



UNIVERSIDADE DE BRASÍLIA
Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade
Departamento de Economia

FERNANDO AMARAL DE AGUIAR

O REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO: uma análise do caso brasileiro

BRASÍLIA - DF
Janeiro/2015

UNIVERSIDADE DE BRASÍLIA
Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade
Departamento de Economia

O REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO: uma análise do caso brasileiro

FERNANDO AMARAL DE AGUIAR

ORIENTADOR: JOSÉ CARLOS DE OLIVEIRA

MONOGRAFIA APRESENTADA PARA OBTENÇÃO DO TÍTULO DE BACHAREL EM
CIÊNCIAS ECONÔMICAS AO DEPARTAMENTO DE ECONOMIA DA UNIVERSIDADE DE
BRASÍLIA

BRASÍLIA – DF, JANEIRO/2015

UNIVERSIDADE DE BRASÍLIA
Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade
Departamento de Economia

FERNANDO AMARAL DE AGUIAR

O REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO: uma análise do caso brasileiro

José Carlos de Oliveira

Adriana Moreira Amado

BRASÍLIA – DF, JANEIRO/2015

Agradecimentos

Agradeço primeiramente a Deus, que me acompanhou neste trajeto e me deu forças para transpor as barreiras que se apresentavam.

A minha linda família, Luiz Fernando, Teresinha e Daniel, que sempre me apoiaram e me deram todo o suporte moral e financeiro para que eu pudesse me dedicar exclusivamente aos estudos.

Ao Professor José Carlos de Oliveira, por ter dedicado seu precioso tempo para acompanhar a realização deste trabalho.

Aos colegas da Universidade, que se apoiaram mutuamente para superar os desafios a serem enfrentados.

Aos Professores da Universidade de Brasília, que se dedicaram para nos passar todo o conhecimento necessário.

Por fim, um especial agradecimento aos excepcionais economistas: Dr. Cleomar Gomes, Dr. Fabiano Bastos e Dr. José Luiz Rossi, com os quais tive o enorme privilégio de trabalhar, adquirindo preciosos conhecimentos e valorando cada vez mais a carreira de Economista.

Resumo

Este trabalho tem por objetivo fazer uma análise do funcionamento do Regime de Metas de Inflação no Brasil. Para tanto é apresentado um breve resumo da política monetária e teorias que dão suporte ao Regime. São apresentadas, também, características particulares do RMI em países ao redor do mundo que o adotam como âncora nominal. Este trabalho sugere que deve haver mudanças no formato de gestão da política monetária brasileira, objetivando o cumprimento do Regime em sua plenitude.

Palavras-chave: Regime de Metas de Inflação, política monetária, Autoridade Monetária, credibilidade, transparência.

Sumário

Introdução	6
1. Política monetária	8
1.1 Fundamentações teóricas	8
1.1.1 A curva de Phillips e a regra de Taylor.....	11
1.2 O Regime de Metas de Inflação	14
1.2.1 Operacionalização.....	14
1.2.2 Vantagens e desvantagens do RMI.....	16
2. O Regime de Metas de Inflação pelo mundo	18
2.1 Panorama mundial.....	18
2.1.1 Formatos de Regime adotados	20
2.2 Resultados obtidos	21
2.2.1 Nova Zelândia	22
2.2.2 Chile	23
2.2.3 África do Sul	23
2.2.4 Inglaterra	24
3. O Regime de Metas de Inflação no Brasil.....	26
3.1 Institucional.....	27
3.2 Parâmetros do Sistema Brasileiro	28
3.3 A inflação no Brasil	29
4. Determinantes da inflação no Brasil	30
4.1 A taxa básica de juros (SELIC).....	30
4.2 Política fiscal.....	31
4.3 Transparência e credibilidade do Banco Central	32
4.4 A questão dos preços administrados.....	33
4.5 Cumprimento da meta	34
Conclusão	36
Referências bibliográficas	38

Introdução

Em 1990 a Nova Zelândia foi o país pioneiro em adotar o Regime de Metas de Inflação. Logo em seguida outros países como Suécia e Reino Unido também passaram a adotar o Regime. Esta política, não foi, no entanto, exclusivamente apadrinhada por países desenvolvidos, já que economias emergentes como África do Sul, Turquia e Chile também optaram por guiar sua política monetária estabelecendo metas para a variação da taxa de inflação.

O surgimento do Regime de Metas de Inflação deveu-se à necessidade de se encontrar uma maneira de ancorar a economia. Isso, pois os regimes anteriores, como, por exemplo, aquele que propunha o controle sobre a quantidade de moeda em circulação, ou o Regime de Metas Cambiais, que estabelecia um objetivo para a variação do preço da moeda estrangeira, falharam em seu objetivo final, controlar a inflação.

A política econômica brasileira é baseada, desde 1999, no chamado tripé macroeconômico, que consiste em: câmbio flutuante, obtenção de superávit primário e metas de inflação. A implementação do Regime no Brasil se deu após um período de estabilização da economia brasileira, que teve início com o Plano Real, em 1994, e logrou reduzir drasticamente a inflação no país (BOGDANSKI, et al., 2000), passando de uma taxa de 2400% ao ano, em 1993, para apenas 8,9%, em 1999, ano de adoção do RMI no Brasil.

A principal característica do Regime de Metas de Inflação é o compromisso explícito da Autoridade Monetária do país em manter, em um momento futuro, a variação do nível de preços da economia em um valor específico ou um intervalo em torno deste (BERNANKE e MISHKIN, 1997).

Os principais mecanismos operacionais do Regime de Metas são: a utilização de um índice cheio ou um núcleo de inflação; um ponto ou um intervalo para a meta; e um horizonte temporal para o cumprimento da meta estabelecida;

Dados estes parâmetros, o objetivo final do RMI é o de reduzir incertezas, uma vez que estas são consequências inadiáveis de uma alta inflação. Isso se dá justamente através do ganho de credibilidade da Autoridade Monetária, que advém da transparência com que esta gerencia sua política monetária.

O capítulo 1 deste trabalho tem por objetivo prover um breve resumo sobre a evolução da política monetária. Em seguida, o capítulo 2 apresenta as condições e os resultados do RMI em países que o adotaram como âncora nominal. Logo, o capítulo 3 dispõe sobre a adoção do Regime no Brasil, apresentando suas características. Por fim, o capítulo 4 faz uma análise de características pontuais da política econômica brasileira que interferem direta ou indiretamente na variação do nível de preços país.

1. Política monetária

1.1 Fundamentações teóricas

Para a maioria dos gestores, o principal objetivo da política monetária é a estabilidade do nível de preços. A política monetária é de fundamental importância para o controle do desempenho econômico de uma nação. É por meio desta que se identifica uma quantidade ótima de moeda que deve circular na economia a fim de se atingir um objetivo pré-determinado.

Os Bancos Centrais podem optar pelo estabelecimento de regras fixas ou pela discricionariedade para guiar a política monetária. Neste último caso, a conjuntura da economia e os objetivos da política macroeconômica balizam a utilização dos instrumentos disponíveis aos gestores. No caso de gestão por regras, os instrumentos devem ser utilizados de forma a atingir os objetivos pré-estabelecidos, independente dos ciclos de negócios (FREITAS, 2009).

A gestão da política econômica através de regras está baseada na premissa da neutralidade da moeda, indicando que uma variação na quantidade desta não afetaria de forma permanente variáveis reais, como produto e emprego, além de considerar que o sistema econômico é estável e que, mesmo na existência de choques, este tende ao equilíbrio (FREITAS, 2009).

Um dos pressupostos fundamentais à existência de uma política monetária é a chamada Teoria Quantitativa da Moeda (TQM). A fórmula clássica da TQM é $MV=PT$, onde M é a quantidade de moeda, V é a velocidade de circulação, P é o nível de preços e T é a quantidade de transações físicas. Nesta versão da TQM, os preços variam diretamente com a quantidade de moeda em circulação *ceterisparibus* (CARVALHO et al., 2007). Desta suposição é derivada a característica de neutralidade da moeda. Na versão clássica, uma mudança no estoque de moeda não afeta variáveis reais de modo permanente, apenas os preços de modo proporcional. Ou seja, no longo prazo a moeda é neutra.

A proposta da versão clássica da TQM é que o aumento na quantidade de moeda em circulação deve acompanhar o nível de crescimento real da economia. Caso o aumento de M seja mais elevado que o aumento real da renda, a consequência será um aumento no nível geral de preços.

A TQM foi reelaborada nos anos 1950, de forma a incorporar 'expectativas adaptativas' e novas variáveis, tais como taxas de juros e renda permanente. A reformulação foi realizada pela escola monetarista, a qual teve como um de seus principais expoentes Milton Friedman. Contudo, em essência, as conclusões permanecem as mesmas, isto é, a demanda por moeda depende fundamentalmente da renda e se mantém neutra no longo prazo.

O conhecimento imperfeito do funcionamento do mercado por parte dos agentes baliza o pensamento da escola monetarista. Ou seja, esta corrente admite a não neutralidade da moeda no curto prazo, proveniente da ilusão monetária dos trabalhadores. Neste caso, os trabalhadores, ao não perceberem que o caráter expansionista da política monetária pressiona para baixo o salário real, estão dispostos a trabalhar recebendo um salário nominal mais elevado (FREITAS, 2009). Isto é a chamada 'ilusão monetária'. Porém, estes trabalhadores, assim que percebem que o salário real de fato não aumentou, optam por não mais trabalhar e a economia retorna para o nível de emprego anterior, porém com uma maior inflação.

Ao final dos anos 1970, a emergência da escola novo-clássica - cujos principais expoentes são Robert Lucas e Thomas Sargent - trouxe à tona o conceito de 'expectativas racionais', que, em contraposição às expectativas adaptativas, propostas pelos monetaristas, propõe que os agentes formulam suas expectativas não somente olhando para atrás (*backwardlooking*), mas levam em consideração expectativas futuras (*forwardlooking*). Desta maneira, para os novos-clássicos, os agentes maximizam sua satisfação, otimizando a utilização da informação que recebem. Consequentemente, a moeda passa a ser neutra também no curto prazo, uma vez que os agentes se antecipam aos choques. (Carvalho et al., 2007).

Para os novos-clássicos os agentes da economia são capazes de antecipar o resultado do modelo relevante, que no caso da política monetária é a TQM. Ou seja, se a Autoridade Monetária anuncia previamente que irá realizar ajustes na quantidade de moeda da economia, os agentes se antecipam e elevam os preços e os salários, tornando ineficiente a política monetária expansionista.

A teoria novo-clássica é o sustentáculo teórico do Regime de Metas de Inflação (RMI) e está fundamentada em quatro pressupostos teóricos centrais: neutralidade da moeda, existência de viés inflacionário na política econômica,

equilíbrio contínuo de mercado com salários e preços flexíveis e expectativas racionais. O primeiro destes pontos afirma que qualquer variação na quantidade de moeda não afeta as variáveis reais produção e emprego de maneira permanente, mas resulta em uma elevação do nível de preços. O segundo ponto indica a existência de viés inflacionário na política, uma vez que, objetivando a permanência no poder, o político adota medidas incoerentes com a situação econômica, que resultam em aumento da inflação. O terceiro ponto indica que a economia estará sempre em equilíbrio uma vez que seus agentes otimizam o seu bem estar, e em caso de choques, a economia se auto ajusta. O último ponto trata de um termo inserido na literatura pelos novos-clássicos, as expectativas racionais, segundo as quais os agentes de uma economia atuam como se tivessem conhecimento prévio do funcionamento do mercado, e com isso não cometem erros sistemáticos (FREITAS, 2009).

Ao contrário do agente que possui expectativas adaptativas, da escola monetarista, o agente com expectativas racionais não está sujeito à ilusão monetária. Isto porque, ao conhecer os resultados futuros da política monetária, reage imediatamente, ajustando preços e salários, o que a torna inócua (FREITAS, 2009).

Adicionalmente, dado que os agentes antecipam as decisões tomadas pelos formuladores da política monetária, as regras devem ser claras e preestabelecidas, de maneira a conferir previsibilidade e segurança (OREIRO e NEVES, 2008). Para que uma política seja efetiva, seria necessário surpreender os agentes com uma aplicação inesperada. Porém, ao perceberem as mudanças os agentes ajustariam suas expectativas e a economia retornaria ao equilíbrio com um nível de preços mais elevado.

Diversas ferramentas podem ser utilizadas pelo gestor da política monetária para atingir seus objetivos, contudo, o estabelecimento de uma taxa básica de juros tem sido utilizado como principal instrumento desde os anos 1990 (MONTES e FEIJÓ, 2009). Isto ocorre, pois há uma relação entre taxa de juros e vários indicadores econômicos, entre os quais a taxa de inflação. As autoridades manipulam a taxa de juros nominal, que interfere diretamente na taxa de juros real, e esta, por sua vez afeta a inflação (MORAIS e ANDRADE, 2004).

1.1.1 A curva de Phillips e a regra de Taylor

A curva de Phillips tem como principal fundamento a relação entre desemprego e inflação. Mesmo tendo sido proposta há mais de meio século, e ter sofrido diversas críticas e propostas de alteração, permanece, ainda hoje, como assunto de grande interesse quando se discute macroeconomia (SCHETTINI et al., 2012 pág 7).

Em sua concepção original, de 1958, foi constatada uma relação inversa entre as taxas de variação dos salários nominais e a taxa de desemprego, a partir de um estudo do Reino Unido no período compreendido entre os anos de 1861 e 1957 (OREIRO e NEVES, 2008).

O Regime de Metas de Inflação tem a 'Curva Expectacional de Phillips' como um de seus pilares. Neste caso, o *trade off* de curto prazo entre inflação e desemprego dá-se pela maior pressão exercida por um nível de emprego mais elevado na demanda agregada, e como consequência no nível geral de preços (TERRA, 2012). Como para os novos-clássicos, uma economia tende a se situar em seu nível potencial de produção (situação de pleno emprego), a curva de Phillips para estes teóricos é vertical, ou seja, um aumento na quantidade de moeda afeta apenas o nível de preços, não interferindo nas variáveis reais do modelo.

Para os novos-clássicos a taxa natural de desemprego sempre irá coincidir com a taxa corrente de desemprego na economia. Isso não acontecerá apenas quando a Autoridade Monetária aplicar uma política monetária que surpreenda os agentes.

Pode-se, portanto, determinar a taxa de inflação por meio de uma curva de Phillips, observando a taxa de juros, enquanto instrumento controlador da variação de preços, tal como determinada pela conhecida regra de Taylor. Neste caso, faz-se necessário estabelecer a relação existente entre a curva de Phillips e a curva de oferta agregada de curto prazo da economia, considerando que esta última é determinada, além de outros fatores, pela expectativa de inflação (BIONDI e TONETO, 2005).

A curva de Phillips possui o seguinte formato:

$$\pi = \pi^e - \beta(u - u^n)$$

onde,

π = inflação efetiva

π^e = inflação esperada

β = parâmetro de inclinação da curva

u = taxa de desemprego

u^n = taxa natural de desemprego

Temos, portanto, uma relação entre a inflação efetiva da economia e a esperada pelos agentes, além do desvio entre a taxa de desemprego e a taxa natural de desemprego. Essas relações são as causadoras de inflação no curto prazo (BIONDI e TONETO, 2005).

Levando em conta tais relações e as expectativas racionais, em que os agentes antecipam suas ações dadas as atitudes tomadas pelo gestor da política monetária, os choques causados por medidas monetárias tem apenas efeito no curto prazo, já que no longo prazo os agentes irão ajustar suas expectativas e então a taxa de inflação irá se igualar às expectativas e a taxa de desemprego convergirá à taxa natural (BIONDI e TONETO, 2005).

Caso haja um desvio na taxa de inflação, deslocando esta em relação à uma meta pré-estabelecida, cabe à Autoridade Monetária atuar com a finalidade de fazer convergir essas taxas. Esse ajuste geralmente se dá através de uma variação na taxa de juros nominal, e pode ser enxergada através de uma generalização da regra de Taylor, como proposta por Biondi e Toneto (2005):

$$i = i^* + \alpha (\pi - \pi^*)$$

onde,

i = taxa de juros

i^* = taxa de juros compatível com a taxa de desemprego natural

α = parâmetro que indica o impacto na taxa de juros de variações na inflação em relação à meta

π = inflação efetiva

π^* = meta de inflação

Fica claro através dessa relação que, caso haja um descolamento da inflação efetiva em relação à meta deve haver uma intervenção da Autoridade Monetária para fazer convergir essas taxas. Se a inflação efetiva estiver acima da meta de inflação a Autoridade Monetária deve atuar aumentando a taxa de juros da economia. Por outro lado, caso a inflação efetiva esteja abaixo da meta, deve haver uma redução dos juros nominais.

A forma mais clara de interferência de um aumento na taxa de juros no nível geral de preços é através do investimento. Ao elevar a taxa de juros nominal, aumenta-se também a taxa de juros real, e esta última é um dos principais determinantes do investimento. Ao se elevar a taxa de juros real os investimentos ficam menos atrativos, o que reduz a demanda agregada, reduzindo, por fim, a inflação.

Outro meio de transmissão da política monetária é através da taxa de câmbio. Quando a Autoridade Monetária eleva a taxa de juros da economia, ocorre uma valorização da moeda nacional. Com essa valorização, a produção de bens dentro do país que utiliza insumos importados se torna mais barata, e conseqüentemente o preço final se reduz. Outra forma relacionada à valorização do câmbio é a redução imediata dos preços dos produtos importados, impactando no nível geral de preços. Além disso, há um impacto relativamente rápido nos preços domésticos de produtos comercializados no mercado internacional, como as *commodities* (BRASIL/BCB, 1999, pág 90).

Por último, um canal de transmissão muito importante nos países industrializados é o crédito. Uma redução na taxa de juros e um aumento no nível de reservas da economia permitem que, principalmente as pequenas empresas, que, por exemplo, não podem emitir ações para se financiar, tenham acesso a crédito (BRASIL/BCB, 1999, pág 91).

1.2 O Regime de Metas de Inflação

Inflação é um tema que preocupa a todas as economias, pois corrói o poder de compra da população. Uma elevada inflação é prejudicial, pois influencia negativamente os investimentos, dado que estes se deslocam para locais mais seguros e com inflação controlada.

Como forma de controlá-la, surge, então, o Regime de Metas de Inflação, com proposta distinta em relação aos modelos anteriores, como o de Friedman, que propunha regras para a expansão monetária. Outro fator que colocou em destaque o Regime foi o embasamento teórico relacionado à incapacidade da política monetária em afetar as variáveis reais da economia, como emprego e renda, no longo prazo. O RMI visa primordialmente ao estabelecimento de uma meta específica para a variação do nível de preços da economia.

O RMI é, portanto, uma política econômica cujo principal objetivo é diminuir a variação do nível de preços e mantê-lo em um patamar baixo. Para tanto, é anunciada, previamente, uma meta numérica para a inflação que se deseja atingir nos períodos seguintes. Uma vez estabelecida esta meta, cabe ao gestor da política monetária convergir para este objetivo, dados os instrumentos disponíveis.

Neste regime, cuja ação se baseia, basicamente, no controle de um instrumento - a taxa de juros de curto-prazo - não se pode atribuir à política monetária metas adicionais para o câmbio ou o crescimento econômico. Entretanto, essas e outras variáveis econômicas são levadas em consideração na construção do cenário prospectivo para a inflação.

1.2.1 Operacionalização

Na adoção de um Regime de Metas de Inflação, deve-se especificar o período que será utilizado para verificar o cumprimento da meta. O horizonte de tempo varia no sentido de que quanto maior for o prazo, é possível lidar mais facilmente com os choques econômicos de forma mais branda e suave, preservando a credibilidade do Regime. Já os horizontes mais curtos permitem convergência mais rápida das expectativas, possibilitando neutralizar parte dos efeitos inflacionários decorrentes de expectativas elevadas para a inflação futura.

De acordo com Mishkin (2000), o Regime de Metas para a Inflação caracteriza-se geralmente por cinco elementos básicos: i) conhecimento público de metas numéricas de médio-prazo para a inflação; ii) comprometimento institucional com a estabilidade de preços como objetivo primordial da política monetária; iii) uma estratégia que inclua outras variáveis, e não apenas os agregados monetários ou a taxa de câmbio, na tomada de decisões; iv) estratégia de atuação pautada pela transparência para comunicar claramente ao público sobre os planos, objetivos e razões que justificam as decisões de política monetária; e v) alta responsabilidade das Autoridades Monetárias no cumprimento das metas para a inflação. Portanto, o RMI envolve mais do que o anúncio público de metas numéricas.

Entre as principais características presentes na determinação de um Regime de Metas para a Inflação, temos: i) escolha do índice de inflação: usualmente existem duas alternativas - o índice cheio ou um núcleo de inflação; ii) definição da meta, que pode ser pontual ou um determinado intervalo. No caso do intervalo (banda), ainda existe a alternativa de ter ou não meta central; iii) horizonte da meta: definição do período de referência para avaliar o cumprimento da meta para a inflação; iv) existência de cláusulas de escape: estabelecimento *a priori* de situações que podem justificar o não cumprimento das metas; e v) transparência: formas de comunicação da Autoridade Monetária visando informar a sociedade sobre a condução do Regime de Metas.

O Regime de Metas cumpre um importante papel de controlar incertezas. Uma vez que estas são ocasionadas por uma alta taxa de inflação, principalmente no que diz respeito aos investimentos, o comprometimento de se mantê-la variando em um patamar estável acaba por prover credibilidade ao governo. Isso porque os investidores adquirem uma maior possibilidade de prever uma taxa de juros futura, dado o objetivo estabelecido.

Deve-se, também, garantir a independência do Banco Central na formulação da política monetária, eliminando-se, assim, a possibilidade de viés político (OREIRO e NEVES, 2008). A independência do Banco Central também se faz necessária para evitar incertezas e desconfianças em relação à condução da política monetária, além de aumentar a credibilidade da Autoridade Monetária. Por estes motivos, a escola novo-clássica defende a condução da política monetária não

através de discricionariedade, mas sim através de regras, como citado anteriormente.

1.2.2 Vantagens e desvantagens do RMI

A implementação do Regime de Metas gera muitas vantagens. A primeira delas é que uma política que informa previamente um valor numérico para a inflação é mais transparente, possibilita a realização de um debate público para discutir os rumos da política monetária e deixa claro que o papel do gestor é o de atingir a meta de inflação, facilitando o planejamento do setor privado (BERNANKE e MISHKIN, 1997).

Em relação a outras políticas, o RMI também apresenta vantagens. Uma diferença essencial entre o RMI e uma política monetária de controle cambial, por exemplo, é que aquele permite ao gestor responder com mais eficiência a choques na economia doméstica. Já em contraste a uma política de metas monetárias, o RMI tem a vantagem de o seu funcionamento não depender de uma tênue relação entre a quantidade de moeda e a taxa de inflação, provendo liberdade para, usando todas as informações disponíveis, determinar os melhores instrumentos de gestão da política monetária (MISHKIN, 2000).

Ademais, de acordo com Curado e Oreiro (2005, pág. 23), a adoção do RMI facilita a tomada de decisões, principalmente aquelas de investimento, uma vez que reduz as incertezas na economia. Mas isso ocorre apenas se a meta estabelecida for crível. Ainda de acordo com os autores, a transparência proporcionada pela implementação do Regime permite que o público em geral compreenda mais facilmente as ações do Banco Central, provendo aos agentes um melhor acompanhamento das ações dos gestores da política monetária.

Por outro lado, Canuto (1999) apresenta três principais problemas inerentes ao Regime:

1 – Existe a possibilidade de o gestor da política monetária cometer erros em relação à previsão da inflação, uma vez que a meta deve ser definida *ex-ante*. Isso ocorre pois o ambiente econômico está permeado de incertezas, que podem interferir sistematicamente no nível de preços, ainda mais em uma economia aberta, que está também sujeita aos choques e flutuações externas.

2 – A existência de *gaps* temporais entre as tomadas de decisões em relação à política monetária e seus possíveis impactos na inflação. No entanto, este problema também está presente na aplicação de metas monetárias.

3 – O fato de o gestor da política monetária focar apenas no controle do nível de preços pode causar uma flutuação excessiva no produto da economia.

Dessa forma, fica claro que, como qualquer política, o Regime de Metas de Inflação apresenta vantagens e desvantagens. Por esta razão, cabe aos gestores de cada economia ponderar a pertinência de sua adoção. Para uma compreensão de como se deu a implementação do RMI pelo mundo, o próximo capítulo examinará brevemente alguns casos.

2. O Regime de Metas de Inflação pelo mundo

2.1 Panorama mundial

Variados formatos do Regime de Metas de Inflação foram implantados em diversos países ao redor do mundo nos últimos 24 anos. A Nova Zelândia foi pioneira, passando a estabelecer metas para a variação do nível de preços em sua economia em março de 1990. Além na Nova Zelândia, outros países industrializados, tais como Suécia, Austrália e Reino Unido também adotaram o RMI (BERNANKE e MISHKIN, 1997).

Porém, não foram apenas países industrializados que aderiram ao Regime. Alguns países em desenvolvimento também encontraram no RMI uma possibilidade de gestão da política monetária. Chile (1991) e Israel (1992) foram os primeiros. Em relação ao Chile, é importante ressaltar que, em 1990, antes mesmo da adoção do Regime de Metas, foi concedida independência legal ao Banco Central. Logo depois o Regime também foi adotado em diversos outros países, tais como: África do Sul, Brasil, Colômbia, Coreia, Hungria, Indonésia, México, Peru, Polônia, República Checa, Tailândia e Turquia (FREITAS, 2009).

Os países em desenvolvimento que adotam o RMI tendem a ter maiores dificuldades em relação aos países desenvolvidos. Isso se dá, pois, além da tarefa de prover credibilidade ao sistema e reduzir a variação do nível de preços, os países em desenvolvimento devem também lidar com uma maior vulnerabilidade a choques externos (MINELLA et al., 2003, pág. 4).

De acordo com Hammond(2012), em 2012, 27 países adotavam o RMI. O detalhamento desses países, assim como a meta ou banda de inflação de cada um naquele ano, o tipo de meta e o horizonte temporal estão descritos na tabela 2.1.

Tabela 2.1 Características do RMI nos países que o adotaram

País	Meta em 2012	Tipo de meta	Horizonte de tempo
Armenia	4% ±1.5 pp	P+B	Médioprazo
Austrália	2%–3%	Intervalo	Médioprazo
Brasil	4.5% ±2 pp	P+B	Meta anual
Canadá	2%	P+B	Seis-ototrimestres
Chile	3% ±1 pp	P+B	Emtorno de 2 anos
Colômbia	2%–4%	Intervalo	Médioprazo
República Tcheca	2% ±1 pp	P+B	Médioprazo 12-18 meses
Gana	8.7% ±2 pp	P+B	18-24 meses
Guatemala	4.5% ±1 pp	P+B	Fim do ano
Hungria	3%	Ponto	Médioprazo
Islândia	2.50%	Ponto	Na média
Indonésia	4.5% ±1 pp	P+B	Médioprazo
Israel	1%–3%	Intervalo	Dentro de 2 anos
México	3% ±1 pp	P+B	Médioprazo
Nova Zelândia	1%–3%	Intervalo	Médioprazo
Nuruega	2.50%	Ponto	Médioprazo
Peru	2% ±1 pp	P+B	Sempre
Filipinas	4.0% ±1 pp	P+B	Sempre
Polônia	2.5% ±1 pp	P+B	Médioprazo
Romênia	3% ±1 pp	P+B	Médioprazo
Sérvia	4.0% ±1.5 pp	P+B	Médioprazo
África do Sul	3%–6%	Intervalo	Embasacontínua
Coreia do Sul	3% ±1 pp	P+B	3 anos
Suécia	2%	Ponto	Normalmente 2 anos
Tailândia	3.0% ±1.5 pp	P+B	8 trimestres
Turquia	5.0% ±2 pp	P+B	Anosmúltiplos (3 anos)
Reino Unido	2%	Ponto	Sempre

Nota:

P+B = Ponto com banda de variação

pp = pontos percentuais

Fonte: Hammond (2012)

Ainda de acordo com Hammond (2012), os Bancos Centrais da maioria dos países que adotam o Regime de Metas possuem independência legal. O Banco Central do Brasil é a única exceção.

De Deos e Andrade (2009) afirmaram que os Estados Unidos não adotaram um sistema de metas de inflação para ter mais flexibilidade para lidar com eventuais choques. Além disso, o objetivo dos EUA é buscar, além de um baixo nível de inflação, um nível máximo de emprego sustentável, o que é chamado de 'objetivo duplo'. Importante também citar o caso do Banco Central Europeu, que, apesar de

possuir independência legal para gerenciar a política monetária, não adota o Regime de Metas (FREITAS, 2009).

2.1.1 Formatos de Regime adotados

Entre os países que adotam o RMI existem diversas diferenças de formatação do sistema, tais como: qual o órgão responsável por determinar a meta, o horizonte de tempo determinado para se atingir a meta estabelecida, qual será o índice de preços de referência, se será levado em consideração o índice cheio ou algum tipo de núcleo, se a meta será pontual, intervalar ou com bandas de variação, entre outras diferenças.

Na Turquia e no Reino Unido a meta de inflação é determinada pelo governo. Existem casos também em que a escolha é feita conjuntamente entre o governo e o Banco Central (Austrália, Canadá, Nova Zelândia e Colômbia). Já em países como Hungria, Polônia, República Checa, Suécia e Suíça, a determinação da meta cabe exclusivamente ao Banco Central (FREITAS, 2009).

Com relação ao índice de preços, todos os 27 países listados na tabela 2.1 adotam o Índice de Preços ao Consumidor (IPC), e optam por considerar o índice cheio ao invés de um núcleo. Essa escolha se deve a alguns fatores. O primeiro está relacionado ao fato de que o núcleo de um índice de preços é menos volátil e possivelmente responde de forma mais rápida a uma atuação política; já o índice cheio tem a vantagem de ser mais amigável ao público em geral. Outro ponto que influencia na escolha do índice é que os núcleos de inflação normalmente excluem os itens mais voláteis, por exemplo, comida. Porém, em alguns países (principalmente aqueles em desenvolvimento), o item comida pode chegar a representar até 40% da cesta de produtos que compõem o índice de preços, e excluí-lo poderia culminar em perda de credibilidade (HAMMOND, 2012).

No que tange à eleição de um único ponto ou uma banda de variação para a inflação, a escolha dos países, comumente, tende para a eleição de uma banda. Essa escolha tem por intenção prover flexibilidade de curto prazo ao gestor da política monetária além de refletir as incertezas existentes em relação a real interferência das políticas no nível de preços (BERNANKE e MISHKIN, 1997).

Outro ponto apontado também por Bernanke e Mishkin (1997) para a preferência por um intervalo é que, objetivando acomodar choques exógenos que estejam fora do alcance da Autoridade Monetária, a meta de inflação de curto prazo pode ser ajustada, proporcionando também flexibilidade aos gestores.

2.2 Resultados obtidos

O objetivo principal de um país quando adota o Regime de Metas de Inflação é reduzir a variação do nível de preços ou mantê-lo em um baixo patamar.

Inserindo a discussão sobre a relação da adoção de um sistema de metas inflacionárias e o crescimento econômico dos países, Rocha e Oreiro (2008) concluíram que o sistema de metas não interfere no crescimento da economia. De acordo com os autores, este resultado se deve, possivelmente, ao tamanho reduzido da amostra analisada.

Biondi e Toneto (2008) também estudaram a relação entre a adoção do sistema de metas de inflação e o desempenho econômico dos países. Para tal, foram estudados países divididos em dois grupos específicos, países desenvolvidos e países em desenvolvimento. Os autores obtiveram como resultado que a adoção do sistema de metas de inflação efetivamente controlava a variação no nível de preços em países em desenvolvimento, mas gerava um efeito negativo sobre o crescimento econômico. Já no grupo de países desenvolvidos, a inflação e a taxa de crescimento se mostraram um pouco superiores àquelas dos países do mesmo grupo que não adotavam o Regime.

Fraga et al. (2003) observaram que tanto nos países desenvolvidos como naqueles em desenvolvimento, a taxa de inflação após a adoção do Regime de Metas foi reduzida substancialmente em relação ao momento anterior ao da implementação do Regime. Porém, a situação para as economias emergentes se mostrou mais complicada devido à volatilidade apresentada pelo produto, taxas de juros e inflação, que foi maior nesses países do que naqueles desenvolvidos.

Neste capítulo serão apresentadas considerações referentes aos fundamentos do RMI adotado em quatro países: a Nova Zelândia - por ter sido a nação pioneira em implementar tal Regime, o Chile – por ser o país sul-americano

mais desenvolvido economicamente, a África do Sul, por ser o único país dos BRICS, além do Brasil, a adotar o sistema de metas e por fim a Inglaterra.

2.2.1 Nova Zelândia

A Nova Zelândia, como já foi citado, foi o primeiro país a adotar o RMI como âncora para a política monetária. Porém, é importante ressaltar que antes da adoção do Regime, o país passou por uma ampla reforma econômica, que diminuiu as regulações e abriu a economia para o mercado externo e adotou o Regime de câmbio flutuante (GIAMBIAGI et al., 2006).

A inflação neste país, no início dos anos 1980 permanecia em um patamar elevado (acima dos 15% ao ano). A implementação do RMI só ocorreu, porém, após um período de ajustes que trouxe a inflação de 16%, em 1985, para 7%, em 1989 (GIAMBIAGI et al., 2006).

Neste país, vigora um compromisso renovável entre o poder Executivo e o Banco Central, fazendo com que seja possível remodelar o sistema a fim de ajustá-lo frente a eventuais adversidades (FREITAS, 2009). Este compromisso é firmado por meio da PTA (sigla em inglês para o Acordo para a Política de Metas). Este documento tem por finalidade emoldurar o Sistema, estabelecendo as metas, os horizontes temporais e também as cláusulas de escape (GIAMBIAGI et al., 2006).

Uma vez que o PTA é assinado, o gestor da política monetária possui a liberdade para aplicar os instrumentos disponíveis sem mais interferências do poder Executivo. O gestor da política monetária fica, portanto, responsável pelos resultados obtidos, podendo inclusive ser demitido caso não logre atingir a meta previamente estabelecida no PTA (ARCHER, 2000).

A Nova Zelândia adota um intervalo de variação para a inflação, atualmente de 1% a 3% anual. De acordo com o relatório *World Economic Outlook* do FMI de outubro de 2014, a inflação média anual deste país, no período compreendido entre 2010 e 2013, foi de 2,1%, com o PIB crescendo em média 2,32% ao ano nesse mesmo período.

2.2.2 Chile

A condução da política monetária no Chile se dá através de um sistema de metas de inflação e também de câmbio flutuante. O RMI neste país é utilizado de forma parcial desde 1990 e passou a ser plenamente implementado em setembro de 1999. O Banco Central do Chile possuiu um compromisso explícito de manter a inflação em 3% ao ano, com a possibilidade de se variar 1 ponto percentual para mais ou para menos, utilizando para tanto os instrumentos que lhe são disponibilizados por lei (BANCO CENTRAL DO CHILE, 2007, pág. 15).

A primeira meta estabelecida pelo Chile, em 1991, consistia em um intervalo de 15% a 20%, o que era consistente com a elevada inflação que apresentava o país naquele período. Após esse período, a meta foi sistematicamente reduzida e o intervalo de aceitação da inflação se estreitou (GIAMBIAGI et al., 2006).

Desde 1990, ano em que o Chile adotou o RMI como âncora nominal, até 2013, este país logrou reduzir sua inflação em mais de 24 pontos percentuais, passando de 27,2% ao ano, em 1990, para 3%, em 2013 (FMI, 2014).

A inflação média no Chile entre os anos 2010 e 2013 foi de 2,98% ao ano, com um crescimento real médio do produto de 5,28% neste mesmo período.

2.2.3 África do Sul

Além do Brasil, a África do Sul é o único país do bloco dos BRICS (Brasil, Rússia, Índia, China e África do Sul) que adota o Regime de Metas de Inflação como política monetária. O país passou a adotá-lo formalmente em fevereiro de 2000.

Desde o início da operação do sistema nesse país, o Banco Central deixou claro que não necessariamente seguiria regras rigorosas com o único objetivo de controlar a inflação. Com isso, foram criadas cláusulas que permitem ao Banco Central acomodar possíveis choques de oferta sem que estes afetem de forma direta o lado real da economia. Portanto, na ocorrência de eventos extraordinários, o banco Central da África do Sul tem a possibilidade de não se ater exclusivamente à

meta de inflação previamente estabelecida para não afetar o crescimento e o emprego da economia (GIAMBIAGI et al., 2006).

A África do Sul opera o Regime de Metas de Inflação levando em consideração o índice de preços ao consumidor acumulado em doze meses. O país optou por considerar um intervalo aceitável para a variação do nível de preços, intervalo este que atualmente é de 3% a 6%. A inflação média dos últimos quatro anos neste país foi de 5,16%, com um crescimento médio anual de 2,77% neste mesmo período (FMI, 2014).

No momento da adoção do RMI, em 2000, o país contava com uma inflação de 6,95% ao ano. No ano de 2013 a variação do nível de preços dessa economia foi de 5,4% (FMI, 2014).

2.2.4 Inglaterra

A Inglaterra passou a adotar o RMI em 1992, após um ataque especulativo que culminou em uma forte desvalorização da Libra Esterlina e em uma disparada nas expectativas de inflação. O estabelecimento de metas para a inflação teve, portanto, o papel fundamental de prover credibilidade à economia deste país, através da convergência da variação do nível geral de preços para um baixo patamar (GIAMBIAGI et al., 2006).

A Autoridade Monetária neste país é o Banco da Inglaterra, que possui independência operacional para fazer com que a inflação convirja para a meta previamente estabelecida. Além da manutenção de um baixo nível de inflação, a política monetária na Inglaterra possui também os objetivos secundários da manutenção do crescimento e do emprego.

O governo é o responsável por estabelecer a meta de inflação na Inglaterra. Porém, cabe ao Comitê de Política Monetária do Banco da Inglaterra atingir a meta. Este Comitê é formado por nove membros, sendo, cinco destes, executivos do Banco e, os outros quatro, membros externos ao Banco (GIAMBIAGI et al., 2006).

Atualmente a Inglaterra adota um único ponto para a meta, que é de 2% ao ano sem um horizonte de tempo definido. Caso a meta desvie mais de um ponto percentual para mais ou para menos, o gestor da política monetária deve enviar uma carta aberta ao governo explicando os motivos da discrepância e quais

medidas o Banco Central está tomando para fazer com que a inflação volte a convergir para a meta (HAMMOND, 2012).

Desde a adoção do RMI como âncora nominal, em nenhum ano a inflação deste país excedeu 5% anuais. A inflação na Inglaterra em 2013 foi de 2,1%.

3. O Regime de Metas de Inflação no Brasil

Teve início em 1994, com a implementação do Plano Real, um processo de estabilização da economia brasileira. Este processo logrou seu objetivo primário e reduziu a inflação para apenas um dígito em apenas três anos. Para tanto foram adotadas estratégias importantes como a substancial redução do setor privado brasileiro através da privatização de empresas que eram controladas pelo governo, além de uma grande reformulação do sistema financeiro e uma ampliação da liberalização comercial através da redução de tarifas de importação. Além disso, uma ação muito importante para o controle inflacionário foi a desindexação da economia, minimizando o caráter inercial que era gerado pelo atrelamento de preços e salários à variação do nível de preços (BOGDANSKI, et al., 2000).

Ainda de acordo com Bogdanskiet al. (2000), era necessário também uma grande reforma fiscal, porém essa não ocorreu. Isso fez com que o país continuasse sujeito a choques de credibilidade. Essa exposição se tornou latente com a moratória Russa em 1998, que espalhou uma onda de desconfiança em relação aos países emergentes e a consequente fuga de capital destes países. Com a iminente crise beirando as fronteiras do Brasil, o governo decidiu atuar por duas frentes: a primeira delas seria o aumento da taxa de juros básica da economia, e a segunda consistia em basear a política monetária através do Regime de Metas de Inflação.

Foi a partir da edição do Decreto nº 3.088 pelo Presidente da República, em 21 de junho de 1999 que o Brasil passou a adotar formalmente o Regime de Metas de Inflação como balizador da política monetária.

O RMI compõe o conhecido tripé macroeconômico, que passou a ser considerado no Brasil também em 1999. Este tripé consiste em: câmbio flutuante, equilíbrio fiscal e metas de inflação. O câmbio flutuante é necessário para garantir equilíbrio no balanço de pagamentos; o equilíbrio fiscal tem por objetivo controlar a demanda agregada e evitar grandes flutuações cambiais; e por fim, as metas de inflação atuam como âncora nominal da economia (BIONDI e TONETO, 2005).

3.1 Institucional

De acordo com o Banco Central do Brasil, o Comitê de Política Monetária (Copom) tem como principal objetivo estabelecer as diretrizes da política monetária e definir a meta para a taxa básica de juros no Brasil (Selic). A partir dessa definição, cabe ao BCB, por meio de operações de mercado aberto, buscar manter a Taxa Selic diária próxima a essa meta. O Conselho Monetário Nacional (CMN) é o responsável pelo estabelecimento das metas para a inflação. As metas são estabelecidas com dois anos de antecedência, sempre no mês de junho, de acordo com o § 2º, Art. 1º do Decreto 3.088 de 1999.

O Copom é composto pelos membros da Diretoria Colegiada do BCB: o Presidente e os Diretores de Política Monetária, Política Econômica, Assuntos Internacionais e Gestão de Riscos Corporativos, Organização do Sistema Financeiro e Controle de Operações de Crédito Rural, Fiscalização, Regulação do Sistema Financeiro, e Administração.

O CMN tem como presidente o Ministro da Fazenda. Além deste, também compõem o Comitê o ministro do Planejamento, Orçamento e Gestão e o presidente do Banco Central do Brasil.

Em 2006, as reuniões do Copom, que eram mensais, passaram a ocorrer aproximadamente a cada seis semanas, e são realizadas em dois dias. A primeira sessão se dá com a demonstração da atual conjuntura econômica do país, e a segunda com a decisão de mudança ou não da taxa Selic. Se houver mudança, esta é divulgada na página do Banco Central na internet e comunicada à imprensa para que o público geral tome conhecimento. As atas em português das reuniões do Copom são divulgadas na quinta-feira da semana posterior a cada reunião, publicadas na página do BCB na internet.

Em conformidade com o caput do § 5º do Decreto já citado, ao final de cada trimestre (março, junho, setembro e dezembro), é publicado o Relatório de Inflação, o qual tem por objetivo prover informações conjunturais sobre a economia do país. O relatório de inflação também inclui as projeções do Banco Central para a taxa de inflação. Tais projeções levam em consideração as incertezas existentes no momento das tomadas de decisão de política monetária.

É crucial que exista a máxima transparência por parte dos órgãos que decidirão o rumo da política econômica brasileira (no caso o COPOM) assim ocorrerá uma convergência de expectativas, que é essencial para o bom funcionamento do RMI. A divulgação da ata das reuniões e do relatório de inflação reafirma o compromisso do COPOM com a transparência.

3.2 Parâmetros do Sistema Brasileiro

No Brasil o índice de preços considerado é o Índice de Preços ao Consumidor Amplo – IPCA cheio. O IPCA é medido pelo IBGE e abrange domicílios com renda que vão de um a quarenta salários mínimos. De acordo com o Banco Central do Brasil, a escolha por considerar o índice cheio e não um núcleo deste se deve principalmente a uma questão de transparência e credibilidade. A utilização de um índice que não reflete exatamente a variação dos preços na economia poderia gerar desconfiança no público. Além disso, o índice cheio representa da melhor maneira o poder de compra do consumidor.

De acordo com o Banco Central do Brasil, o Regime brasileiro considera um índice cheio, em consonância com a grande maioria dos países que adotam o Regime de Metas. O índice cheio do IPCA leva engloba toda a cesta de itens analisada no levantamento de preços. Um problema decorrente da adoção de tal índice no Brasil é a inclusão de preços administrados, abrindo espaço para que a inflação possa ser arbitrariamente represada.

O RMI no Brasil leva em consideração um ponto central para a variação do índice de preços com uma banda de variação. A escolha pela banda, de acordo com o BCB, teve por intenção não tornar a política monetária muito restritiva, permitindo à Autoridade Monetária adaptar-se a possíveis choques. A banda desde o início da operação do sistema é de dois pontos percentuais para mais ou para menos. Apenas nos anos 2003, 2004 e 2005 a banda de variação foi alterada para 2,5 pontos percentuais.

O horizonte de tempo para o cumprimento da meta é outra característica importante a ser determinada. No Brasil são considerados os meses de janeiro a dezembro de cada ano. O estabelecimento de horizontes temporais mais longos permite à Autoridade Monetária aplicar políticas mais brandas para combater

eventuais choques. Contrariamente, um horizonte de tempo mais curto permite uma convergência mais rápida ao objetivo estabelecido.

3.3 A inflação no Brasil

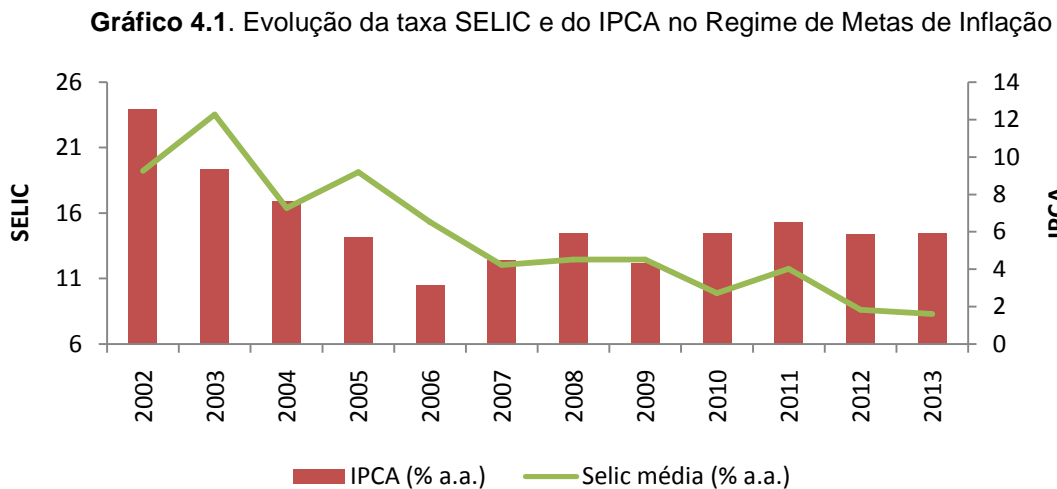
Podemos considerar que, de acordo com o critério colocado no *caput* do Art. 4º do decreto que institui o RMI: “Considera-se que a meta foi cumprida quando a variação acumulada da inflação - medida pelo índice de preços referido no artigo anterior, relativa ao período de janeiro a dezembro de cada ano calendário - situar-se na faixa do seu respectivo intervalo de tolerância”, a grande maioria dos anos em que o RMI esteve em vigor a meta de inflação foi cumprida. Desde a adoção do Regime, a inflação efetiva ultrapassou o teto da meta em 2001, 2002 e 2003. Em 2004, 2005, 2008, 2010, 2011, 2012 e 2013, o IPCA ficou acima do centro da meta, mas dentro do limite superior do intervalo de tolerância, tendo ficado abaixo do centro da meta em 2006, 2007 e 2009.

Quando a meta para a inflação fixada pelo CMN não é atingida, as razões para tanto devem ser explicitadas pelo Presidente do Banco Central do Brasil em Carta Aberta ao Ministro da Fazenda, de acordo com o parágrafo único do Art. 4º do Decreto Nº 3.088 de 1999. Tal carta deve conter a descrição detalhada das causas que levaram ao não cumprimento da meta, as providências para assegurar o retorno da inflação aos limites estabelecidos e o prazo no qual se espera que tais providências produzam efeito. O procedimento confere maior transparência e credibilidade ao processo de convergência às metas inflacionárias. Foram enviadas Cartas Abertas referentes às inflações de 2001, 2002 e 2003.

4. Determinantes da inflação no Brasil

4.1 A taxa básica de juros (SELIC)

A SELIC é o principal instrumento de política monetária utilizado pelo Banco Central com a finalidade de controlar o nível de preços. Isso se deve à tradicional visão de que uma alteração na taxa de juros de curto prazo altera o custo de capital, o que por sua vez afeta o investimento na produção de bens duráveis, que por fim afeta a demanda agregada e conseqüentemente a produção (ALMEIDA E MATTOS, 2013, pág. 58). Dessa forma, espera-se que, na presença de inflação, seja realizado um aumento concomitante da taxa SELIC, como uma tentativa de se conter o avanço dos preços. O gráfico 4.1 apresenta a evolução dessas duas séries.



Fonte: Elaboração própria com base em dados do Banco Central do Brasil

Observa-se que até o ano 2009 (governos FHC e Lula) houve uma congruência positiva entre a taxa básica de juros e a variação do nível de preços da economia. Contudo, nos últimos anos (notadamente, no final do segundo governo Lula e governo Dilma), o aumento da inflação foi acompanhado por cortes na SELIC, o que contradiz as recomendações da teoria econômica. Tal fato é preocupante na medida em que afeta a credibilidade do gestor da política monetária

e levanta um questionamento relativo à independência de sua atuação em relação a questões políticas.

4.2 Política fiscal

A implementação do Regime de Metas de Inflação demanda a inexistência de um Regime Fiscal dominante. O receio por parte dos agentes privados em relação à política fiscal afeta as expectativas de inflação, o que culmina na necessidade de ajustamentos na política monetária, que por sua vez afeta negativamente a parte fiscal. Existe, portanto, a exigência de se gerenciar as políticas fiscal e monetária de forma que estas se complementem (FRAGA et al., 2003).

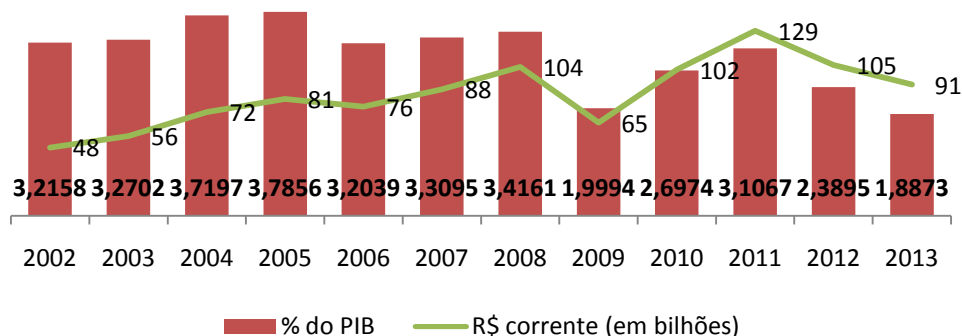
Sargent e Wallace (1981, pág. 2) afirmam que caso a política fiscal sobreponha-se à política monetária e aquela gere déficits sistemáticos, a Autoridade Monetária se vê obrigada a imprimir dinheiro e lidar com uma inflação crescente.

O equilíbrio fiscal é um dos pressupostos teóricos do RMI, uma vez que de nada adianta controlar a taxa de juros via política monetária se a política fiscal é uma fonte de pressões inflacionárias. A análise da política fiscal é comumente realizada pela observância do superávit primário. Nota-se, no gráfico 4.2, uma tendência de aumento em valores nominais do resultado primário ao longo dos anos, acompanhada de uma redução em seu valor como porcentagem do PIB. O ano de 2009 representa um ponto de inflexão, devido ao aumento dos gastos, justificado como política anticíclica de resposta à crise.¹ A recente expansão de gastos é incompatível com a meta de inflação estabelecida e, conseqüentemente, com a política monetária de estabilização.

Ademais, a adoção recente da chamada 'contabilidade criativa' tem levantado dúvidas acerca da confiabilidade do indicador superávit primário. Barros e Afonso (2013) realizam uma discussão detalhada acerca das transações atípicas realizadas em 2012 para 'fazer o cumprimento da meta de superávit'. Outros autores apontam o uso desse instrumento como forma de mascarar o aumento do endividamento do governo federal (BARROS e AFONSO, 2013; WERNECK, 2011).

¹Note-se que, segundo Werneck (2011), a expansão do gasto público já vinha sendo defendida pelo governo mesmo antes da crise, de forma que se pode questionar a justificativa anticíclica para o aumento dos gastos, verificada desde 2009.

Gráfico 4.2. Superávit primário brasileiro em valores nominais e como porcentagem do PIB



Fonte: Elaboração própria com base em dados do Banco Central do Brasil

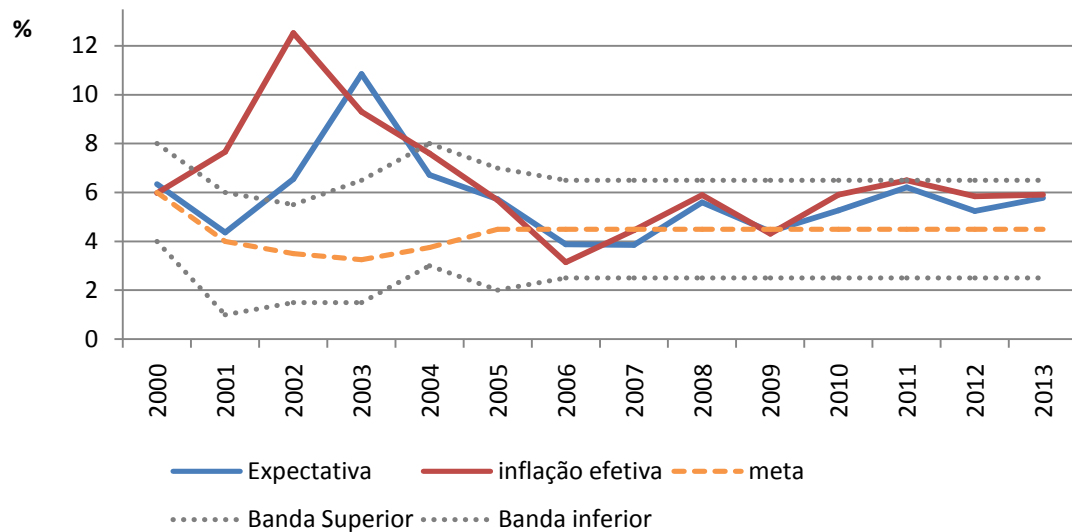
4.3 Transparência e credibilidade do Banco Central

Conforme ressaltado nas seções anteriores, transparência e credibilidade da Autoridade Monetária são requisitos fundamentais ao Regime de Metas de Inflação. Isso decorre do fato de que o RMI busca coordenar e fazer convergir expectativas para a meta estabelecida, provendo transparência à condução da política monetária e buscando ganhar credibilidade (MENDONÇA, 2004).

Esse ganho de credibilidade depende da percepção do público a respeito da eficiência da Autoridade Monetária em fazer a inflação efetiva e as expectativas de inflação convergirem para o centro da meta. À medida que ocorra essa convergência, o Regime de Metas cumpre o seu papel de funcionar como uma âncora nominal (MONTES e BASTOS, 2011).

O BCB busca prover transparência às suas ações através da divulgação das expectativas dos agentes, atas do Copom e outras estatísticas. A questão da credibilidade será analisada a partir da convergência entre expectativas dos agentes e metas de inflação, apresentadas no gráfico 3.3.

Gráfico 4.3. Inflação efetiva e expectativas de inflação



Fonte: Elaboração própria com base em dados do Banco Central do Brasil²

O Plano Real obteve grande sucesso em reduzir o nível da inflação no país e, conseqüentemente, controlou também as expectativas. Em 2002, houve um descolamento temporário entre expectativas e inflação, o que se pode creditar, em parte, ao chamado 'efeito Lula' (WERNECK, 2011). Nos anos seguintes, houve nova convergência. A partir de 2010, tanto as expectativas dos agentes quanto a inflação efetiva passaram a convergir ao teto da banda, o que afeta a credibilidade do BCB, dada a descrença dos agentes econômicos em relação ao cumprimento da meta, o que deve ser visto como um sinal de alerta.

De acordo com Montes (2008, pág. 19), no momento em que a Autoridade Monetária logra estabilizar tanto a inflação como as expectativas, ganha espaço de manobra para realizar ações de estímulo à economia real. Portanto, o crescimento do produto da economia é estimulado com o compromisso de transparência da Autoridade Monetária em manter a inflação baixa.

4.4 A questão dos preços administrados

No Brasil, o índice de referência escolhido para mensurar a variação da inflação no RMI é o IPCAcheio. A esse respeito, recentemente têm-se questionado

²As expectativas foram retiradas da série de expectativas do IPCA e calculadas, a cada ano, como médias das expectativas diárias desse mesmo ano.

se o índice é realmente uma boa medida. O questionamento decorre do fato de a cesta de referência do IPCA cheio considerar tanto preços livres quanto preços administrados. Segundo Carrara e Correa (2012, p. 8), preços livres são aqueles “determinados pelas forças de oferta e demanda existentes na economia” e preços administrados são “aqueles que são muito pouco ou nada influenciados pelas forças de oferta e demanda”, como é o caso, por exemplo, dos derivados de petróleo no Brasil.

Aumentos nos preços administrados são geralmente contidos pelo governo federal, o que gera represamento da inflação. Conforme Carrara e Correa (2012), em 2010, 25% do IPCA cheio foram compostos por seis³ categorias de preços administrados, demonstrando o grau de importância desses no índice.

Como citado anteriormente, a taxa básica de juros (Selic) é o instrumento principal utilizado pelo Banco Central do Brasil para controlar a variação do nível de preços da economia. Porém, os preços administrados – que como visto possuem grande peso na composição do índice cheio do IPCA – são geralmente ajustados por contratos que levam em consideração a inflação passada. Isso nos permite concluir que essa parte da inflação não responde diretamente a uma variação na taxa Selic (MENDONÇA, 2007).

4.5 Cumprimento da meta

Conforme apresentado anteriormente, em se considerando as bandas, pode-se dizer que o RMI esteve dentro dos limites aceitáveis de variação na maioria dos anos. Contudo, apenas nos anos 2007 e 2009 a inflação realmente se aproximou do centro da meta (4,5%). Por sua vez, nos anos em que o limite foi ultrapassado (2001, 2002 e 2003), as razões para tal foram explicitadas pelo presidente do BCB ao ministro da fazenda em carta aberta, o que é avaliado como um fator positivo do funcionamento do Regime.

Resumidamente os motivos apresentados pela Carta foram: para o ano 2001, choques externos (ataques terroristas aos EUA e crise da Argentina, por exemplo) e internos (crescimento acentuado dos preços administrados, principalmente energia

³As seis categorias são produtos derivados de petróleo (5,51%), transporte (5,22%), serviços telefônicos (4,86%), planos de saúde (3,43%), energia elétrica residencial (3,23%), e produtos farmacêuticos (2,81%).

elétrica). Em 2002, destaca-se uma severa crise de confiança na evolução da economia brasileira e uma maior aversão ao risco no mercado internacional. Já em 2003, identifica-se certa persistência inflacionaria, especialmente nos primeiros meses, e uma contínua deterioração das expectativas. (BCB 2002, 2003 e 2004). Atribui-se a deterioração das expectativas nos anos 2002 e 2003 ao 'efeito Lula', que se dissipou gradativamente ao longo dos primeiros anos do governo Lula. (BRASIL/BCB, 2002, 2003 e 2004)

Nos últimos anos, no entanto, a inflação tem estado persistentemente próxima ao limite superior, o que levanta questionamentos acerca da efetividade do RMI em cumprir seu principal objetivo – manter a inflação em um patamar baixo. Portanto, apesar de a taxa de inflação no Brasil estar controlada, existe certa resistência à sua redução.

Embora o BCB não esteja discutindo amplamente as razões para tanto, é possível encontrar elementos suficientes para caracterizar um viés político em sua atuação, isto é, uma aceitação implícita da inflação em um patamar mais elevado. Isto poderia se justificar pela busca por um maior nível de emprego/crescimento, mas contrariaria um dos pressupostos básicos do sistema: ausência de viés político.

Conclusão

A Autoridade Monetária no Brasil tem se mostrado comprometida com alguns pontos que são fundamentais ao bom funcionamento do Regime de Metas de Inflação. Dentre eles está a transparência na gestão da política monetária, que é essencial para gerar credibilidade e ganhar a confiança dos agentes econômicos. Através das atas das reuniões do COPOM e da divulgação das expectativas do mercado em relação à inflação, o Banco Central do Brasil tem cumprido de maneira satisfatória o papel da transparência.

Além da transparência, outra característica crucial do RMI é a divulgação prévia dos objetivos para a inflação. Este outro ponto também tem sido rigorosamente seguido pelo Conselho Monetário Nacional com a divulgação, a cada mês de junho, da meta de inflação a ser perseguida nos dois anos subsequentes.

Porém, apesar de a inflação no Brasil estar relativamente controlada (muito distante de uma hiperinflação), esta tem permanecido constantemente perto do limite superior estabelecido. Isso demonstra uma possível interferência do Governo na gestão da política monetária. Tal interferência torna-se aparente, por exemplo, na atuação do Banco Central na alteração da taxa básica de juros da economia, a qual foi reduzida em momentos em que a inflação não demonstrava sinais de que queda, contrariando o que prescreve a teoria econômica.

Outro ponto passível de críticas é a gestão da política fiscal no Brasil. Com um discurso de manutenção da renda real e do emprego no país, o governo, nos últimos anos, tem atuado com uma política fiscal que culmina em pressões altistas na inflação. Nota-se, com isso, uma inconsistência entre as políticas fiscal e monetária, gerada pelo aumento dos gastos públicos, o que dificulta a consecução do objetivo de trazer a inflação para o centro da meta estabelecida.

O Regime de Metas de Inflação tem se mostrado efetivo no país, porém, o objetivo de se atingir o centro da meta estabelecida parece ter sido abandonado, estando a Autoridade Monetária e o Governo satisfeitos com a inflação próxima ao teto da meta.

É necessário rever a gestão da política monetária para que esta esteja livre de interferências políticas externas. A independência do Banco Central é fundamental para o bom funcionamento do Regime de Metas. Independência esta,

que é legalmente dada a todos os países que adotam o RMI como âncora nominal, exceto o Brasil (HAMMOND, 2012).

Referências bibliográficas

ALMEIDA, R. P.; MATTOS, L. B. Política monetária via controle de crédito: uma análise para o período pós-metas. **Perspectiva Econômica**, 9(1):57-68, janeiro-junho 2013.

ARCHER, D, J. Inflation Targeting in New Zealand. **Seminário sobre Metas de Inflação**. Fundo Monetário Internacional, Washington, março de 2000.

BARROS, G. L. B; AFONSO, J. R. Sobre “Fazer o Cumprimento” da Meta de Superávit Primário de 2012. **Ensaio Técnico**. FGV-IBRE. Jun. 2013.

BERNANKE, B, S.; MISHKIN, F, S. Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy? **Journal of Economic Perspectives**. Volume 11, No 2, 1997.

BIONDI, R, L.; TONETO JR, R. O Desempenho dos Países que Adotaram o Regime de Metas Inflacionárias: uma Análise Comparativa. **Cadernos PROLAM/USP**. Ano 4 - vol. 2 – 2005.

BIONDI, R, L.; TONETO JR, R. Regime de Metas Inflacionárias: os Impactos sobre o Desempenho Econômico dos Países. **Estudos Econômicos**. Vol. 38, n. 4, p. 873-903, OUTUBRO-DEZEMBRO 2008.

BOGDANSKI, J.; TOMBINI, A, A.; WERLANG, S, R, C. Implementing Inflation Targeting in Brazil. **BCB, Working Paper Series**, No 1. Julho de 2000.

CANUTO, O. Regimes de política monetária em economias abertas. **Texto para Discussão**. 92. IE/UNICAMP, dez. 1999.

CARRARA, A. F.; CORREA, A. L. O Regime de Metas de Inflação no Brasil: uma análise empírica do IPCA. **Rev. Econ. Contemp.** v. 16, n. 3, p. 441-462. Rio de Janeiro. Set-dez 2012

CARVALHO, F, J, C; SOUZA, F, E, P; SICSÚ, J; PAULA, L, F, R; STUDART, R. **Economia Monetária e Financeira**. Elsevier. 2007. Rio de Janeiro. 9ª reimpressão

CURADO, M.; OREIRO, J, L. Metas de inflação: uma avaliação do caso brasileiro. **Indic. Econ. FEE**, v. 33, n. 2, p. 127-146, Porto Alegre, set. 2005.

DE DEOS, S, S.; ANDRADE, R, P. Metas de inflação: lições da era Greenspan. **Revista de Economia Política**, vol. 29, nº 3 (115), pp. 94-113, julho-setembro/2009.

FMI, FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL. World Economic Outlook Database, outubro de 2014.

FRAGA, A.; GOLDFAJN, I.; MINELLA, A. Inflation Targeting in Emerging Markets Economies. **NBER WorkingPaper** No. 10019. Outubro 2003.

FREITAS, M, C, P. Regime de metas de inflação em perspectiva comparada. **Panorama das Economias Internacional e Brasileira: dinâmica e impactos da crise global**. Págs. 98-112. 1a. edição, São Paulo, Edições Fundap, 2009

GIAMBIAGI, F.; MATHIAS, A.; VELHO, E. O aperfeiçoamento do regime de metas de inflação no Brasil. **Economia Aplicada**. Vol. 10, n. 3, p. 443-475. Jul-Set 2006.

HAMMOND, G. State of the art of inflation targeting. **CCBS Handbook** No. 29, fevereiro de 2012.

MENDONÇA, H, F. Mensurando a Credibilidade do Regime de Metas Inflacionárias no Brasil. **Revista de Economia Política**, vol. 24, nº 3 (95), julho-setembro/2004.

MENDONÇA, H, F. Metas para inflação e taxa de juros no Brasil: uma análise do efeito dos preços livres e administrados. **Revista de Economia Política**, vol. 27, nº 3 (107), pp. 431-451, julho-setembro/2007.

MINELLA, A.; SPRINGER, P.; GOLDFAJN, I., Texto para discussão 77 - Inflation Targeting in Brazil: Constructing Credibility under Exchange Rate Volatility jul/03, em <http://www.bcb.gov.br/pec/wps/ingl/wps77.pdf> .

MISHKIN, F, S. Working Paper 7618. Inflation targeting in emerging market countries. **National Bureau of Economic Research**. Cambridge, março de 2000.

MONTES, G. C. Metas de inflação em perspectiva: a influência do trinômio reputação-credibilidade-transparência sobre a economia. **Revista de Economia Política** vol. 28, nº4(112), pp. 648-668. Out-dez 2008.

MONTES, G., C.; BASTOS, J, C, A. Metas de inflação e estrutura a termo da taxa de juros no Brasil. **Economia Aplicada**, v. 15, n. 3, 2011, pp. 391-415.

MONTES, G., C.; FEIJÓ, C. A. Decisão de preços em economias monetárias e metas de inflação: a difícil conciliação entre crescimento e estabilidade de preços. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 18, n. 3 (37), p. 469-491, dez. 2009.

MORAIS, J. F. M.; ANDRADE, J. P. Como a dívida pública afeta a política monetária ótima? Brasília: ESAF, 42 p. Monografia premiada em 3º lugar no IX Prêmio Tesouro Nacional – 2004, Ajuste Fiscal e Dívida Pública, Brasília (DF), 2004.

OREIRO, J. L. C.; NEVES, A. L. O Regime de Metas de Inflação: uma abordagem teórica. **Ensaio FEE**, Porto Alegre, v. 29, n. 1, p. 101-132, jun. 2008.

REPÚBLICA DO CHILE. BANCO CENTRAL DO CHILE. La política monetaria del Banco Central de Chile en el marco de metas de inflación. Chile, janeiro de 2007.

REPÚBLICA FEDERATIVA DO BRASIL. BANCO CENTRAL DO BRASIL. Cartas abertas do Presidente do BC para o Ministro da Fazenda em caso de descumprimento da meta de inflação. 2002, 2003 e 2004.

REPÚBLICA FEDERATIVA DO BRASIL. BANCO CENTRAL DO BRASIL. Relatório de Inflação. Junho de 1999.

REPÚBLICA FEDERATIVA DO BRASIL. BANCO CENTRAL DO BRASIL. Histórico de Metas para a Inflação no Brasil. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/pec/metas/tabelametaseresultados.pdf> Acesso em 23 de agosto 2014.

REPÚBLICA FEDERATIVA DO BRASIL. BANCO CENTRAL DO BRASIL. IPCA – Expectativas de mercado. Séries temporais dos anos 2000-2013.

ROCHA, M.; OREIRO, J, L. A experiência internacional de regimes de metas de inflação: uma análise com painel dinâmico. **Nova Economia**. Belo Horizonte_18 (2)_267-291_maio-agosto de 2008.

SARGENT, T, J.; WALLACE, N. Some Unpleasant Monetarist Arithmetic. **Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review**, 1981.

SCHETTINE, B, P.; GOUVEA, R, R.; SACHSIDA, A. **IPEA, Texto para discussão 1694**. Desemprego e choques cambiais: estimativas VAR para a economia brasileira. Rio de Janeiro, janeiro de 2012.

TERRA, F. H. B. Uma interpretação pós-keynesiana do Regime de Metas de Inflação: poderia a Autoridade Monetária ser capturada pelo sistema bancário? In: **XVIII Encontro Nacional de Economia Política**. Belo Horizonte, 2013.

WERNECK, R. L. F. A deterioração fiscal no segundo mandato de Lula e seus desdobramentos. In BACHA, E. L.; DE BOLLE, M. B (org.) **Novos dilemas da política econômica**: Ensaio em homenagem a Dionísio Dias Carneiro. LTC, 2011.