



Universidade de Brasília
Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Ciência da
Informação e Documentação - FACE.
Departamento de Economia

A Discrecionalidade e o Regime de Metas Inflacionárias no Brasil

Elion Rodrigues Terra

Prof. Dr. Roberto de Góes Ellery Júnior

Brasília
Setembro, 2014



Universidade de Brasília
Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Ciência da
Informação e Documentação - FACE.
Departamento de Economia

A Discrecionalidade e o Regime de Metas Inflacionárias no Brasil

Monografia de conclusão de curso
de Bacharel em Ciências
Econômicas. Universidade de
Brasília – UnB.

Elion Rodrigues Terra
Prof. Dr. Roberto de Góes Ellery Júnior

Brasília
Setembro, 2014

Elion Rodrigues Terra

A Discrecionalidade e o Regime de Metas Inflacionárias no Brasil

Monografia apresentada ao Departamento de Economia da Universidade de Brasília – UnB, como requisito parcial à obtenção do grau de bacharel em Economia.

Banca examinadora:

Prof. Doutor, Roberto de Góes Ellery Júnior

Professor-Orientador

Prof. Doutor, Antonio Nascimento Junior

Professor-Examinador

RESUMO

Este trabalho tem por objetivo verificar se a condução da política monetária no Brasil, desde a implantação do regime de metas inflacionárias, corresponde ao resultado esperado pela intuição regra de Taylor. Após a análise dos resultados desde 1999, foi verificado que apesar de o país continuar seguindo um regime de metas, do ponto de vista formal, a condução da política monetária, desde 2011, pendeu mais para o lado da discricionariedade.

Palavras-chave: metas de inflação, Brasil, regra versus discricionariedade, política monetária.

Sumário

INTRODUÇÃO	1
1. CAPÍTULO 1 – O SISTEMA DE METAS DE INFLÇÃO.....	3
1.1. Regras <i>Versus</i> Discricionariedade na Condução da Política Monetária.....	3
1.2. A Regra de Taylor.....	5
2. CAPÍTULO 2 – METAS INFLACIONÁRIAS NO BRASIL	10
2.1. A Implantação do Regime de Metas Inflacionárias no Brasil.....	10
2.2. Os Resultados do Regime de Metas Inflacionárias	12
3. DISCRICIONARIEDADE DO REGIME DE METAS INFLACIONÁRIAS NO BRASIL	17
3.1. Discricionariedade X Regime de Metas Inflacionárias.....	17
3.2. O Caso Brasileiro	19
CONCLUSÃO	21
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	22

Lista de Figuras:

Figura 1 – Taxa de remuneração dos títulos americanos e o exemplo de regra de política.	7
Figura 2 – Variação do PIB real nos Estados Unidos entre 1984 e 1982.....	8
Figura 3 – Inflação nos Estados Unidos de 1987 a 1992.	9
Figura 4 – Histórico das metas no Brasil.....	12
Figura 5 – Taxa SELIC de 2000 a 2014.	13
Figura 6 – Inflação durante o Regime de Metas.....	14
Figura 7 – Taxa anual de crescimento do PIB durante o Regime de Metas.	15
Figura 8 – IPCA X SELIC para o período de 2011 a 2013.....	16
Figura 9 – PIP (Acumulado 12 meses) semestral de 2011 a 2013	16

INTRODUÇÃO

O debate sobre regras versus discricionariedade surgiu nos anos 1970 e 1980 (Kydland e Prescott, 1977; Barro e Gordon, 1983; Taylor, 1993), após as expectativas racionais (Lucas, 1972; Sargente Wallace, 1975) tornarem-se dominantes. Regras podem ser definidas como políticas monetárias essencialmente automáticas, que requerem pouca ou nenhuma forma de análise macroeconômica ou julgamentos pelas autoridades monetárias. Já a discricionariedade absoluta ocorre quando a política monetária é conduzida por uma âncora nominal de estabilidade de preços não explícita por uma meta, conforme (MISHKIN, 1999).

Em meio ao debate citado anteriormente surgiu o conceito de regime de metas para inflação que, segundo Bernanke e Mishkin (1997), não deve ser classificado como uma regra rígida tradicional de condução da política monetária, mas interpretado como sendo uma ferramenta de política econômica que aumenta a transparência, comunicação e a coerência da política monetária.

Na teoria, as relações do regime de metas de inflação são relativamente diretas: o banco central prevê um caminho futuro da inflação; a previsão é comparada com a meta da taxa de inflação; e a diferença entre a previsão e a meta determina o ajustamento dos instrumentos de política monetária (expresso na determinação da taxa de juros básica da economia).

No Brasil, o regime de metas de inflação foi introduzido formalmente em julho de 1999, com as metas de inflação do governo para 1999, 2000 e 2001 (Giavazzi, 2005). Sob o novo regime, o Comitê de Política Monetária (COPOM) reuniu-se mensalmente e tomou decisões sobre a taxa Selic, que forma as principais expectativas dos agentes privados e, portanto, tornou-se um ponto de referência para outras taxas de juros na economia.

Foi observada, durante período do regime de metas no Brasil, uma tendência de variação da taxa de remuneração dos títulos do governo em resposta à inflação. No entanto, podemos verificar que o comportamento desses números difere, a partir de 2011, do evidenciado até 2010. O que nos leva a crer que a política monetária não vem considerando com tanta veemência seus modelos (regras) e sim a discricionariedade.

O primeiro capítulo deste trabalho aborda o surgimento do sistema de metas de inflação e é dividido em duas seções, a primeira apresenta o debate sobre regra e discricionariedade e o segundo apresenta a regra de Taylor. O segundo capítulo aborda o regime de metas inflacionárias no Brasil, contendo uma seção sobre a implantação de metas inflacionárias, uma sobre os resultados desse regime e uma específica sobre os resultados de 2011 a 2014. Por fim, vemos no terceiro capítulo a análise do regime de metas no Brasil, para os últimos quatro anos, sob o aspecto do debate entre discricionariedade e regra.

1. CAPÍTULO 1 – O SISTEMA DE METAS DE INFLAÇÃO

1.1. Regras *Versus* Discrecionalidade na Condução da Política Monetária

Cerca de cinquenta anos atrás, *policy-makers* e economistas defendiam uma política monetária baseada na manutenção do nível do produto e do desemprego próximo ao pleno emprego, conforme Phillips (1958), Samuelson e Solow (1960). Assim, para manter permanentemente baixo o desemprego aceitava-se certo grau de inflação e vice-versa.

Segundo Bernanke, Laubach, Mishkin e Posen (1999), o resultado positivo esperado dessas políticas não ocorreu, uma vez que o ciclo de negócios não foi bem na década de 60 e ocorreram recessões em 1973-1974 e 1981-1982, esses períodos geraram fortes pressões inflacionárias que foram controladas a um alto custo econômico. Na mesma época surgiram modelos econométricos sobre a economia americana, possibilitando aos *policy-makers* acesso às informações quantitativas para a elaboração e implantação de políticas de estabilização econômica.

O desenvolvimento teórico também contribuiu para o enfraquecimento da reputação dessas políticas baseadas na manutenção do nível do produto e do desemprego próximo ao pleno emprego. Conforme explicitam Bernanke, Laubach, Mishkin e Posen (1999), três teorias foram particularmente influentes: i) a crítica monetarista de Milton Friedman, em sua observação de que políticas monetárias funcionam apenas com longas e variadas defasagens; ii) a conclusão, alcançada primeiro por Friedman e Edmund Phelps, de que não há no longo prazo um tradeoff entre inflação e desemprego; e iii) foi melhor compreendida a importância da credibilidade do banco central na eficácia da política monetária.

Assim, surgiu nos anos 1970 e 1980 o debate sobre regras versus discrecionalidade (Kydland e Prescott, 1977; Barro e Gordon, 1983; Taylor, 1993), após as expectativas racionais (Lucas, 1972; Sargente Wallace, 1975) tornarem-se dominantes.

Regras podem ser definidas como políticas monetárias essencialmente automáticas, que requerem pouca ou nenhuma forma de análise macroeconômica ou julgamentos pelas autoridades monetárias. Os principais argumentos a favor das

regras são a disciplina e a credibilidade que elas criam, mas os críticos ressaltam que se as regras forem seguidas rigorosamente essa disciplina tem um alto custo, principalmente quando ocorrem circunstâncias imprevistas ou choques na economia, conforme explicam Bernanke, Laubach, Mishkin e Posen (1999).

Ainda segundo os autores citados anteriormente, um banco central que segue apenas a discricionariedade não explicita ao público seus objetivos ou ações futuras, talvez apenas vagamente ou em termos gerais. Dessa forma, reserva aos formuladores de políticas monetárias a tomada de decisões mês a mês, ou semana a semana, baseados em avaliações das condições correntes. Os defensores desse tipo de política defendem que esse modelo preserva a flexibilidade, além de possibilitar ao banco central responder a acontecimentos inesperados e a novas informações. Já os defensores das regras, argumentam que a discricionariedade pura compromete a disciplina inerente às regras, sendo que a falta de percepção de disciplina pode levar incerteza à mente do público e aumentar a propensão de inflação na economia.

Segundo Taylor (1993), uma regra não precisa ser uma fórmula mecânica, mas sim implantada e operada mais informalmente pelos formuladores de políticas. Eles podem reconhecer os instrumentos gerais de repostas que constituem a base da regra da política monetária, mas também reconhecer que a operação dessa regra exige um julgamento que não pode ser feito por computador. Por essa definição, uma política pode incluir uma regra da renda nominal em que o banco central tome medidas para manter uma determinada renda, o que não implica em uma discricionariedade pura. O autor, entretanto, não abre mão inteiramente do conceito de regra.

Outro ponto ressaltado por Taylor (1993) foi a discricionariedade na transição de uma regra para outra, uma vez que quando os pesquisadores sugerem novas formas de condução da política monetária raras vezes se preocupam em explicar como seria feita a migração de um sistema para outro. São explicitados dois motivos para um tratamento especial dessas transições. O primeiro é que as pesquisas relacionadas a regras de políticas monetárias são baseadas em expectativas racionais, elas fazem sentido quando uma política está sendo operada há muito tempo. Entretanto, quando uma nova regra passa a ser utilizada, as pessoas não possuem conhecimentos sobre ela e tem dúvidas quanto à seriedade das

autoridades monetárias em manter esse novo modelo.

A segunda razão para o cuidado com a transição de uma regra para outra é a rigidez, inerente à economia, que impede as pessoas de alterem seu comportamento instantaneamente. As pessoas podem ter assumido compromissos para projetos, planos ou contratos baseados na antiga regra de política monetária, inclusive podem ter assumido com outras pessoas compromissos desse tipo, como o estabelecimento salários, projetos e contratos de empréstimos. Tal rigidez sugere que a transição de uma regra para outra seja feita de forma gradual e anunciada previamente ao público, proporcionando-lhes a chance de reajustarem seus compromissos sem grandes perdas.

Para o autor, além de a discricionariedade ser considerada na transição de um sistema para outro, ela também pode deve ser respeitada na operação de uma regra. Taylor (1993) considera que não é apropriado uma política monetária ser conduzida mecanicamente, baseando-se em uma equação. Para o caso daquela equação o autor propõe duas formas de utilização. A primeira é empregar a regra como um dos insumos para a tomada de decisões das autoridades monetárias e a segunda consiste em apenas listar os princípios gerais que fundamentam a regra, deixando que os formuladores de políticas tomem suas decisões sem se orientar pela fórmula algébrica. Uma combinação dessas duas formas também é contemplada como uma forma de condução da regra.

1.2. A Regra de Taylor

Bryant, Hooper e Mann (1993) analisaram nove modelos econométricos para entender o desempenho de diferentes regras de políticas monetárias entre países. Sete foram estimados em modelos de expectativas racionais, que foram desenvolvidos pelo Fundo Monetário Internacional, pelo conselho do banco central americano, pelo Departamento de Finanças do Canadá e por diversos pesquisadores individuais. Todas as políticas analisadas pelos autores eram baseadas em regras de taxa de juros. As autoridades monetárias fizeram ajustes em suas taxas de juros respondendo a desvios em relação a algum patamar desejado da oferta de moeda, da taxa de câmbio, da taxa de inflação e/ou do nível do produto.

O resultado do trabalho citado no parágrafo anterior foi de que as políticas monetárias em que a taxa de juros de curto prazo é aumentada quando o nível de preços e o produto real estão acima do desejado, ou reduzidas quando o produto e o nível de preços estão abaixo do esperado, parecem funcionar bem. Mas quanto a taxa de juros deveria variar ainda continuou como uma incerteza.

Com o objetivo de explicar como se comportou a política monetária americana entre 1987 e 1992, Taylor (1993) propôs uma equação linear na qual a taxa dos títulos do governo respondia a mudanças nos níveis de preço ou no produto real. O nome de seu artigo já nos remete ao debate sobre regras versus discricionariedade, analisado de um ponto de vista prático.

Antes de apresentar seu modelo Taylor (1993) explica porque decidiu adotar a premissa de regime de câmbio flutuante ao invés do fixo. Basicamente, seus testes sobre quais países apresentaram melhores resultados quanto à política monetária favoreceram o regime de câmbio flutuante, onde a variação do produto é mais estável e a inflação é mais estável. Por fim, o autor afirma que os bancos centrais definem suas taxas de juros baseados nas condições econômicas de seu próprio país, prestando pouca atenção na taxa de câmbio.

Segundo Taylor (1993), embora não exista consenso para o tamanho dos coeficientes para regras políticas, é útil considerar como seria uma regra representativa. Para o autor, uma regra de política monetária capaz de capturar o espírito das pesquisas da época seria:

$$r = p + 0,5y + 0,5(p - 2) + 2 \quad (01)$$

Onde, r é a taxa dos fundos federais, p é a taxa de inflação dos quatro trimestres anteriores e y é o percentual de desvio do Produto Interno Bruto – PIB real do nível desejado. Ou seja, $y = 100(Y - Y^*) / Y^*$, onde Y é o PIB real, e Y^* é a tendência do PIB real.

Conforme explica Taylor (1993), a equação (01) indica que a taxa dos fundos federais aumenta se a inflação estiver acima do desejado de dois por cento, ou se o PIB real estiver acima da tendência. Se a inflação e o PIB real estiverem conforme o desejado, então a taxa dos fundos federais será de 4%, ou 2% em termos reais.

A equação (01) apresenta propriedades gerais encontradas nas pesquisas da

época acerca do assunto, sendo os coeficientes números redondos que servem para discussão. Mas para Taylor (1993), o que talvez surpreenda as pessoas é o fato de essa regra estar de acordo com o desempenho da política monetária americana.

A figura 01 demonstra como se comportou a taxa dos fundos federais no período entre 1987 e 1992, além de ilustrar qual seria sua trajetória caso utilizasse a regra representada na equação (01) para o mesmo período. Existe um desvio significativo em 1987 devido à reação do Federal Reserve – FED, banco central americano, ao choque no mercado de ações. Nesse sentido, conforme explica Taylor (1993), o FED agiu como se estivesse seguindo as regras de políticas desenvolvidas em pesquisas da época.

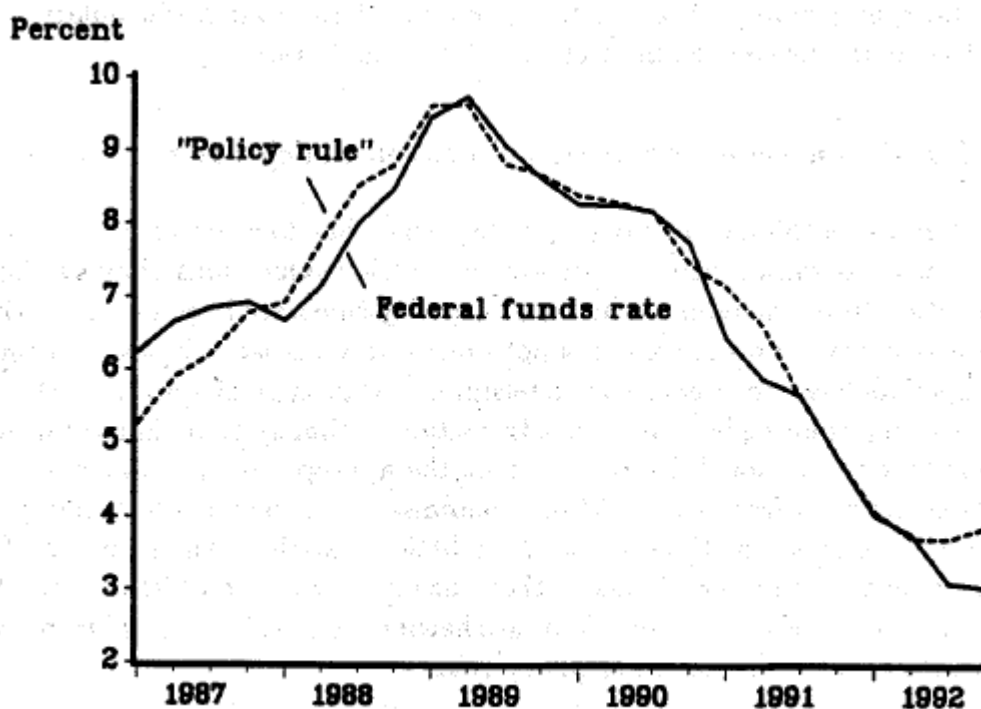


Figure 1. Federal funds rate and example policy rule.

Figura 1 – Taxa de remuneração dos títulos americanos e o exemplo de regra de política.

Fonte: Taylor (1993).

De acordo com a regra de política monetária proposta por Taylor (1993), a economia americana esteve acima da tendência no final dos anos 80 e ficou abaixo da tendência durante a recessão de 1990-1991. Também o hiato do produto (diferença entre o PIB real e a tendência) sofreu uma leve redução no início dos

anos 90 em função da recessão, conforme retrata a figura 02.

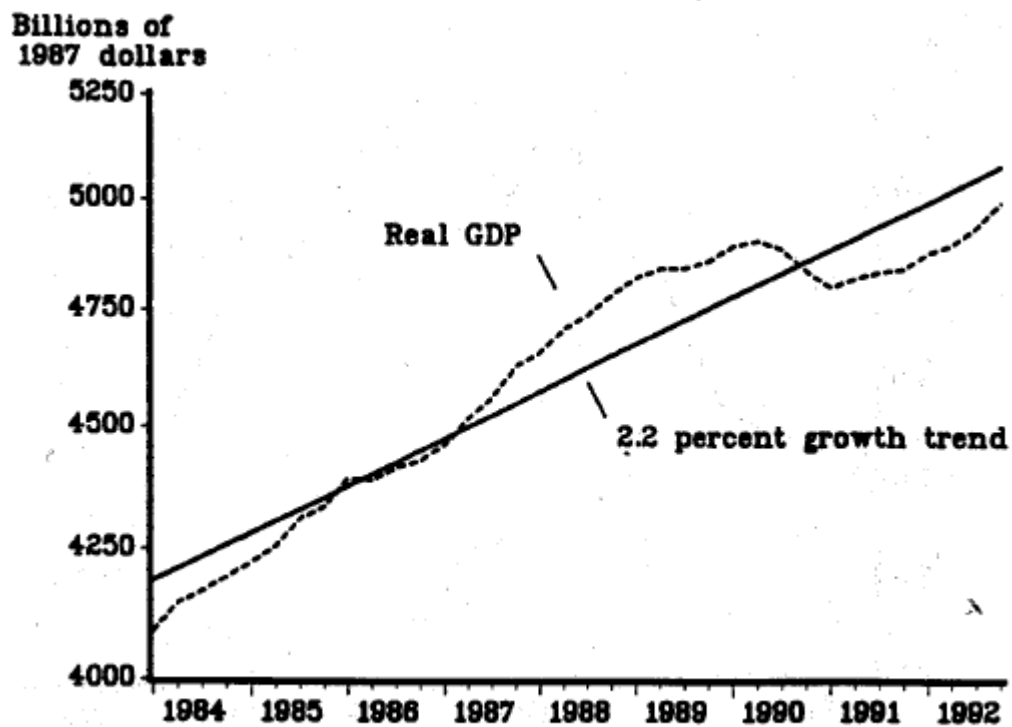


Figure 2. Real GDP and 2.2 percent growth trend.

Figura 2 – Variação do PIB real nos Estados Unidos entre 1984 e 1992.

Fonte: Taylor (1993).

A figura 03 ilustra a trajetória da inflação no mesmo período, para o autor tanto a inflação quanto o hiato do produto parecem influenciar a taxa dos fundos federais americanos.

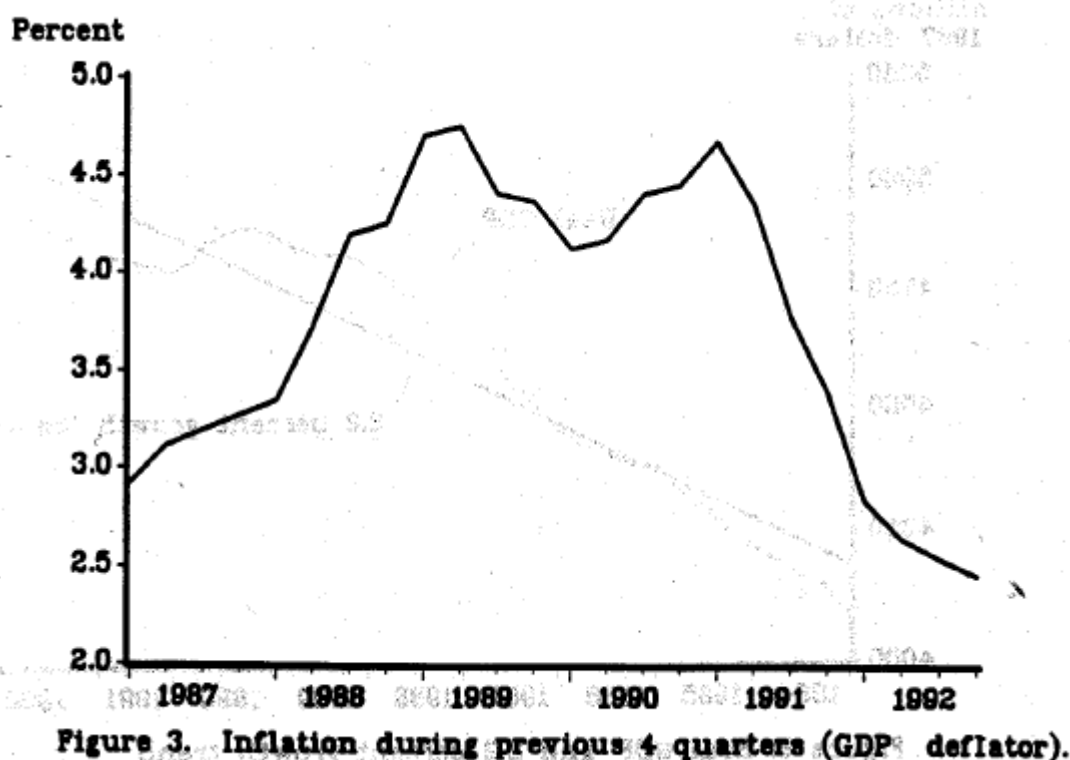


Figura 3 – Inflação nos Estados Unidos de 1987 a 1992.

Fonte: Taylor (1993).

Em outro artigo, publicado cinco anos após esse no qual a regra é formalizada, Taylor (1998) analisa episódios da história monetária dos Estados Unidos utilizando a estrutura da regra de taxa de juros para políticas monetárias. Para o autor, além da abordagem histórica é possível fazer uma baseada em modelo. Entretanto, essa abordagem histórica complementa a baseada em modelos, uma vez que a segunda consiste apenas na comparação de modelos respeitando critérios estabelecidos para sucesso da política não testando esses modelos em episódios históricos.

A regra utilizada pelo autor continua sendo a mesma, apresentada de forma mais genérica, onde a taxa de juros serve como instrumento para o banco central responder às variações na economia. Conforme apresentado anteriormente, nessa regra a taxa dos títulos federais responde a mudanças na inflação e no PIB real.

O artigo de Taylor (1998) traz uma derivação dessa regra a partir da teoria quantitativa da moeda. A teoria quantitativa da moeda ($MV=PY$) mostra que, mantendo constante a velocidade de circulação da moeda (V) e o produto (Y), um aumento na quantidade de moeda (M) provoca um aumento nos preços (P).

O autor considera a oferta de moeda constante, ou com crescimento constante, e que a velocidade da moeda depende da taxa de juros (r) e do produto real (Y). Portanto, podemos substituir o V da teoria quantitativa da moeda pela relação entre taxa de juros (r), nível de preço (P) e produto real (Y). Isolando a taxa de juros (r) dessa relação veremos uma função com duas variáveis: taxa de juros em função do nível de preços e do produto real. Mudanças no crescimento da velocidade de circulação ou da oferta de moeda podem alterar os parâmetros da função.

A forma funcional da relação depende de vários fatores, incluindo a forma funcional da relação entre taxa de juros e a velocidade da circulação da moeda e do tempo de ajuste entre a taxa de juros e as mudanças na velocidade de circulação. O autor utilizou uma forma funcional linear na taxa de juros e nos logaritmos do nível de preço e produto real. Além disso, abstraiu as defasagens de resposta da velocidade de circulação da moeda sobre a taxa de juros ou renda, considerando essas premissas surgiu a seguinte equação linear:

$$r = \pi + gy + h(\pi - \pi^*) + r^f \quad (02)$$

Onde r é a taxa de juros de curto prazo, π é a taxa de inflação e y é o desvio do PIB em relação à linha de tendência, também temos as constantes g, h, π^* e r^f . Note que o coeficiente de inclinação da inflação é $(1+h)$, portanto os dois coeficientes de resposta são g e $(1+h)$ e o intercepto é $(r^f - h\pi^*)$.

2. CAPÍTULO 2 – METAS INFLACIONÁRIAS NO BRASIL

2.1. A Implantação do Regime de Metas Inflacionárias no Brasil

A política monetária tornou-se um instrumento essencial para o controle de processos inflacionários após a maxidesvalorização do real frente ao dólar, em janeiro de 1999, e após a implantação do novo regime de câmbio flutuante. A substituição da âncora cambial pelo regime de metas ocorreu, segundo Fraga (2009), pelo receio de que aquele momento de crise e incerteza pudesse gerar um descontrole das expectativas de inflação e trazer de volta a instabilidade anterior ao

Plano Real. Nesse contexto, as metas balizariam as ações do governo e explicitariam seu compromisso com a estabilidade de preços na economia.

Segundo Coes (2009), dada a crise de confiança externa confrontada pelo Brasil em 1999, o estabelecimento do regime de metas de inflacionárias como âncora para as expectativas "não era apenas um preferível caminho, mas, provavelmente, a única viável".

Em fevereiro de 1999, o governo anunciou a sua intenção de pôr em prática um sistema de metas de inflação. O Banco Central anunciou publicamente uma meta oficial de inflação para um determinado período de tempo e comprometeu-se a este enquadramento da política monetária, adotado pela primeira vez no início de 1990 em economias industrializadas. O objetivo do sistema era manter inflação baixa e estável e influenciar a expectativas dos agentes do mercado através de uma maior transparência e credibilidade.

Metas de inflação, portanto, difere de estratégias de estabilização alternativas que buscam para influenciar indiretamente a inflação, visando à taxa de câmbio ou a oferta de moeda. De acordo com as metas de inflação, os bancos centrais utilizam instrumentos de política monetária para atingir a meta de inflação anunciada (Habermeier, 2009).

No Brasil, o regime de metas de inflação foi introduzido formalmente em julho de 1999, com as metas de inflação do governo para 1999, 2000 e 2001 (Giavazzi, 2005). Sob o novo regime, o Comitê de Política Monetária (COPOM) reuniu-se mensalmente e tomou decisões sobre a taxa Selic e o Banco Central sobre a taxa de empréstimo overnight, que formam as principais expectativas dos agentes privados e, portanto, tornou-se um ponto de referência para outras taxas de juros na economia.

Além disso, o Governo aprovou um novo regime de política fiscal, visando principalmente conter pressões inflacionárias. A nova combinação de políticas macroeconômicas estava baseada, assim, em três pilares: taxa de câmbio flutuante; metas de inflação; e uma política orçamentária sólida (Otker-Robe e Vávra 2007).

Também houve um aperto na política monetária, enquanto autoridades monetárias procuraram restaurar e manter a credibilidade externa (Fraga 2000). Sem dúvida, o compromisso do Banco Central com a transparência e com a

responsabilidade na implantação desta estratégia macroeconômica contribuiu para o seu sucesso em conter as pressões inflacionárias.

A instabilidade macroeconômica ressurgiu em 2002 na corrida para as eleições presidencial. Os mercados de capitais ficaram particularmente preocupados com o discurso radical de Partido dos Trabalhadores (PT) candidato Lula da Silva (Spanakos e Renno 2006; Coes 2009). A crise de confiança que se seguiu levou a uma depreciação significativa moeda, o que levou a um aumento da inflação e uma revisão posterior das metas formais. No entanto, para a surpresa de muitos, uma vez no poder, Lula administrou seguindo uma estratégia macroeconômica similar a do governo anterior. Ele nomeou uma figura amigável ao mercado, ex-executivo do Banco de Boston, Henrique Meirelles, como Presidente do Banco Central, que alcançou a independência de fato (Amman e Baer 2009).

2.2. Os Resultados do Regime de Metas Inflacionárias

A tabela a seguir retrata o histórico das metas no Brasil e o comportamento da inflação ao longo dos anos em que o regime de metas está vigente:

Ano	Norma	Data	Meta (%)	Banda (p.p.)	Limites Inferior e Superior (%)	Inflação Efetiva (IPCA % a.a.)
1999			8	2	6-10	8,94
2000	Resolução 2.615	30/6/1999	6	2	4-8	5,97
2001			4	2	2-6	7,67
2002	Resolução 2.744	28/6/2000	3,5	2	1,5-5,5	12,53
2003 ^{1/}	Resolução 2.842	28/6/2001	3,25	2	1,25-5,25	
	Resolução 2.972	27/6/2002	4	2,5	1,5-6,5	9,30
2004 ^{1/}	Resolução 2.972	27/6/2002	3,75	2,5	1,25-6,25	
	Resolução 3.108	25/6/2003	5,5	2,5	3-8	7,60
2005	Resolução 3.108	25/6/2003	4,5	2,5	2-7	5,69
2006	Resolução 3.210	30/6/2004	4,5	2	2,5-6,5	3,14
2007	Resolução 3.291	23/6/2005	4,5	2	2,5-6,5	4,46
2008	Resolução 3.378	29/6/2006	4,5	2	2,5-6,5	5,90
2009	Resolução 3.463	26/6/2007	4,5	2	2,5-6,5	4,31
2010	Resolução 3.584	1/7/2008	4,5	2	2,5-6,5	5,91
2011	Resolução 3.748	30/6/2009	4,5	2	2,5-6,5	6,50
2012	Resolução 3.880	22/6/2010	4,5	2	2,5-6,5	5,84
2013	Resolução 3.991	30/6/2011	4,5	2	2,5-6,5	5,91
2014	Resolução 4.095	28/6/2012	4,5	2	2,5-6,5	
2015	Resolução 4.237	28/6/2013	4,5	2	2,5-6,5	

^{1/} A Carta Aberta, de 21/1/2003, estabeleceu metas ajustadas de 8,5% para 2003 e de 5,5% para 2004.

Figura 4 – Histórico das metas no Brasil.

Fonte: BACEN.

Podemos observar que de 2005 até 2014 o centro da meta é de 4,5% e a banda é de dois pontos percentuais, sendo que há previsão de que esses números se mantenham até 2015. O comportamento da inflação, de modo geral, foi de queda. Logo, se faz necessário avaliarmos o que ocorreu com a Taxa SELIC e com a inflação nesse período. O primeiro gráfico a seguir apresenta a taxa de remuneração dos títulos do governo e o segundo apresenta o histórico de inflação, ambos para o período de 1999 a 2014.

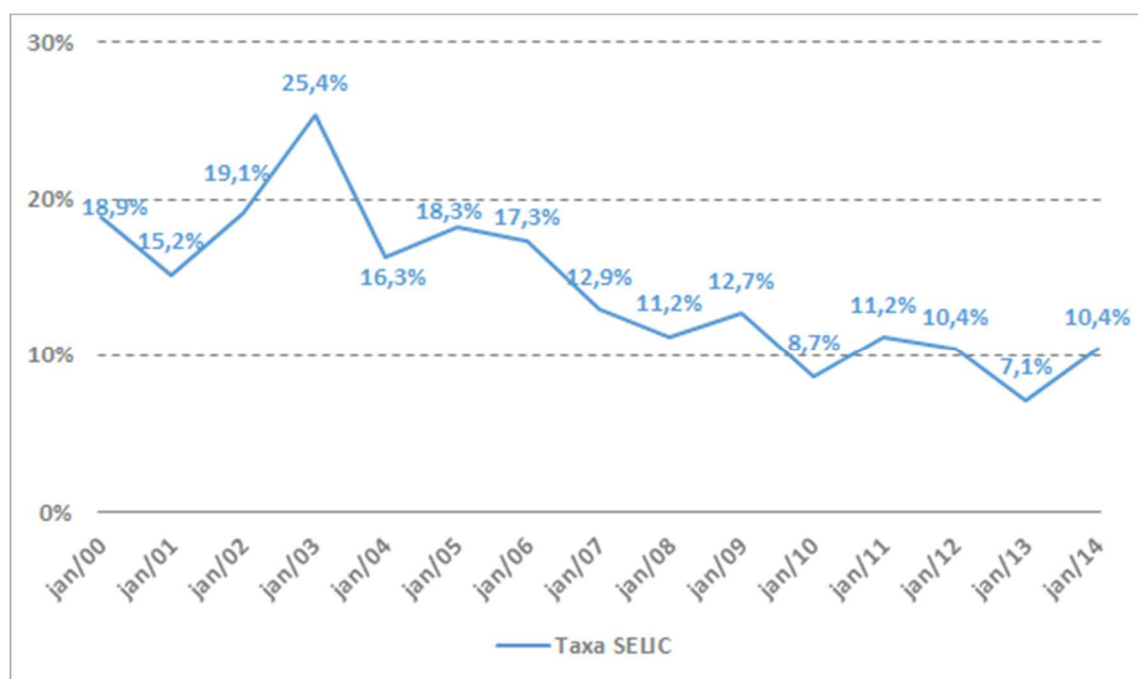


Figura 5 – Taxa SELIC de 2000 a 2014.

Fonte: BACEN.

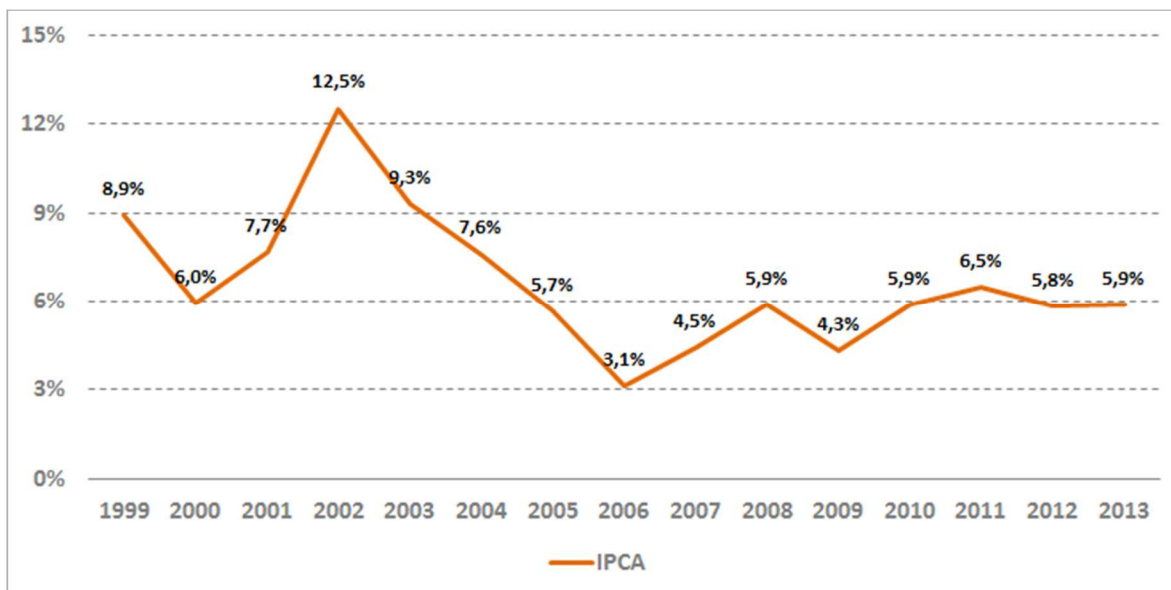


Figura 6 – Inflação durante o Regime de Metas.

Fonte: IBGE.

Assim como os estudos de Taylor apresentaram uma tendência similar para variações da inflação e da taxa de remuneração dos títulos do governo, conforme item 1.2 deste trabalho, no Brasil o período do regime de metas também apresentou tendência semelhante. Se prestarmos atenção para o final das duas séries, no entanto, podemos verificar que o comportamento desses números difere do evidenciado até 2010, esse assunto será abordado com maiores detalhes na próxima seção.

Outro fator importante na condução da política monetária, além do índice de inflação, é a taxa de crescimento do Produto Interno Bruto – PIB de um país. No gráfico a seguir é apresentado o comportamento da taxa de crescimento do PIB no período de 1999 a 2013.



Figura 7 – Taxa anual de crescimento do PIB durante o Regime de Metas.

Fonte: IBGE.

No período de 1999 a 2007 o PIB apresenta uma trajetória de crescimento, apesar das oscilações. Em 2008 e 2009 o PIB foi afetado pela crise financeira desencadeada nos Estados Unidos e, a partir de então, em 2011, 2012 e 2013 o PIB apresenta um patamar baixo de crescimento.

Justamente neste último período é que focaremos a análise da próxima seção, em que se olharmos com atenção nem mesmo a taxa SELIC e a inflação apresentam tendências semelhantes.

2.3. O Regime de Metas Inflacionárias a partir de 2011

Nesta seção faremos uma análise da política monetária e de seus resultados considerando os últimos três anos. Como foi apresentado nos gráficos anteriores, a partir de 2011 é possível observar uma redução da taxa de remuneração dos títulos do governo ante uma manutenção e aumento da taxa de inflação. O gráfico a seguir apresenta o comportamento da taxa básica de juros e da inflação para o período.

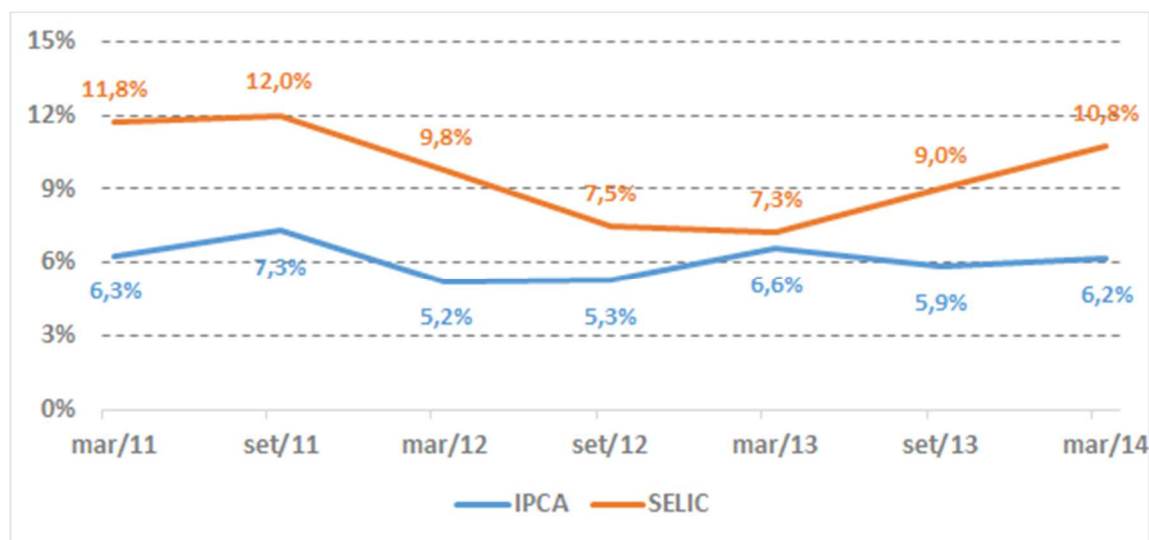


Figura 8 – IPCA X SELIC para o período de 2011 a 2013

Fonte: BACEN e IBGE.

Como podemos ver na figura anterior, a política monetária a partir de 2011 destoa do que é observado em todo o período de metas inflacionárias no país, quando a taxa de juros responde à inflação. No período observado nesta seção o temos uma inflação crescente e orbitando em um patamar muito próximo ao limite da banda, com uma taxa de juros decrescente até março de 2013. O gráfico a seguir mostra a reação do PIB a partir de 2011.

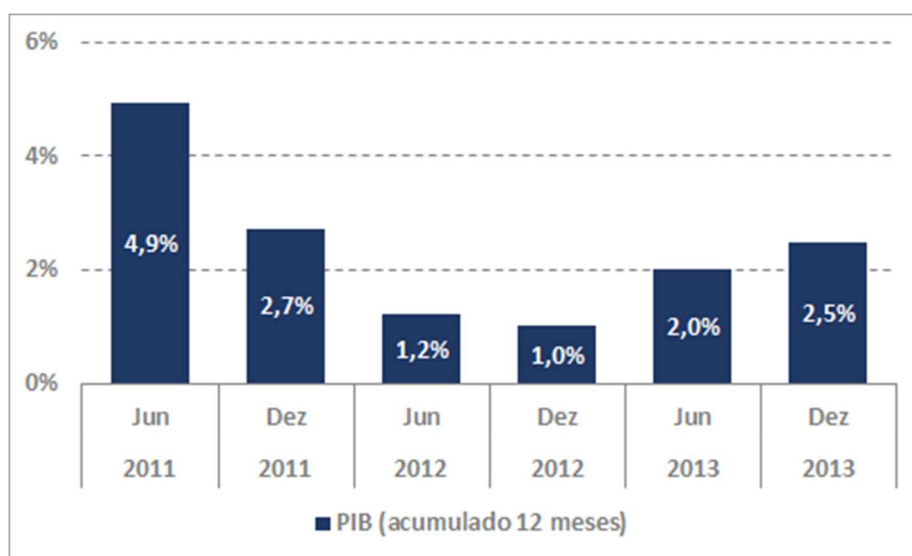


Figura 9 – PIB (Acumulado 12 meses) semestral de 2011 a 2013

Fonte: IBGE.

O Produto Interno Bruto apresentou queda até dezembro de 2012 e, como vimos na Figura 6, a partir de 2013 a política monetária apresenta uma retomada do aumento da taxa de juros. Apesar do aparente cenário de melhora, tanto a projeção de crescimento do PIB para 2014 está baixa (menos de 1%), quanto a previsão de inflação está próxima ao teto da banda superior da meta estabelecida pelo Banco Central.

3. DISCRICIONARIEDADE DO REGIME DE METAS INFLACIONÁRIAS NO BRASIL

3.1. Discricionariedade X Regime de Metas Inflacionárias

A condução da política monetária tem como base a discricionariedade absoluta quando é conduzida por uma âncora nominal de estabilidade de preços não explícita por uma meta, conforme (MISHKIN, 1999). Os Estados Unidos apresentam resultados de estabilidade inflacionária sem estarem utilizando uma âncora nominal explícita tais como taxa de câmbio, agregados monetários ou metas para a inflação. Esta estratégia de condução da política monetária exige do banco central certo monitoramento dos preços atuais e uma previsão (visão forward-lookig) da tendência inflacionária futura (MISHKIN, 1999).

Em um regime monetário sem âncora nominal e com a convivência prolongada de inflações baixas e estáveis os efeitos da política monetária sobre o produto e a inflação mais lentos. Estimativas de grandes modelos macroeconômicos para a economia norte-americana, por exemplo, sugerem que efeito significativo da política monetária sobre o produto demore mais de um ano e sobre a inflação demore mais de dois anos, (MISHKIN, 1999). Este atraso dos efeitos da política monetária sobre variáveis fundamentais de políticas econômicas mostra que neste regime a previsão sobre o futuro deve ser bem realizada.

Já o regime de metas para inflação, segundo Bernanke e Mishkin (1997), não deve ser classificado como uma regra rígida tradicional de condução da política monetária, mas interpretado como sendo uma ferramenta de política econômica que aumenta a transparência, comunicação e a coerência da política monetária. Alguns

pontos da lógica deste regime podem ser considerados "com regras", em particular a natureza do *forward-looking* a qual limita o banco central em sistematicamente se engajar em políticas monetárias inconsequentes no longo prazo. Neste sentido, este regime permite certa discricionariedade na condução monetária em momentos de circunstâncias incomuns ou imprevisíveis.

Devido à defasagem de tempo entre a utilização da política monetária e seu efeito sobre a inflação observada, o regime de metas para a inflação é essencialmente "voltado para frente" ou usando o termo convencional da literatura econômica: "forward-looking". O banco central deve estar sempre que possível aplicando os instrumentos de políticas monetárias antes do começo da expansão inflacionária.

Em um regime de metas para a inflação existem vários critérios para a construção de previsões de inflação e sob este regime monetário o banco central deve ter bem definido os instrumentos de análise econômica. Debelle (1996) argumenta que o princípio fundamental, das decisões de política monetária, deve estar baseado na projeção de um caminho futuro da taxa de inflação sem estar focado em apenas um modelo. Além disso, alguns modelos podem estar utilizando um número diferente de fontes de variáveis relevantes, mas que contenham uma série histórica confiável.

Na teoria, as relações do regime de metas de inflação são relativamente diretas: o banco central prevê um caminho futuro da inflação; a previsão é comparada com a meta da taxa de inflação; e a diferença entre a previsão e a meta determina o ajustamento dos instrumentos de política monetária (expresso na determinação da taxa de juros básica da economia).

O regime de metas para a inflação não se qualifica como uma regra de política, uma vez que não provém ao banco central apenas um simples mecanismo operacional e sim um conjunto de modelos estruturais e não estruturais, em simbiose com as informações relevantes, para determinar a condução da política ideal para se alcançar à meta de inflação. O regime de metas para a inflação não ignora a necessidade do banco central em incorporar novas informações importantes que ajuda o seu objetivo. Em termos práticos, é comum observar políticas econômicas, em regime de metas de inflação, voltadas ao combate ao desemprego ou amenizando momentos de incertezas.

Outro aspecto relevante do regime de metas, que não será abordado neste trabalho, mas que merece ser frisado é que, segundo Mishkin (1999), o regime de metas monetárias é compatível com um regime cambial flutuante, pois necessita de autonomia da política monetária doméstica.

3.2. O Caso Brasileiro

O primeiro capítulo deste trabalho apresentou o surgimento do regime de metas inflacionárias, que se deu em meio ao debate entre regra versus discricionariedade. No segundo capítulo vimos a implantação e os resultados desse regime no Brasil. A seção anterior deixa bem clara a diferença entre a discricionariedade pura e o regime de metas.

Se observarmos o histórico recente, a partir de 2011 (seção 2.3), vemos que a política monetária brasileira não reage conforme o esperado em um regime de metas. O período em questão coincide com a troca do presidente do banco central no início da gestão da presidente Dilma Rousseff. Apesar de integrar o mesmo partido do presidente anterior, houve uma mudança da política monetária que podemos constatar estar mais próxima da discricionariedade.

Esse tipo de conduta pode ser pernicioso para o regime de metas uma vez que ele não busca apenas controlar a inflação no período observado, mas destacar o comprometimento em manter níveis baixos e estáveis de inflação no longo prazo. Com isso, o anúncio das metas estipuladas no médio prazo e a responsabilidade do banco central em alcançá-las é fundamental para o regime monetário. É importante, com isso, manter ancorada as expectativas dos agentes econômicos no processo de formação de inflação esperada.

Outro ponto que pode ficar comprometido com o excesso de discricionariedade no regime de metas é a transparência, ela é fundamental na condução da política monetária, bem como para o regime de metas de inflação, pois facilita o entendimento do público possibilitando uma expectativa inflacionária estável. Tanto a transparência quanto a responsabilidade do cumprimento da meta inflacionária são passíveis de independência, pelo banco central, na condução dos instrumentos de política monetária.

No caso brasileiro os modelos macroeconômicos utilizados na orientação da política monetária destacam os mecanismos de transmissão, que não se resumem à taxa de juros. Estes mecanismos podem ser a taxa de juros (instrumento de política), a taxa de câmbio, a demanda agregada, preços dos ativos, expectativas, crédito e agregados monetários, salários e riqueza. Entretanto, o principal instrumento de controle da inflação, em um regime de metas, é a taxa de remuneração dos títulos do governo.

Por fim, vale ressaltar que, conforme De Mendonça (2001), o regime de metas inflacionárias possibilita o uso de políticas discricionárias sem levar a perda de credibilidade, devido à transparência da política monetária. Neste sentido, este regime deve ser entendido como um caso de discricção limitada e não como um caso de regra rígido. Políticas monetárias, fiscais e cambiais devem ser administradas em conjunto para objetivos claramente definidos. A transparência e a responsabilidade do cumprimento dos objetivos propostos em termos de taxas, bandas de taxas de inflação ou nível de preços são ancorados nos anúncios públicos de metas numéricas de médio prazo para a inflação. A autoridade monetária, portanto, fica responsável pelo cumprimento da meta anunciada.

CONCLUSÃO

Observamos neste trabalho que do debate entre regra e discricionariedade surgiu o conceito de metas inflacionárias. A regra de Taylor é a que melhor demonstra a intuição desse regime. Basicamente, a taxa de remuneração dos títulos do governo responde à expectativa inflacionária. Mas como próprio Taylor escreveu em seu artigo de 1993, o ideal seria uma política monetária que contemplasse regras e mantivesse margem para discricionariedades.

No Brasil, podemos ver que após a implantação do regime de metas funcionou conforme a intuição da regra de Taylor prevê. Entretanto nos últimos quatro anos houve certa preferência da discricionariedade em relação às regras. Nesse período observamos uma subida da inflação, que hoje varia muito próximo ao limite da banda superior da meta, e uma queda e retomada da taxa de juros. É possível observar também uma tendência de queda do PIB nesse período.

A importância deste trabalho está na demonstração de que o Brasil vem se afastando das regras em favor da discricionariedade e isso não funciona em um regime de metas inflacionárias no que tange às expectativas do mercado, à credibilidade do Banco Central do Brasil e, principalmente, ao atingimento da meta estabelecida.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Carta Aberta. Brasília. 2002, 2003 e 2004.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Relatório de Inflação. Brasília. Vários números.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Sistema de metas para a inflação. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br>. Acesso em: 04/06/2012.

BERNANKE, B.; MISHKIN, F. Inflation Targeting: a New Framework for Monetary Policy? *Journal of Economic Perspectives*, V.11, n. 2, 1997.

CARVALHO, F. J. C.; SOUZA, F. E. P.; SICSÚ, J.; PAULA, L. F. R.; STUDART, R. Economia Monetária e Financeira: Teoria e Política. Campus, Rio de Janeiro. 2007.

CLARIDA, R.; GALI, J. GERTLER, M. The Science of Monetary Policy: a new keynesian perspective. *Journal of Economic Literature*, Vol. XXXVII, Dezembro, 1999.

DEBELLE, G.; FISCHER, S. How Independent Should a Central Bank Be? In: Jeffrey Fuhrer (ed.). *Goals, guidelines and constraints facing monetary policymakers*, Federal Reserve Bank of Boston Conference, v.38, 1994.

DE MENDONÇA, H. Mecanismos de transmissão monetária e a determinação da taxa de juros: uma aplicação da regra de Taylor ao caso brasileiro. *Economia e Sociedade*, Campinas (16), 65-81, junho 2001.

DEZORDI, L. L. A. Condução da Política Monetária Brasileira no Regime de Metas de Inflação: uma abordagem teórica. Curitiba, PR. Dissertação de Mestrado, Universidade Federal do Paraná – UFPR, 134 p. 2004.

FERREIRA, T. P.; PETRASSI, M. B. S. Regime de metas para a inflação: resenha sobre a experiência internacional. *Notas Técnicas do Banco Central do Brasil*, n. 30, Novembro, 2002.

FRAGA, A. Dez Anos de Metas para a Inflação. In: *Dez Anos de Metas para a Inflação no Brasil 1999-2009*, Banco Central do Brasil, março de 2009.

FRIEDMAN, M. The Role of Monetary Policy. *The American Economic Review*, v. LVIII, n.1, March 1968.

GIAMBIAGI, F.; MATHIAS, A.; VELHO, E. O Aperfeiçoamento do Regime de Metas de Inflação no Brasil. *Texto para Discussão IPEA*, n. 1183, maio de 2006.

- LUCAS, R. Expectations and the Neutrality of Money, *Journal of Economic Theory*, v. 4, Abril, 1972.
- LUCAS, R. International Evidence on Output-Inflation Tradeoffs, *American Economic Review*, Junho, 1973.
- MANKIW, N. G. e REIS R. Sticky Information versus Sticky Prices: A Proposal to Replace the New Keynesian Phillips Curve, *The Quarterly Journal of Economics*, v. 117, n. 4, pp. 1295-1328. 2002.
- MCCALLUM, B. T. Inflation Targeting in Canada, New Zealand, Sweden, the United Kingdom, and in General. *NBER Working Paper*, Cambridge, MA, n.5579, 1996.
- MISHKIN, F. International Experiences With Different Monetary Policy Regimes. *NBER Working Paper*, Cambridge, MA, n.7044, 1999.
- MISHKIN, F. Inflation Targeting in Emerging Market Countries. *NBER Working Paper*, Cambridge, MA, n.7618, 2000.
- MISHKIN, F.; POSEN, A. Inflation Targeting: Lessons from Four Countries. *NBER Working Paper*, Cambridge, MA, n.6126, 1997.
- MISHKIN, F.; SCHMIDT-HEBBEL, K. One Decade of Inflation Targeting in the World: What Do We Know and What Do We Need to Know? *NBER Working Paper*, Cambridge, MA, n.8397, 2001.
- OKUN, A. The Political Economy of Prosperity. Brookings, Washington D.C. 1970.
- PHELPS, E. S. Phillips Curves, Expectations of Inflation and Optimal Unemployment over Time. *Economica*, V. 34, agosto, 1967.
- PHILLIPS, A. W. The relation between unemployment and the rate of change of money wage in the United Kingdom 1861-1957. *Economica*. V. 100, n. 25, 1958.
- RUDEBUSCH, G. D. Do measures of monetary policy in a VAR make sense? *International Economic Review*, V.39, n. 4, 1998.
- SAMUELSON, P. A.; SOLOW, R. M. Analytical aspects of anti-inflation policy. *American Economic Review*, v. 50, n. 2, 1960.
- SARGENT, T. WALLACE, N. Some unpleasant monetarist arithmetic. *Quartely Review*, *Federal Reserve Bank of Minneapolis*, 1981.
- SIMS, C. A. Comment on Glenn Rudebusch's "Do measures of monetary policy in a VAR make sense?" *International Economic Review*, V.39, n. 4, 1998.
- TAYLOR, J. Discretion versus policy rules in practice. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, v.9, n.39, 1993.

TAYLOR, J. A core of practical macroeconomics. *The American Economic Review*, v. 87, n. 2, Maio, 1997.

TAYLOR, J. Teaching modern macroeconomics at the principles level. *The American Economic Review*. v. 90, n. 2, Maio, 2000.

WOODFORD, M. Inflation Targeting and Optimal Monetary Policy. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, v. 86, n. 4, 2004.