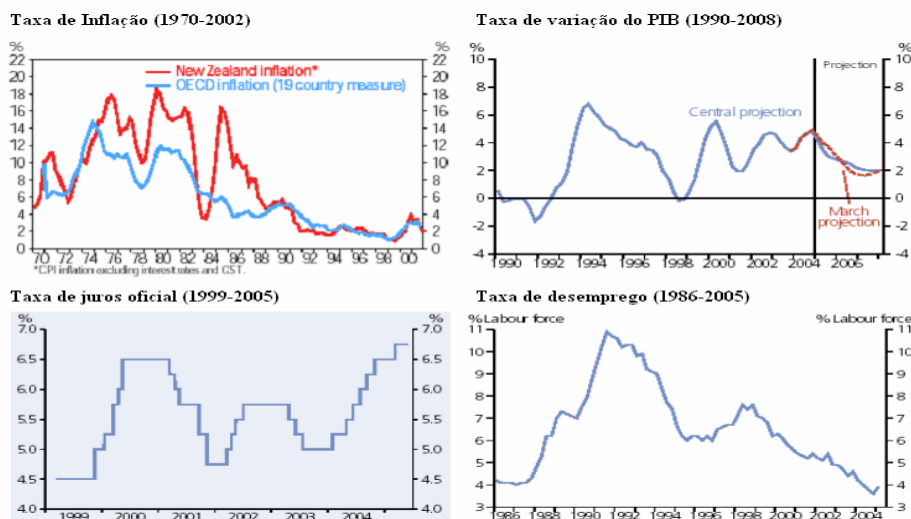


FIGURA 4: INDICADORES SELECIONADOS DA NOVA ZELÂNDIA

Fonte: Brash (2004) e RBNZ (2005).

3.2 IT na Austrália

O regime de IT australiano foi adotado formalmente em 1993 e, assim como o sistema da Nova Zelândia, pode ser considerado bastante flexível. Foi introduzido de forma mais evolucionária do que revolucionária, não sendo realizadas mudanças legislativas. Também não foram utilizadas metas para a taxa de câmbio (Macfarlane, s/d). Busca-se manter a inflação entre 2% e 3%, em média, durante o chamado “ciclo de negócios”. Isto significa que o horizonte para o processo de convergência da inflação para a trajetória da meta não é predeterminado. A meta deve ser alcançada ao longo do tempo. Este procedimento tem permitido ao país reduzir a variabilidade do produto de forma concomitante com a redução da inflação, no confronto dos períodos anterior e posterior à adoção do regime, conforme será observado no item 3.5. De acordo com Debelles (1999, p.49), “*The longer the time frame allowed to the central bank to return inflation to the target, the greater weight it can give to output stabilization.*”

Desde a implantação do regime até 1998, o país também fazia uso de um *Underlying Inflation*, um *core* que excluía cerca de 49% dos itens mais voláteis do índice cheio. Depois disso, passou-se a utilizar o índice cheio (CPI) para operar o regime, o qual, no entanto, passou a excluir itens referentes a pagamentos de juros, a exemplo do que ocorre na Nova Zelândia (FERREIRA E PETRASSI, 2002). O IT admite, ainda, desvios temporários em relação à banda preestabelecida,

vez que o objetivo é assegurar que a inflação seja consistente com a meta, assumindo-se que a política monetária é incapaz de influenciar movimentos bruscos e inesperados sobre os preços. Nas palavras de Macfarlane (s/d, p.78): *“Its specification reflected the reality that there will always be unavoidable temporary variations in inflation which monetary policy should not seek to redress.”*

Interessante notar, com base na Figura 5, que o país também implantou o sistema quando a inflação já se apresentava em baixo patamar, tendo sido utilizado mais como balizador da política de controle da inflação, do que como instrumento para desinflacionar a economia. Caso o país fizesse uso de um horizonte que seguisse o calendário gregoriano, portanto mais rígido, as metas teriam sido descumpridas em diversas ocasiões, ora por romper o piso, ora por superar o teto da banda estabelecida como meta. Oportuno também destacar que o regime, em razão de sua maleabilidade, tem permitido compatibilizar o controle da inflação com a redução do desemprego e com um vigoroso crescimento da economia, a despeito do desequilíbrio em conta corrente do balanço de pagamentos observado há anos, conforme se pode observar na Figura 5.

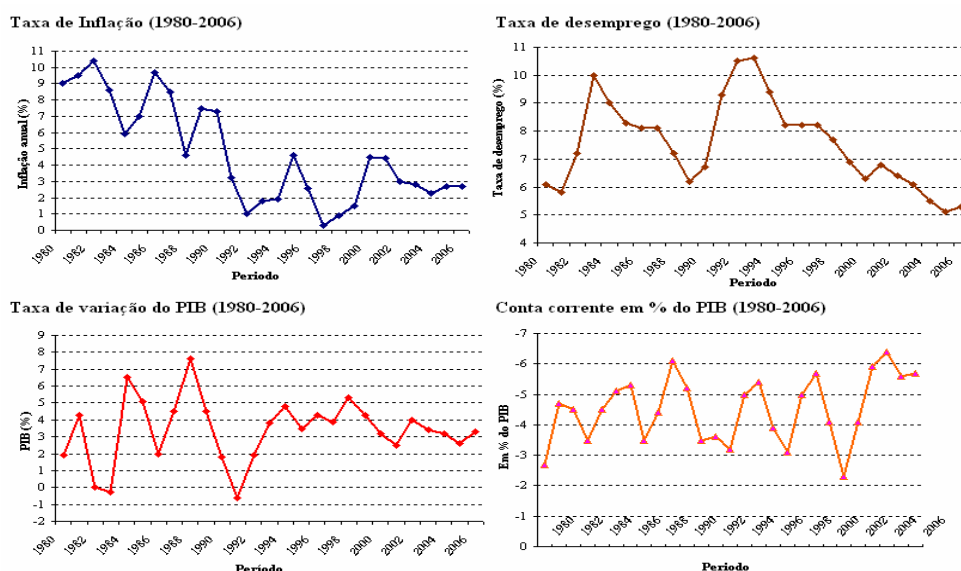


FIGURA 5: INDICADORES SELECIONADOS DA AUSTRÁLIA

Fonte: Database IMF (2005). Elaboração do autor.

3.3 IT no Chile

O Chile adotou o regime em 1991, sendo a primeira economia subdesenvolvida a adotar o sistema no globo, e a segunda em âmbito mundial, quando o termo IT não havia sido estabelecido ainda. A experiência chilena pode ser considerada singular em razão do manejo alternativo do sistema dentro dos padrões atuais. O país fez uso de metas intermediárias e estabeleceu metas para a inflação iniciais elevadas, conduzindo o regime de maneira gradualista, além de ter apresentado um entorno macroeconômico altamente favorável no decorrer da década passada, expedientes que

concorreram para permitir a convergência da inflação ao patamar observado nos países desenvolvidos (Figura 6).

Entre 1991-98, trabalhou-se com o horizonte de um ano para a operação e avaliação do sistema. Todavia, a meta estabelecida para o primeiro ano consistia em atingir uma inflação entre 15% e 20%. No mais, a despeito da inexistência de cláusulas de escape, a autoridade monetária trabalhava com metas intermediárias de política econômica, que embora subordinadas à meta para a inflação, contribuíam para o seu cumprimento. As metas intermediárias eram as seguintes: a) déficit em conta-corrente do balanço de pagamentos sustentável; b) até setembro de 1999, uso do regime de bandas cambiais; c) até 1997, significativo acúmulo de reservas internacionais e; d) imposição de controles sobre os fluxos de capitais até 2000 (MORANDÉ, 2000). Estas metas blindaram a economia contra choques externos, além de terem concorrido para evitar uma alta volatilidade cambial que pudesse vir a comprometer o cumprimento da meta.

O caso chileno relativiza os argumentos de Blejer and Leone (1999) e de Mishkin (2000), de que para ser melhor operacionalizado, o regime de IT requer a inexistência de outros tipos de âncoras de expectativas dos agentes. Embora a operação do regime com outras metas paralelas possam implicar a ocorrência de *trade-offs*, o caso chileno demonstrou que as metas intermediárias, sob determinados contextos, podem contribuir para a operação do regime, mormente em sua fase inicial. Ao trabalhar com as chamadas metas intermediárias, o Banco Central neutralizou o componente “inflação importada”, ao menos para os produtos não transacionáveis, tornando os preços aos consumidores mais comportados. Este procedimento, aliado ao processo gradual de desinflação, livrou o Banco Central de ter que praticar uma política monetária intertemporalmente rígida para cumprir as metas estabelecidas para a inflação, o que se traduziu em efeitos altamente positivos sobre o crescimento econômico do país (Figura 6).

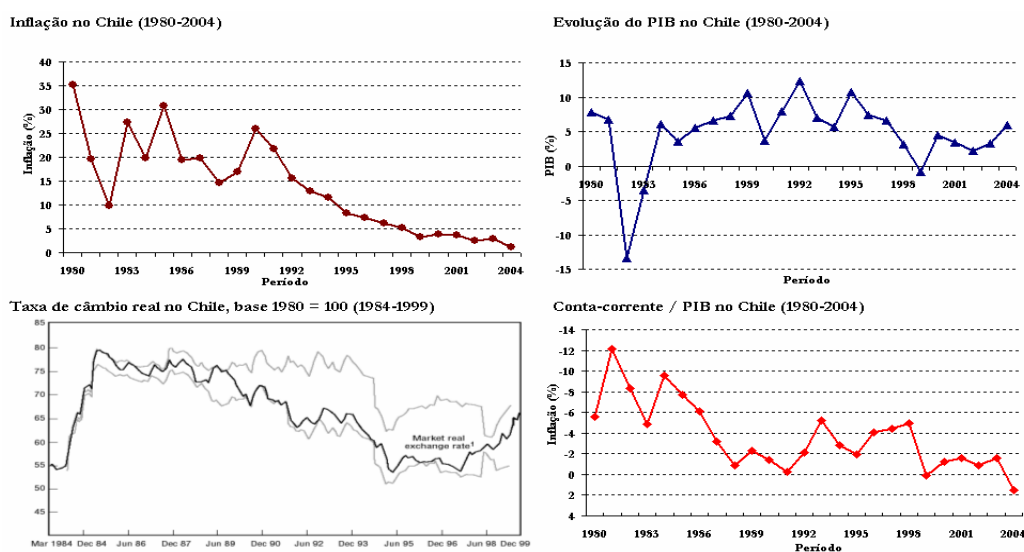


FIGURA 6: INDICADORES SELECIONADOS DO CHILE

Fontes: IMF (2005), elaboração do autor; Mondaré and Schmidt-Hebbel (1999).

O Chile demorou cerca de dez anos para conduzir a inflação para o patamar observado nos países desenvolvidos. Em 1992, a meta foi de 13% a 16%; em 1993, 10% a 12%; em 1994, 9% a 11%. A partir de 1995, passou a se perseguir metas pontuais. No entanto, eram estabelecidas metas de mais ou menos um determinado percentual, expediente que permitia a ocorrência de algum desvio em relação à meta central. Em 1995, a meta perseguida foi da ordem de $\pm 8\%$; em 1996, $\pm 6,5\%$; em 1997, $\pm 5,5\%$; em 1998, $\pm 4,5\%$; em 1999, $\pm 4,3\%$; em 2000, $\pm 3,5\%$. A partir de 2001, a meta volta a ser intervalar, onde o objetivo passa a ser manter a inflação entre 2% e 4% ao ano (MISHKIN and SHIMIDT-HEBBEL, 2001). A partir daí, no entanto, o horizonte para a operação e avaliação do sistema deixa de ser um ano e passa a ser indefinido, tornando o regime mais flexível e aumentando o grau de discricionariedade da política monetária, pois de acordo com o Banco Central do Chile (2000, p.4), *“El foco de la política monetaria del Banco Central de Chile es la estabilidad de precios a través del tiempo, tomando en cuenta los efectos de esa política sobre la actividad económica y el empleo en el corto y mediano plazo.”*

Portanto, a experiência chilena mostra que o manejo gradual do IT, que admita as especificidades do país, pode potencializar os benefícios do regime, minimizando os seus malefícios especificamente em termos de produção e emprego. De acordo com Morandé (2000, p.48), *“El apego a parámetros estrictos del régimen de metas de inflación no implica una ‘manía antiinflacionaria’. En la transición desde una inflación moderada-alta hacia una baja, el gradualismo en la fijación de metas es un aspecto clave.”*

3.4 IT no México

O caso do México serve para ilustrar um movimento que condicionou muitos países a adotar o regime de IT, a saber: a flutuação cambial, ao suprimir a âncora nominal até então vigente, atuou no sentido de estimular a autoridade monetária a adotar o regime de IT, no intuito de recompor a sua credibilidade e preservar a estabilidade monetária. Mesmo que parcialmente, já que somente depois de quatro anos após a flutuação cambial o Banco Central fez o anúncio de um objetivo para a inflação que passaria a orientar a condução da política monetária, o caso mexicano serve para ilustrar a utilização do IT enquanto instrumento de desinflação⁷. Importante destacar que as autoridades mexicanas, não obstante a realização de políticas voltadas à redução da volatilidade cambial e ao aumento das reservas internacionais do país⁸, empenharam um forte ajuste ortodoxo na economia, substanciado na redução do nível de absorção interna a partir da prática de uma política fiscal e monetária restritiva (FRANCIA and GARCIA, 2005).

⁷ Como será discutido no item 4, o caso brasileiro é exemplar quanto à utilização do IT enquanto instrumento de desinflação.

⁸ Cumpru um papel muito importante, neste processo, a Petróleos Mexicanos (PEMEX), companhia estatal que possibilitou o acúmulo de reservas internacionais sem afetar o mercado de câmbio e sem exercer impactos negativos sobre as finanças públicas do país.

Após a crise cambial e financeira de 1994-95, o Banco Central do México buscou controlar o nível de crédito interno, pois considerava este canal a fonte primordial da inflação no país. A partir de 1997, a autoridade monetária passa a realizar um prognóstico periódico sobre o comportamento da base monetária, buscando oferecer aos agentes uma referência que facilitaria o manejo da política monetária. No entanto, passado um período, observou-se que os movimentos da inflação eram prévios aos da base monetária, comprovando que a inflação não era produto de uma política monetária expansionista, mas notadamente de choques provenientes da taxa de câmbio, dos preços públicos e dos salários (BANCO DE MÉXICO, 2000).

No mais, de acordo com Carstens and Werner (1999, p.81), existiam grandes dificuldades para prever e controlar a base monetária, por conta das seguintes razões: 1) forte instabilidade da velocidade de circulação da moeda num cenário de crise; 2) regra se mostrou insuficiente para conter os efeitos da depreciação sobre as expectativas dos agentes e sobre os preços e; 3) dificuldade de se controlar o agregado no curto prazo. Foi neste contexto que o Banco Central passou a avaliar a possibilidade de utilização de um regime monetário de metas para a inflação. A análise dos *Informes sobre la Inflación y Programa Monetario* elaborados periodicamente pelo Banco de México (1999; 2000; 2001; 2002; 2003; 2004) ratifica o processo de convergência gradual em direção à adoção do regime de IT. De acordo com Banco de México (2001, p.66):

“... en el año 2000 el Banco de México consideró conveniente ampliar los mecanismos de comunicación con el público mediante la publicación de informes trimestrales sobre la inflación. Asimismo, se anunciaron objetivos de inflación multianuales. Estas medidas constituyen un esfuerzo significativo para lograr que la aplicación de la política monetaria sea lo más transparente posible. **De esta forma, la política monetaria en México ha ido convergiendo a un esquema de objetivos de inflación.**” [grifo nosso]

Nem tão gradual, no entanto, foi o processo de desinflação, considerando que a brusca desaceleração do ritmo de crescimento dos preços observada no interregno 1995-99 foi condicionada principalmente pela perda de força dos impactos da desvalorização cambial sobre os preços, o que permitiu uma acomodação dos preços relativos da economia. Após ter atingido 51,9% em 1995, em 1998 o INPC, índice que passaria a ser utilizado para operar o regime, fechou em 18,6%. Deste patamar, até alcançar uma inflação inferior a 5%, o país levou somente dois anos, quando o CPI fechou em 4,4% (Figura 7). O Chile, conforme já analisado, partindo de um patamar de inflação similar ao observado no México, levou cerca de dez anos para conduzir o nível de preços para os padrões observados nas economias avançadas, além de ter contado com um ambiente macroeconômico favorável por praticamente toda a década de 1990.

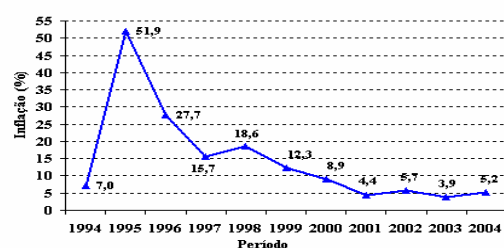
No mais, o formato do regime mexicano pode ser considerado rígido, uma vez que faz uso de um índice cheio para a inflação, não contempla cláusulas de escape e na prática trabalha com metas anuais, a despeito de a autoridade monetária ter discricionariedade para definir o período de convergência dos preços em relação à meta. A Figura 7 mostra a meta estabelecida para a inflação

nos respectivos anos e a inflação observada no período. Importante destacar que até 2002 a autoridade monetária trabalhava com metas pontuais para a inflação, sendo que a partir de 2003 o regime passa a admitir o desvio de mais ou menos 1% em relação à meta central, cuja função, de acordo com o Banco de México (2004, p.44), “... *es acomodar perturbaciones en precios relativos que usualmente solo tienen un efecto transitorio sobre la inflación.*”

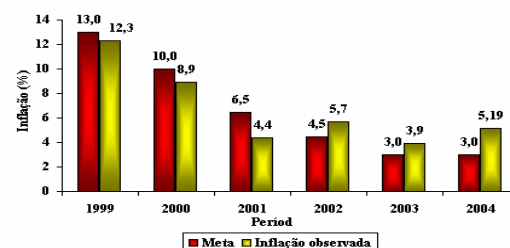
A inflação ficou abaixo da meta estabelecida nos três primeiros anos do regime. A partir daí, no entanto, a operação do IT já se mostra mais problemática: em 2002 a inflação foi de 5,7%, ante a meta de 4,5%; em 2003, de 3,9%, ficando na margem do limite superior da meta que passa a ser admitido e; em 2004, novamente a meta é descumprida, superando em mais de 1 ponto percentual a banda superior do objetivo estabelecido para o período.

Da experiência mexicana se pode extrair a lição de que o uso de um formato rígido de IT, coadunado a um processo célere de desinflação e ao estabelecimento de metas muito baixas, dificultam a operação do regime. Ao invés de ter a credibilidade aumentada, o descumprimento da meta acaba acarretando efeito contrário: passa-se a exigir uma política monetária intertemporalmente contracionista, vetor que prejudica o lado real da economia. Na ânsia reverter a situação, ao invés de flexibilizar o sistema, a autoridade monetária opta por apertar ainda mais os “cintos”, fazendo com que a rigidez, ao invés de caminhar em direção à flexibilidade, se de sob um grau ainda maior. Se por um lado, uma vez estabelecida uma situação fiscal sustentável, o regime de IT pode contribuir para o processo de desinflação, conforme defendido por Francia e Garcia (2005, p.25), a experiência Mexicana mostra que a operação do regime a partir de um formato rígido coloca em risco a própria credibilidade obtida pela autoridade monetária no decorrer dos anos anteriores.

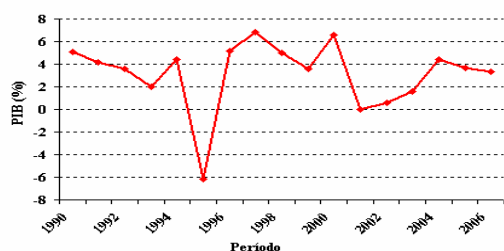
Inflação no México (INPC, 1994-2004)



Regime de metas no México (1999-2004)



Evolução do PIB no México (1990-2006)



Conta-corrente/PIB no México (1990-2006)

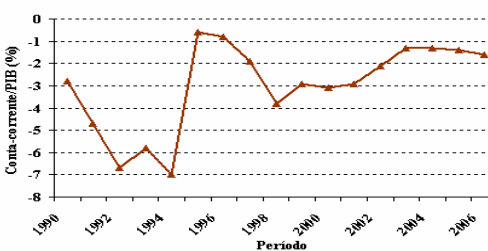


FIGURA 7: INDICADORES SELECIONADOS DO MÉXICO

Fontes: IMF (2005); Francia and Garcia (2005); Mishkin and Schmidt-Hebbel (2001). Elaboração do autor.

3.5 Lições da experiência internacional

As experiências dos quatro países analisados nos itens anteriores fornecem importantes lições, com destaque às seguintes: 1) uma estratégia gradualista, tanto na adoção do regime, quanto no processo de desinflação, quando se tratar do caso, é mais recomendada; 2) há a possibilidade de se trabalhar com metas intermediárias, que concorram para auxiliar o cumprimento das metas estipuladas para a inflação, a despeito da possibilidade de ocorrência de *trade-offs* ocasionais – o caso chileno, no interregno 1991-99, constitui uma experiência bem-sucedida neste sentido; 3) o regime permite a utilização de diferentes formatos; quanto mais maleável, maior será o grau de discricionariedade da autoridade monetária e; 4) a utilização de formatos rígidos dificultam a operação do regime, além de requer a prática de uma política monetária intertemporalmente contracionista, cujos reflexos negativos se fazem sentir notadamente sobre o crescimento econômico; ademais, um formato rígido, acompanhado de metas ambiciosas para a inflação, pode colocar em risco a credibilidade conquistada pela autoridade monetária, bem como retardar e dificultar a sua conquista para Bancos Centrais que ainda não a detêm, desconfigurando o papel a ser cumprido pela âncora e gerando efeitos colaterais importantes para a economia do país.

A análise de outras experiências internacionais ratifica a quarta lição apontada. O Quadro 1 apresenta o formato de IT para cada um dos 16 países listados. Observa-se que diversos países fazem uso de formatos que contemplam mais de um expediente que atribui maior discricionariedade da autoridade monetária. Em relação aos países desenvolvidos contemplados na amostra, destacam-se Nova Zelândia, Canadá, Reino Unido e Austrália. Importante destacar que mesmo sendo economias menos vulneráveis, todos os países do grupo fazem uso de ao menos um expediente para acomodar choques. Já no âmbito dos países em desenvolvimento, pode-se afirmar que trabalham com desenhos mais flexíveis notadamente República Tcheca, Polônia, África do Sul e Tailândia. Vale observar que o Chile, embora faça uso de um formato menos flexível, fez uso de metas intermediárias e de uma política altamente gradualista no período inicial do regime, condição que o coloca numa situação singular.

A Tabela 1 apresenta a média, a mediana e o desvio-padrão (medida de volatilidade) para cada um dos países contemplados no Quadro 1, tanto para o PIB, quanto para a inflação, para os seguintes períodos: a) década de 1980; b) interregno anterior ao regime de metas e; c) momento seguinte à adoção do regime, até 2004. A comparação entre os períodos anterior e posterior à implantação do sistema, permite aferir que todos os países cujos formatos de IT podem ser considerados mais flexíveis apresentaram menor taxa e variabilidade da inflação, bem como maior crescimento econômico e, apenas com exceção do Chile e do Canadá em função do número de observações no período prévio à adoção do IT ($n=1$), menor variabilidade do produto.

Quadro 1: Características de IT pelo Mundo

Países	Introdução	Índice de preço utilizado	Amplitude da meta	Horizonte	Cláusulas de escape
Países desenvolvidos					
Nova Zelândia	mar.90	Até 1999, Núcleo CPI; Daí em diante, CPI exclusive itens ref. a juros	1990: 3-5%; 1991: 2,5-4,5%; 1992: 1,5-3,5%; 1993-96: 0-2%; desde 1997: 0-3%	1990-92: 1 ano; 1993-96: multi-anual; desde 1997: indefinido	Sim
Canadá	fev.91	Núcleo CPI	1991: 3-5%; 1992: 2-4%; jun.94: 1,5%-3,5%; 1995 em diante: 1-3%	1991: 22 meses; desde 1992: multi-anual	Sim
Israel	jan.92	CPI cheio	1992: 14-15%; 1993: 10%; 1994: 8%; 1995: 8-11%; 1996: 8-10%; 1997: 7-10%; 1998: 7-10%; 1999: 4%; 2000/2001: 3-4%	1 ano	Não
Reino Unido	out.92	CPI excl. juros hipoteca	1992-95: 1-4%; desde 1996: 2,5%	Até 1995: multi-anual; desde 1996: indefinido	Não
Suécia	jun.93	CPI cheio	Desde 1995: 2% ($\pm 1\%$)	Até 1995: multi-anual; desde 1996: indefinido	Não
Austrália	set.94	Núcleo CPI	2-3%	Ciclo de negócios	Não
Coreia	jan.98	-	1998: 9% ($\pm 1\%$); 1999: 3% ($\pm 1\%$); 2000: 2,5% ($\pm 1\%$); 2001 em diante: 2,5%.	1998-2000: 1 ano; 2001 em diante: indefinido	Não (antes de 2000: mudanças causadas por forças maiores)
Suiça	jan.00	CPI cheio	< 2%	3 anos	Sim
Demais países					
Chile	jan.91	CPI cheio	1991: 15-20%; 1992: 13-16%; 1993: 10-12%; 1994: 9-11%; 1995: $\pm 8\%$; 1996: $\pm 6,5\%$; 1997: $\pm 5,5\%$; 1998: $\pm 4,5\%$; 1999: $\pm 4,3\%$; 2000: $\pm 3,5\%$; 2001: 2-4%	1991-2000: 1 ano; 2001 em diante: indefinido	Não
Rep. Thecka	jan.98	Núcleo CPI	1998: 5,5-6,5%; 1999: 4-5%; 2000: 3,5-5,5%; 2001: 2-4%	1 ano	Sim
Polônia	out.98	CPI cheio	1998: <9,5%; 1999: 6,6-7,8%; 2000: 5,4-6,8%; 2003: <4%	1998-2000: 1 ano; 2000-03: multi-anual; 2003 em diante: indefinido	Não
México	jan.99	CPI cheio	1999: 13%; 2000: <10%; 2001: 6,5%; 2002: 4,5%; 2003: 3% ($\pm 1\%$)	1998-2002: 1 ano; 2002 em diante: indefinido	Não
Brasil	jun.99	CPI cheio	1999: 8% ($\pm 2\%$); 2000: 6% ($\pm 2\%$); 2001: 4% ($\pm 2\%$)	1 ano	Não
Colômbia	set.99	CPI cheio	1999: 15%; 2000: 10%; 2001: 8%; 2002: 6%	1 ano	Não
África do Sul	fev.00	Núcleo CPI	2003: 3-6%	Multi-anual	Sim
Tailândia	abr.00	Núcleo CPI	2000: 0-3,5%	Indefinido	Não

Fonte: Mishkin and Schmidt-Hebbel (2001)

Nos casos do Chile, do Canadá e da Nova Zelândia, cuja comparação com o período posterior à adoção praticamente só pode ser feita com a década de 1980, os mesmos resultados podem ser encontrados. Já o México, que conforme discutido, mesmo tendo adotado gradualmente o sistema, faz uso de um desenho que pode ser considerado bastante rígido, embora tenha apresentado menor taxa e variabilidade da inflação no período posterior ao regime ante o anterior, apresentou uma média de crescimento menor e apenas uma ligeira redução do grau de volatilidade do produto.

Com isto não se quer dizer que inexistem outras variáveis, além do formato do regime de IT, que exercem influência sobre o crescimento econômico. A análise sugere, no entanto, que

países que fazem uso de desenhos mais maleáveis do regime, mostram-se mais capazes de conciliar a redução da inflação com o crescimento e menor variabilidade do produto, vez que não se exige a prática de uma política monetária intertemporalmente contracionista para fazer os preços convergirem para a trajetória da meta estabelecida. Ao permitir maior grau de discricionariedade da autoridade monetária, o regime acaba desempenhado mais apropriadamente o seu papel, a saber: coordenar as expectativas dos agentes em prol da estabilidade monetária e do crescimento econômico.

Tabela 1: Países selecionados com Inflation Targeting (1980-2004)

Países ¹	Década de 1980						Década de 1990 (Pré IT) ²						Década de 1990-2000 (Pós IT)					
	PIB			Inflação			PIB			Inflação			PIB			Inflação		
	M	Med.	DP	M	Med.	DP	M	Med.	DP	M	Med.	DP	M	Med.	DP	M	Med.	DP
Países desenvolvidos																		
Nova Zelândia (mar.90)	2,7	1,9	2,2	11,9	14,2	7,8	-	-	-	-	-	-	2,9	3,6	2,2	2,4	2,3	1,1
Canadá (fev.91)	3,0	3,1	2,3	6,5	4,7	3,1	0,2	0,2	0,0	4,8	4,8	0,0	2,8	2,8	1,9	2,1	1,9	1,2
Israel (jan.92)	3,3	3,4	1,5	129,7	118,6	115,6	6,4	6,4	0,7	18,1	18,1	1,0	4,0	3,7	2,9	6,5	5,7	4,5
Reino Unido (out.92)	2,4	3,1	2,3	7,0	5,2	4,1	-0,1	0,2	0,9	6,2	7,0	1,5	2,9	2,9	0,7	1,7	1,5	0,6
Suécia (jun.93)	2,4	2,7	1,2	8,3	7,8	3,8	-0,4	-1,1	1,0	7,8	9,5	3,9	2,5	3,0	1,8	1,9	2,0	1,1
Austrália (set.94)	3,6	4,4	2,5	8,1	8,6	1,7	2,3	1,9	1,9	3,0	1,9	2,2	3,8	3,7	0,7	2,7	2,7	1,4
Coréia (jan.98)	7,6	7,7	3,7	8,4	4,6	8,7	7,5	7,8	1,7	6,1	5,6	1,8	4,2	4,6	5,1	3,5	3,5	1,9
Suiça (jan.00)	2,4	2,4	1,9	3,3	3,1	1,7	1,3	1,1	1,5	2,3	1,6	2,0	0,7	0,7	0,8	0,8	0,7	0,2
Demais países																		
Chile (jan.91)	3,7	6,4	6,7	21,4	19,8	7,2	3,7	3,7	0,0	26,0	26,0	0,0	5,7	5,9	3,3	7,5	5,6	5,7
Rep. Checa (jan.98)	-	-	-	-	-	-	1,9	1,2	2,5	11,4	9,6	4,3	2,1	2,6	1,7	3,7	2,8	3,1
Polônia (out.98)	0,1	2,8	5,0	59,9	23,7	70,0	2,4	4,8	5,3	93,5	32,2	174,9	3,3	3,9	1,5	4,9	4,5	3,2
México (jan.99)	2,3	2,2	4,2	69,1	62,2	36,7	3,3	4,4	3,6	20,8	20,6	9,4	2,8	2,6	2,3	7,8	5,7	4,3
Brasil (jun.99)	3,0	3,4	4,4	431,7	189,6	573,5	2,6	3,0	1,5	9,7	7,4	7,8	2,3	1,6	1,7	8,7	8,3	2,0
Colômbia (set.99)	3,4	3,4	1,5	23,4	24,3	3,7	2,9	3,9	2,8	22,2	21,7	5,4	2,9	2,9	1,0	7,3	7,1	1,2
África do Sul (fev.00)	2,2	2,3	2,8	14,7	14,5	2,1	1,4	1,8	2,0	9,9	8,8	3,3	3,4	3,6	0,6	5,5	5,7	2,5
Tailândia (abr.00)	7,4	5,8	3,0	5,8	4,2	5,6	5,3	8,1	6,2	5,0	5,7	2,0	5,1	5,3	1,6	1,7	1,7	0,7

¹Considerando o interregno dos efeitos da política monetária sobre a economia, fez-se o seguinte corte: IT implantado a partir de setembro de qualquer ano, considerou-se o período corrente enquanto período pré IT. Já períodos de implantação anteriores ao mês de setembro foram incorporados ao período pós IT.

²Para Brasil, período pré IT contempla os anos de 1995-1998, interregno posterior ao Plano Real.

Fontes: Mishkin and Schmidt-Hebbel (2001) para o período de adoção do regime de IT; IMF (2005), para a obtenção dos dados primários. Elaboração do autor.

4 Inflation targeting no Brasil (1999-2005)

A experiência brasileira pode ser considerada uma das mais interessantes para compreender a utilização do regime de metas enquanto instrumento de desinflação. Sua adoção foi condicionada pelo ambiente de incerteza que se instaurou após o *overshooting* da taxa de câmbio ocorrido quando

do abandono do sistema de bandas cambiais, em janeiro de 1999, cujos impactos se fizeram sentir de forma pronunciada notadamente sobre os índices de preços ao atacado e, ao cabo, sobre os índices gerais de inflação. Conforme se pode observar na Figura 8, o Índice de Preços ao Atacado (IPA-M) chegou a atingir o pico de 5,82% em fevereiro de 1999, mês seguinte à desvalorização da taxa de câmbio, o que representa uma inflação anualizada de 97,16%. O IGP-M alcançou 3,61% no mês em tela, 53,05% se anualizado.

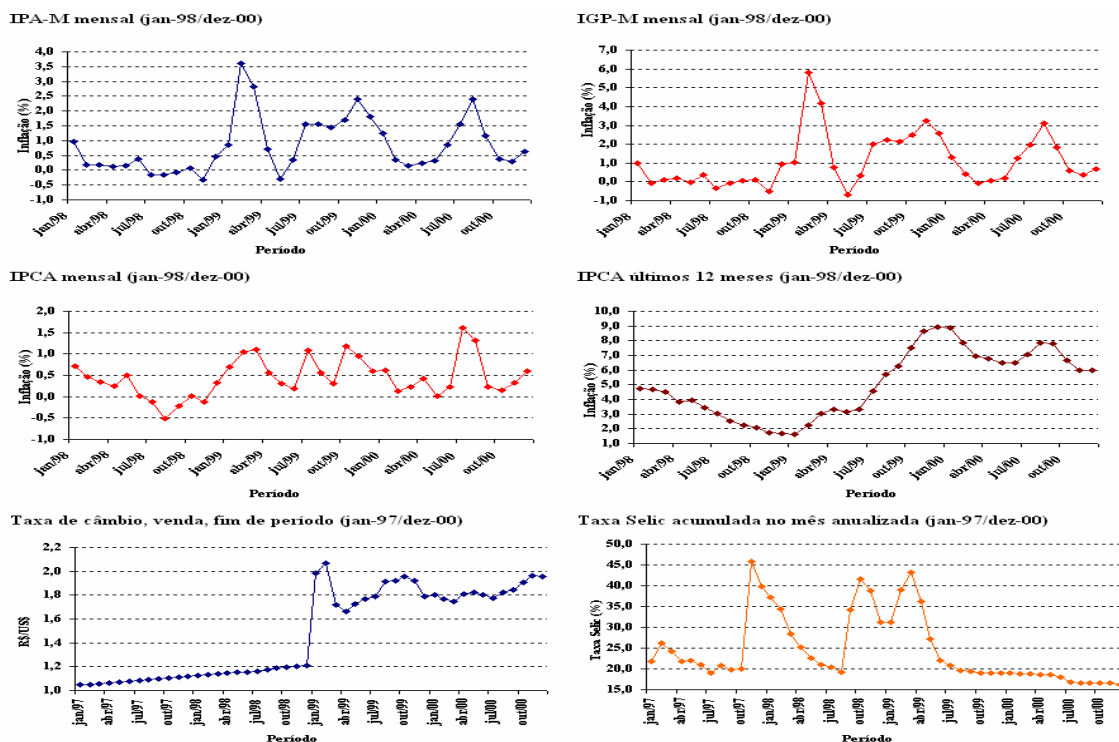


FIGURA 8: INFLAÇÃO, CÂMBIO E JUROS NO BRASIL (JAN.97/98 A DEZ/00)

Fonte: Ipeadata. Elaboração do autor.

O perigo consistia na possibilidade de repasse em grande intensidade dos preços ao atacado para o varejo, bem como na instauração e proliferação de comportamento do tipo *backward-looking* no processo de formação das expectativas dos agentes, movimento que poderia colocar em risco a estabilidade monetária. Logo, o grande desafio do Banco Central consistia em minimizar o repasse de preços ao consumidor e ordenar o processo de realinhamento dos preços relativos da economia. Para isto, além da adoção de um programa de contenção fiscal, denominado Programa de Estabilidade Fiscal (PEF), deu-se prosseguimento a uma política monetária restritiva, iniciada em setembro de 1998, em resposta ao ataque especulativo contra o Real, que cumpria um duplo papel, a saber: a) reduzir o nível de absorção interna da economia e, com isso, minimizar o repasse de preços ao varejo e; b) evitar uma desvalorização ainda maior da taxa de câmbio, que amplificaria o risco de volta da alta inflação.

Mas embora a política de arrocho executada pelo governo reprimisse a contaminação dos preços ao consumidor, ela não atuava na direção de ensinar um comportamento *forward-looking* no

processo de formação das expectativas dos agentes. Assim, havia o risco de que o processo de transmissão, mesmo que gradual, da inflação ao atacado para o varejo, pudesse desencadear um movimento de remarcação generalizada dos preços. O regime de metas caiu, desta forma, como uma luva aos propósitos da autoridade monetária, pois consistia na introdução de uma nova âncora nominal no sistema que, além de contribuir para dirimir as incertezas dos agentes, concorria para coordenar as expectativas dos agentes a partir de uma dinâmica *forward-looking*, tampando-se a brecha da política de desinflação até então em vigor.

Além de ser considerada uma âncora menos rígida do que a anterior, o IT satisfaria uma das contrapartidas do empréstimo de US\$ 41,5 bilhões contratado com o FMI. Acreditava-se, ainda, em compasso com a concepção original do regime de metas, que o compromisso institucional com o controle da inflação exigiria a prática de uma política monetária menos rígida do que a anterior para que fosse alcançado um mesmo objetivo, vez que atuaria direta e favoravelmente sobre o canal de expectativas do mecanismo de transmissão da política monetária (Figura 1).

O regime foi adotado em julho de 1999, a partir do Decreto 3.088, de 21 de junho do mesmo ano. Em 30 de junho o Conselho Monetário Nacional (CMN), composto pelos Ministros da Fazenda (que o preside) e do Planejamento e pelo Presidente do Banco Central, decidiu adotar o Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), calculado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), para balizar o regime de metas, cujo desenho incorporou inicialmente o dispositivo de intervalos de 2 pontos percentuais para cima ou para baixo da meta central para fazer frente à circunstâncias particulares que pudessem afetar a trajetória dos preços. Estabeleceu-se o período de um ano para a operação e avaliação do sistema e não foram incorporadas cláusulas de escape (BOGDANSKI, TOMBINI; WERLANG 2000).

Logo, o único expediente incorporado ao regime para absorver choques correspondeu ao estabelecimento de uma margem de variação em relação à meta central. Pode-se afirmar, assim, que a adoção de um índice cheio de inflação para operar o sistema, aliado ao estabelecimento de metas anuais que tomam por base o calendário gregoriano e à inexistência de cláusulas de escape, concorreu para tornar o IT bastante rígido. Esta categorização do regime brasileiro não é fortuita, podendo ser amparada a partir da comparação com os desenhos observados em âmbito internacional (Quadro 1) e de especificidades relacionadas fundamentalmente: 1) à inflação brasileira; 2) ao grau de eficiência dos canais de transmissão da política monetária e, conseqüentemente, ao prazo para que mudanças da taxa básica de juros possam se fazer sentir sobre o lado real da economia; 3) ao entorno macroeconômico sob o qual o regime é operado e; 4) ao ritmo do processo de desinflação almejado no interregno 1999-2004.

Em relação ao primeiro fator, cumpre observar que ainda persiste no Brasil um elevado grau de indexação na economia, que provém em sua maior parte dos preços administrados pelo próprio

governo (Figura 9). Tal parcela resulta preponderantemente de contratos de empresas privatizadas que contemplam reajustes com base na inflação passada, mensurada ainda por índices fortemente influenciados pela variação cambial, dinâmica que atribui um elevado grau de inercialidade à inflação. Conforme discutido no item 1.1, a política monetária não exerce nenhuma influência sobre estes preços no período corrente, mostrando-se absolutamente neutra. Logo, como cerca de 30% do IPCA, índice adotado pelo Banco Central para operar o regime de metas, é composto por preços cujo comportamento reflete a inflação pregressa (Figura 9), resta à política monetária operar sobre os chamados preços livres para cumprir a meta estipulada, vetor que a torna mais restritiva do que seria necessária caso todos os preços respondessem aos mecanismos de mercado. Ademais, cerca de 40% do índice reflete os preços dos bens transacionáveis (Figura 9), os quais são formados fundamentalmente pelas forças que operam no mercado internacional e pelos custos médios dos países produtores, sob os quais os efeitos da política monetária podem ser arrefecidos ou anulados pela variação dos preços externos de tais produtos.

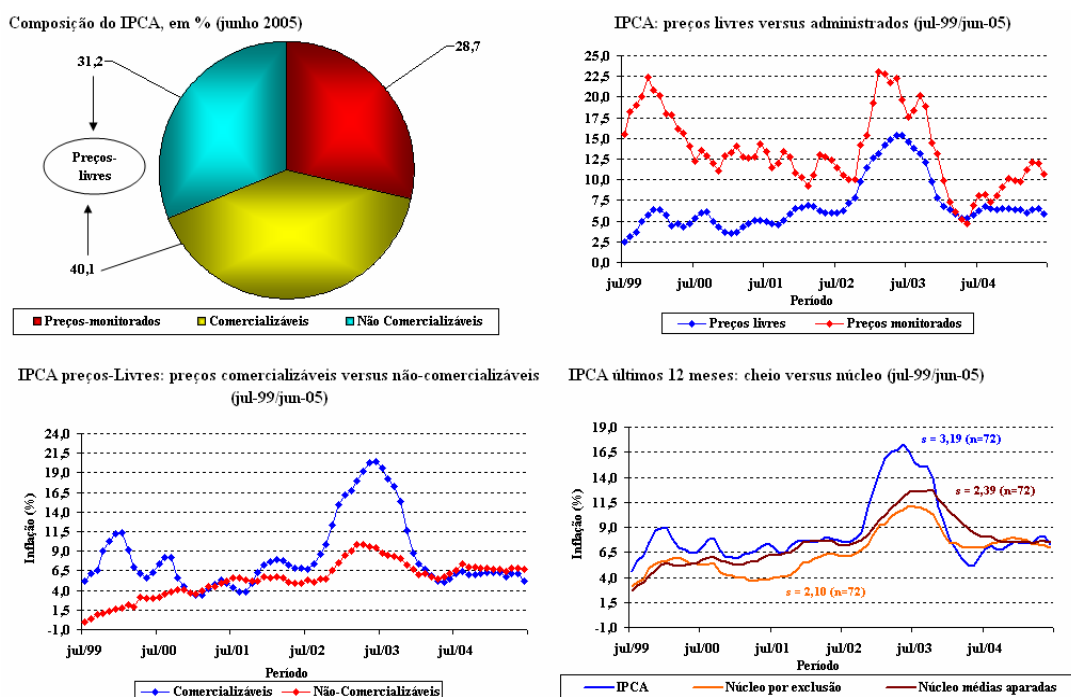


FIGURA 9: ÍNDICE DE INFLAÇÃO E REGIME DE METAS NO BRASIL (1999-2005)

Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração do autor.

Como se pode verificar na Figura 9, os preços administrados acumulados nos últimos 12 meses findos nos meses respectivos superaram por quase todo o período a variação dos preços livres. No que concerne a estes últimos, por seu turno, observa-se que os preços dos bens comercializáveis superaram, também na maior parte do interregno considerado, os preços dos produtos não comercializáveis. Isto significa que o estabelecimento de uma meta para a inflação numa faixa entre 3% a 5%, por exigir um nível de preços livres ainda menor, mostra-se factível

apenas sob condições peculiares, como um cenário externo benigno, não sustentáveis ao longo do tempo. Ademais, o seu cumprimento enseja um manejo tal dos instrumentos de política econômica que, se por um lado, mostra-se subserviente à lógica do regime de metas, por outro e paradoxalmente, colocam em risco a própria consolidação dos fundamentos da economia. Merece destaque, neste sentido, a utilização da taxa de câmbio enquanto instrumento de desinflação, movimento que se desacompanhado de um contexto internacional favorável, pode implicar aumento da vulnerabilidade da economia a choques externos.

Conforme se pode observar no Quadro 1, mesmo os países desenvolvidos, cujas economias são menos vulneráveis a choques e cujo grau de indexação, quando existente, é muito menor do que o observado no Brasil, fazem uso de núcleos de inflação. Por isto, esta pode ser considerada uma importante anomalia do formato de IT brasileiro, que poderia ser contornada a partir da substituição do índice cheio por um *core*. A Figura 9 apresenta duas medidas de núcleo, por exclusão de preços monitorados e dos alimentos e por médias aparadas, sendo possível observar a menor volatilidade do índice (menor desvio padrão, discriminado por *s*), além do menor patamar em quase todo o intervalo considerado.

Uma outra característica que deve ser levada em consideração ao se pensar o formato do regime de metas brasileiro se refere ao descompasso entre o horizonte de tempo estabelecido para a operação e avaliação do sistema e o funcionamento do mecanismo da política monetária no país. Considerando a composição e a dinâmica da dívida pública brasileira (Figura 10), marcada por forte participação de títulos pós-fixados e por constante necessidade de financiamento, respectivamente, um aumento da taxa de juros, ao invés de gerar um “efeito pobreza”, acaba acarretando um “efeito riqueza” para os financiadores do setor público. Isto significa que a fragilidade das finanças públicas no Brasil impõe sérias restrições à operação do IT, dada a existência de um canal de transmissão da política monetária cujos efeitos se mostram contraditórios aos seus propósitos.

Mais do que isso, esta característica faz com que, sob situações de *stress*, o regime possa amplificar os próprios movimentos que deram origem à pressão sobre os preços, ao invés de atuar no sentido de contorná-los. Trata-se do chamado “efeito Blanchard”: um aumento da taxa de juros para fazer com que a inflação convirja para a meta, ao invés de provocar apreciação cambial, impulsiona a depreciação, dado o aumento do risco de *default* da dívida pública, fazendo a inflação aumentar ainda mais. Embora o fenômeno não constitua uma característica intertemporal da economia brasileira, movimento similar foi observado quando da crise eleitoral de 2002. Nesta perspectiva, a despeito da realidade brasileira não satisfazer as condições sob as quais as conjecturas apontadas por Blanchard (2004) seriam de fato válidas, conforme afirmado por Belivaqua e Loyo (2005), a fragilidade das finanças públicas do país não suprime a possibilidade de recorrência do referido fenômeno.

No mais, além da baixa eficiência do canal de ativos (Figura 1), o nível da relação crédito/PIB no país (Figura 10) faz com que o canal de crédito também tenha menor relevância na operação do mecanismo de política monetária, na comparação com as economias avançadas, embora a sua importância tenda a ser crescente à medida que o crédito se amplie. Os dois fenômenos apontados concorrem para dificultar a condução da política monetária, vez que obstaculizam o seu mecanismo de transmissão, e, ao cabo, dilatam o prazo para que os seus efeitos se façam sentir sobre o lado real da economia. Isto faz com que o cumprimento das metas estabelecidas para o índice cheio de inflação, dentro do horizonte de apenas um ano, exija a prática de juros elevados e câmbio valorizado, combinação insustentável num período prolongado.

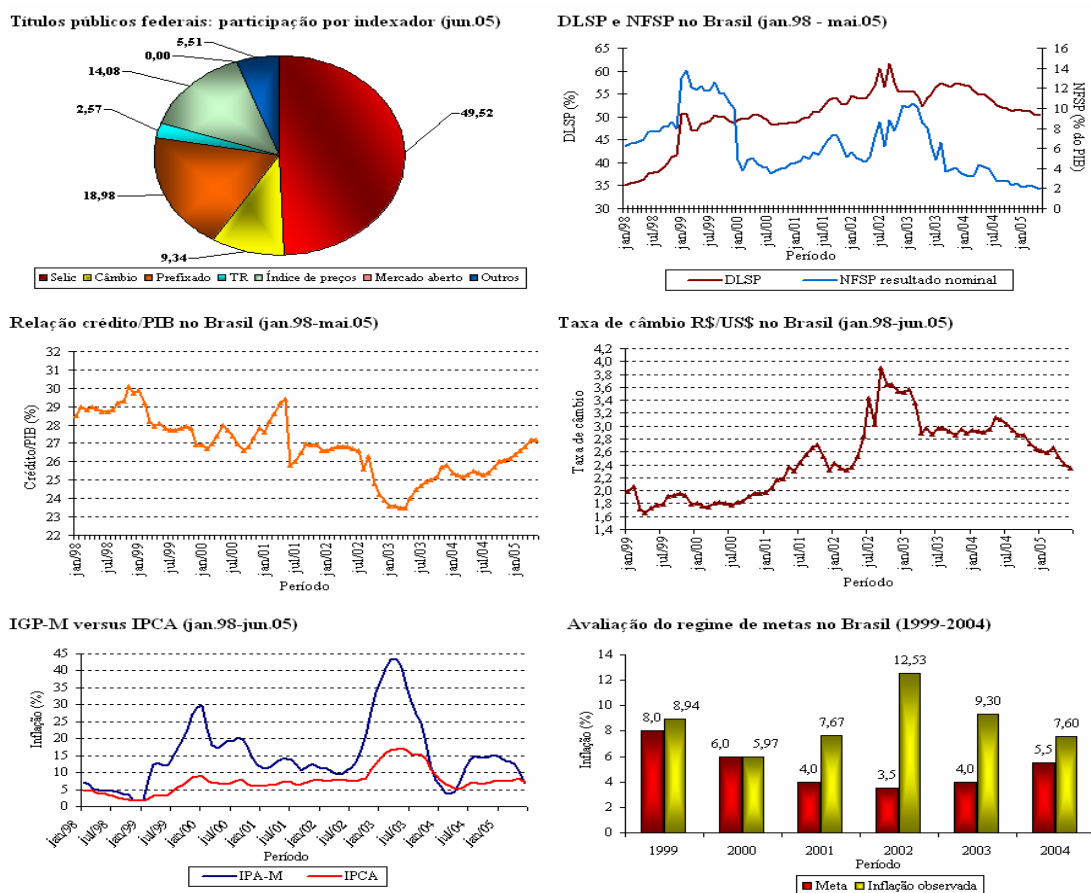


FIGURA 10: REGIME DE METAS NO BRASIL (1999-2005)

Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração do autor.

Embora o Banco Central tenha a possibilidade de ajustar a meta para a inflação, como fez em 2005, este procedimento poder prejudicar a credibilidade da autoridade monetária. No mais, até que a mudança seja percebida como inevitável pelos *policymakers*, a política monetária é operada de maneira eminentemente restritiva, gerando efeitos negativos dispensáveis em termos de produto e emprego. Nesta perspectiva, e à luz da experiência internacional, mostra-se recomendável a utilização de um horizonte mais alongado para a operação e avaliação do sistema, permitindo um

maior grau de absorção de choques e de compasso entre a operação do regime e o *pass-through* da política monetária. Países como Austrália e Nova Zelândia, cujos canais de transmissão são mais eficientes, operam o sistema a partir de horizontes dilatados e vêm apresentando resultados positivos, tanto em termos de redução da inflação, quanto em termos de crescimento econômico, conforme já salientado.

Já o entorno macroeconômico, embora tenha apresentado importante melhora nos últimos dois anos, ainda não apresenta um grau de consistência capaz de suprimir riscos potenciais. A fragilidade das contas públicas e a elevada volatilidade cambial observada nos últimos anos indicam a possibilidade de se fazer uso de metas intermediárias para amparar a operação do regime de metas para a inflação (Figura 10). Medidas que busquem alongar o prazo e melhorar a composição da dívida e reduzir a variabilidade da taxa de câmbio contribuiriam significativamente. Mostra-se produtivo esperar que a reversão do ciclo de negócios na economia mundial introduza mais empecilhos para a operação do regime tal qual atualmente desenhado.

Por último, uma outra anomalia explícita do regime de IT brasileiro diz respeito ao ritmo de desinflação perseguido pela autoridade monetária. Levando-se em consideração os seguintes fatores: a) existe uma tendência natural de convergência dos índices de preços ao atacado e ao varejo no médio prazo; b) há um elevado descompasso entre tais índices desde a adoção do regime de metas (Figura 10); c) há um representativo componente inercial da inflação brasileira e; d) faz-se uso de apenas um expediente flexibilizador do regime; pode-se inferir que o ritmo de desaceleração dos preços estipulado pelo Banco Central pode ser considerado ambicioso, em vista do atual formato do sistema.

A Figura 10 apresenta a meta estabelecida e a inflação registrada no interregno 1999-2004. Como se pode observar, após a meta estipulada ser cumprida nos primeiros três anos, nos períodos seguintes se verifica quadro distinto: em 2001, 2002 e 2003 a inflação supera o teto da meta, inclusive considerando o aumento da banda em torno da meta central no último ano, de 2% para 2,5%, enquanto em 2004 o índice supera o centro da meta, embora fique aquém do teto superior, o mesmo ocorrendo em 2005⁹.

Os resultados permitem afirmar que a partir do momento que se resolveu estabelecer objetivos mais ambiciosos para a inflação, vis-à-vis o atual desenho do regime, o sistema passou a não responder adequadamente. Indubitavelmente, a inexistência de um formato que permita absorver choques ajuda a explicar o insucesso do regime a partir de 2001. Para 2006 e 2007 a meta estabelecida é de 4,5%. Procedeu-se, ainda, uma redução do intervalo de variação para estes dois anos, de 2,5% para 2%, movimento que ratifica a idéia de que um formato rígido coadunado ao estabelecimento de metas ambiciosas para a inflação, ao dificultar a operação do regime e arranhar

⁹ Em 2005, a meta ajustada para a inflação era de 5,1%. A inflação verificada foi da ordem de 5,69%

a credibilidade do Banco Central, enseja a prática de um desenho ainda mais rígido, penalizando as variáveis reais da economia.

Estas inconsistências, além de não potencializarem o papel do regime enquanto âncora de expectativas, exigem a prática de uma política monetária de caráter eminentemente restritivo, obstaculizando a retomada do crescimento sustentado da economia. Os indicadores da Tabela 1 reforçam a hipótese: o período posterior à adoção do regime de metas apresentou um crescimento médio e mediano inferior ao interregno prévio (1995-98), além de um grau de volatilidade do produto ligeiramente maior. Em relação à inflação, não obstante a expressiva diminuição da volatilidade, observou-se redução média de apenas 1 ponto percentual entre os períodos considerados, além de aumento da mediana.

Disto resulta que um formato mais maleável de IT concorreria para maximizar os efeitos positivos do regime e minimizar os negativos, em linha com algumas experiências internacionais bem-sucedidas nesta direção. Mesmo levando em consideração o ambiente incerto sob o qual o regime foi implementado, que condicionou o seu desenho, prorrogar a sua utilização constitui equívoco similar à manutenção de uma taxa de câmbio sobrevalorizada mesmo depois de dissipados os riscos de volta da inflação, como ocorreu após o Plano Real quando do uso da âncora cambial e cujos efeitos deletérios se fizeram sentir de forma significativa em termos de fragilização do entorno macroeconômico do país.

5 Conclusão

O artigo discutiu os problemas relacionados à operação do regime de metas para a inflação no Brasil à luz da experiência internacional, chamando particular atenção ao formato utilizado do sistema no país. Para isto, depois de apresentar a concepção geral do IT, procedeu-se à análise de cada um dos expedientes capazes de atribuir maior maleabilidade ao regime, e observou-se que diversos países que fazem uso de formatos considerados flexíveis lograram obter menor inflação e maior crescimento econômico, além de terem conseguido reduzir a variabilidade média do produto entre os períodos anterior e posterior à adoção do regime de metas.

A partir daí, passou-se à discussão do caso brasileiro. Observou-se que o formato de IT utilizado no país pode ser considerado rígido, tomando-se por base algumas especificidades relacionadas ao funcionamento do mecanismo de transmissão da política monetária, à dinâmica da inflação, ao entorno macroeconômico e ao ritmo de desinflação perseguido pela autoridade monetária. A análise permitiu concluir que o desenho do regime de metas atualmente utilizado no país requer a prática de uma política monetária intertemporalmente contracionista, procedimento que obstaculiza a retomada do crescimento sustentado da economia. No mais, a coexistência de um formato rígido de IT com o estabelecimento de metas ambiciosas para a inflação dificulta a

operação do regime, coloca em risco a credibilidade da autoridade monetária e minimiza os efeitos positivos da própria âncora utilizada, ensejando um grau de rigidez ainda maior.

O comportamento do regime a partir de 2001 indica a necessidade de incorporação de expedientes capazes de torná-lo mais compatível com as características da economia brasileira. Embora transcenda o propósito do trabalho, a análise realizada sugere que o estabelecimento de metas menos ambiciosas, a adoção de um núcleo de inflação e a utilização de um horizonte mais compassado com o *pass-through* da política monetária, atuariam no sentido de tornar a operação do regime menos dificultosa.

No mais, para que o sistema possa consolidar uma dinâmica de *forward-looking* no processo de formação das expectativas dos agentes, há a necessidade de redução significativa, senão supressão, do componente inercial da inflação brasileira, completando o Plano Real. Medidas auxiliares destinadas à redução da variabilidade da taxa de câmbio e do nível, bem como melhora do perfil, da dívida pública, também atuariam na direção indicada.

Referências

BANCO CENTRAL DE CHILE. **Política monetaria del Banco Central de Chile**: objetivos e transmisión. Banco Central de Chile, 2002.

BANCO DE MÉXICO. **Informe sobre lá inflación para octubre – diciembre 1998 y programa monetario para 1999**. Banco de México, Enero 1999.

_____. **Informe sobre lá inflación para octubre – diciembre 1999 y programa monetario para 2000**. Banco de México, Enero 2000.

_____. **Informe sobre lá inflación para octubre – diciembre 2000 y programa monetario para 2001**. Banco de México, Enero 2001.

_____. **Informe sobre lá inflación para octubre – diciembre 2001 y programa monetario para 2002**. Banco de México, Enero 2002.

_____. **Informe sobre lá inflación para octubre – diciembre 2002 y programa monetario para 2003**. Banco de México, Enero 2003.

_____. **Informe sobre lá inflación para octubre – diciembre 2003 y programa monetario para 2004**. Banco de México, Enero 2004.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Séries temporais**. Disponível em www.ipeadata.gov.br. Acesso em 10.07.2005.

BELIVAQUA, A.; LOYO, E. Brazil's stress test of inflation targeting. In: BIS. **Globalization and monetary policy in emerging markets**. BIS papers, n.23, Monetary and economic department, may 2005.

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

BLANCHARD, O. Fiscal dominance and inflation targeting: lessons from Brasil. **NBER Working Paper**, n.10389, march 2004.

- BLEJER, M.; LEONE, A. Introduction and overview. In: Blejer, M. et al. **Inflation target in practice: strategic and operational issues to emerging markets economies**. Internatiol Monetary Fund: IMF, 1999.
- BOGDANSKI, Joel; TOMBINI, Alexandre A.; WERLANG, Sérgio R. Implementing inflation targeting in Brazil. **Working Papers Series**, Banco Central do Brasil, n.1, July 2000.
- CARSTENS, A.; WERNER, A. Mexico's monetary policy framework under floating exchange rate regime. In: Blejer, M. et al. **Inflation target in practice: strategic and operational issues to emerging markets economies**. Internatiol Monetary Fund: IMF, 1999.
- DEBELLE, G. inflation targeting and output stabilization in Australia. In: Blejer, M. et al. **Inflation target in practice: strategic and operational issues to emerging markets economies**. Internatiol Monetary Fund: IMF, 1999.
- EICHENGREEN, Barry. **A globalização do capital: uma história do sistema monetário internacional**. São Paulo: Editora 34, 2000.
- FRANCIA, M. R.; GARCIA, A. T. Reducing inflation through inflation targeting: the mexican experience. **Working Paper**, n.2005-01, Banco de México, July 2005.
- FERREIRA, Thaís Porto; PETRASSI, Myrian Beatriz Silva. Regime de metas para a inflação: resenha sobre a experiência internacional. **Notas Técnicas do Banco Central do Brasil**, n.30, nov. 2002.
- IPEADATA. Base de dados. Disponível em www.ipeadata.gov.br. Acesso em 15.06.2005.
- LEIDERMAN, L.; SVENSSON, L. **Inflation targets**. London: CEPR, 1995.
- GJEDREN, S. **Experiences whit inflation targeting in Norway and other coutries**. Norges Bank, 2005.
- MACFARLANE, Ian J. **Australia's experience with inflation targeting**. Banco de México, s/d.
- MISHKIN, F. Inflation targeting in emerging market countries. **NBER Working Paper Series**, n.7618, 2000.
- MISHKIN, F.; SCHIMDT-HEBBEL, K. One decade of inflation targeting in the world: what do we know and what do we need to know. **NBER Working Paper Series**, n.8397, 2001.
- MORANDÉ, F. Una década de metas de inflación en Chile: desarrollos, lecciones y desafíos. **Revista Economía Chilena**, vol.4, n.1, abril 2000.
- MORANDÉ, F.; SCHIMDT-HEBBEL, K. Monetary policy and inflation targeting in Chile. In: Blejer, M. et al. **Inflation target in practice: strategic and operational issues to emerging markets economies**. Internatiol Monetary Fund: IMF, 1999.
- RESERV BANK OF NEW ZELAND. **Policy Targets Agreement.**, RBNZ, September 2002.
- BRASH, D. Inflation targeting 14 years on. **Bulletin**, Reserv Bank of New Zeland, v.65, n.1, 2004.
- SVENSON, L. Inflation targeting: should be modeled as an instrument rule or a targeting rule? **NBER Working Paper**, n.8925, may 2002.
- SHERWIN, M. Strategic choices in inflation targeting: the New Zeland experience. In: Blejer, M. et al. **Inflation target in practice: strategic and operational issues to emerging markets economies**. Internatiol Monetary Fund: IMF, 1999.
- IMF. **World economic outlook: database**. IMF, 2005. Disponível em www.imf.org. Acesso em 15.06.2005.