

O REGIME DE METAS PARA INFLAÇÃO NO BRASIL

César Roberto Leite da Silva¹

1 - INTRODUÇÃO

O combate contra a inflação é tema recorrente na política econômica brasileira das últimas décadas. Durante muito tempo a estratégia básica adotada para tentar evitar a alta dos preços foi o controle dos agregados monetários, intercalada, na vigência dos planos de estabilização heterodoxos, por medidas que visavam desindexar a economia. Em seguida, na primeira fase do Plano Real, o recurso principal foi a administração da taxa de câmbio, mecanismo conhecido como âncora cambial. A partir da segunda fase do Plano Real, a estabilidade econômica é perseguida por meio do regime de metas para a inflação.

Aproveitando o fato de que o Brasil experimentou, a partir do passado recente, os três tipos mais conhecidos de regimes monetários - metas monetárias, metas cambiais e metas para inflação - o objetivo deste texto é apresentar os aspectos fundamentais da política monetária brasileira recente. Na seção seguinte, apresentam-se os fundamentos do regime de metas para a inflação e a forma como foi implementado no Brasil, a partir de julho de 1999. Na seção 3 está uma descrição das metas inflacionárias para a economia brasileira, dos instrumentos e de seus resultados concretos, até o início de 2004. O texto termina com algumas considerações que procuram levantar algumas das virtudes e problemas do regime quando aplicado ao Brasil.

2 - REGIME DE METAS PARA A INFLAÇÃO

O papel dos bancos centrais, no quadro geral da política econômica, é atingir um determinado objetivo de política, e apenas um, pois dispõem de apenas um instrumento: a política monetária. Tradicionalmente os objetivos dos bancos centrais estavam condicionados aos obje-

tivos finais mais amplos da política econômica, que em geral estavam relacionados com crescimento econômico, emprego e estabilidade de preços. Dada sua natureza, os bancos centrais sempre condicionaram sua atuação para tentar garantir a estabilidade de preços. Inicialmente, utilizaram, como instrumento, o controle dos agregados monetários², na crença de que o nível de preços era uma função da quantidade de moeda em circulação na economia. Esse regime ficou conhecido como o de metas monetárias. Com o passar do tempo, tornou-se cada vez mais difícil controlar esses agregados, tanto pelas inovações financeiras quanto pela desregulamentação dos fluxos de capital entre países. Além disso, registrou-se, com o passar do tempo, grande instabilidade na demanda pelos diferentes tipos de moeda. Como resultado, a administração da liquidez das economias foi sendo paulatinamente abandonada como instrumento de política monetária. A esse respeito, atribui-se a seguinte frase bem-humorada ao ex-presidente do Banco do Canadá, Gerald Bouey: *“não fomos nós que abandonamos os agregados monetários, e sim eles que nos abandonaram”*.

Em sintonia com os novos tempos de globalização das relações econômicas e financeiras, as autoridades monetárias de alguns países com taxas de inflação crônicas e elevadas adotaram o regime de metas cambiais, que consistia em administrar um dos preços mais importantes de uma economia aberta: a taxa de câmbio. Como são os bancos centrais que realizam a conversão entre a moeda local e a estrangeira, um regime desses implica compra e venda de dólar, em qualquer quantidade, à taxa de câmbio estabelecida. Para a execução, com sucesso, de uma política dessa natureza, o país não pode ter problemas graves no balanço de pagamentos, que

¹Economista, Doutor, Pesquisador Científico do Instituto de Economia Agrícola.

²Os agregados monetários mais referenciados são: M0 = moeda em poder do público; M1 = M0 + depósitos à vista nos bancos comerciais; M2 = M1 + fundos do mercado monetário + títulos públicos em poder do público; M3 = M2 + depósitos de poupança; M4 = M3 + títulos privados (depósitos a prazo e letras de câmbio).

coloque em risco a liquidez em moeda estrangeira. Ironicamente, alguns países com desequilíbrios externos crônicos resolveram adotar a também chamada âncora cambial. Como consequência, seus bancos centrais tiveram de elevar consideravelmente as taxas de câmbio para atrair a entrada de capital externo, em geral de curto prazo. Uma situação como essa cria um paradoxo interessante: a entrada de divisas tende a apreciar a moeda nacional, dificultando exportações e estimulando importações, com os efeitos conhecidos sobre a balança comercial. Com isso, aumenta a necessidade de entrada de capitais externos - o banco central eleva ainda mais a taxa de juros - e o ciclo se repete.

O mercado percebe que esta é uma situação insustentável e começa a especular contra a moeda nacional, sobretudo comprando dólar para se precaver de uma iminente desvalorização. O aumento na demanda pela moeda estrangeira torna impraticável a manutenção de seu preço administrado e a desvalorização cambial se torna inevitável. Apesar desses senões, este tipo de regime monetário foi bastante popular na década passada. Um dos exemplos mais representativos e radicais de sua adoção foi a Argentina, que manteve sua moeda numa paridade constante, de um para um, com o dólar, por pouco mais de uma década, com grandes custos para sua economia. O Brasil também manteve um regime de metas cambiais, com alguma flexibilidade, na primeira fase do plano Real, abandonando-o em janeiro de 1999, pelas razões acima apontadas.

3 - METAS PARA INFLAÇÃO NO BRASIL

Na primeira metade de 1999, logo após uma considerável depreciação do real, as autoridades monetárias permitiram que o câmbio flutuasse livremente, sem adotar explicitamente outro regime monetário. Em julho do mesmo ano foi adotado, oficialmente, o regime de metas para inflação, por meio do Decreto n. 3.088, de 21 de junho, cujos fundamentos serão apresentados a seguir.

O regime de metas para a inflação é um arranjo institucional no qual o compromisso com a estabilidade de preços é o principal objetivo da política monetária. Essa postura parte do princípio de que existe um nível de inflação ótimo

que cria um ambiente propício para maximizar o crescimento econômico de longo prazo³.

Esta definição coloca, de saída, uma pergunta: qual é esse nível ótimo de inflação? Ou ainda, por que inflação? Não seria interessante que os preços se mantivessem estáveis, eliminando as incertezas e criando condições para os investimentos? Para a segunda pergunta, a resposta é não. Ao contrário do que se possa imaginar, uma economia em que não houvesse inflação simplesmente indicaria que, ou o sistema de preços não funciona adequadamente, ou a estrutura produtiva está estagnada. Numa economia dinâmica, em que há inovações tecnológicas, há constante realocação de recursos e ganhos de produtividade, que são acomodados pela mudança nos preços relativos. Portanto, a ausência de inflação não é bom sinal.

Para a primeira questão, não há respostas conclusivas, até porque a experiência com esse tipo de política monetária é bastante recente, e ainda há muita pesquisa acadêmica para ser feita sobre esse tema. Todavia, pela experiência dos países industrializados que adotaram o regime, nota-se uma certa preferência por uma inflação da ordem de 2% ao ano. Acredita-se, também, que para países emergentes, como o caso do Brasil, a inflação ótima deve ser maior, não se sabe de quanto, mas nunca ultrapassando um dígito.

Antes de descrever a forma específica como este regime foi implementado no Brasil, é interessante explicar quais seriam as razões para se adotar um regime de metas para inflação. Segundo seus defensores, metas inflacionárias anunciadas previamente atuam como um mecanismo de coordenação dos agentes econômicos para fixação de preços e tornam claro e transparente o objetivo da política monetária. Este último ponto costuma ser bastante destacado, pois o desempenho da autoridade monetária pode ser avaliado pela aderência da inflação às metas estabelecidas.

O Conselho Monetário Nacional (CMN) estabelece as metas para a inflação que o Banco Central do Brasil deve cumprir, operando com seu principal instrumento, a taxa de juros básica de curto prazo da economia, conhecida como

³O regime de metas para a inflação foi adotado pela primeira vez na Nova Zelândia, em março de 1990. Canadá e Reino Unido aderiram no ano seguinte. Até o presente, aproximadamente 40 países adotaram esse tipo de política monetária.

taxa SELIC⁴. O Comitê de Política Monetária do Banco Central (COPOM) se reúne mensalmente para avaliar a tendência futura da inflação e as causas dos possíveis desvios da meta, e, com base nessa análise, estabelecer a taxa de juros com vistas a atingir seu objetivo.

No início as metas de inflação foram anunciadas com três anos de antecedência. Em julho de 1999 foram definidas as taxas até 2001. Essas taxas são conhecidas como centro da meta, porque, no caso brasileiro, adotam-se as bandas, que são valores que delimitam um intervalo dentro do qual a inflação pode variar. Até 2002, a banda era de $\pm 2\%$. De 2003 em diante foi ampliada para $\pm 2,5\%$, e as metas antecipadas em dois anos, devido aos choques de oferta e exacerbção da volatilidade dos mercados, que ocorreram sobretudo em 2002. Por essa mesma razão, em janeiro de 2003, na Carta Aberta ao Ministro da Fazenda (Presi-2003/0177), o presidente do Banco Central, além de explicar a inflação de 12,5% em 2002, muito acima da margem de tolerância de 5,5%, informa que o COPOM resolveu diluir a convergência da inflação num período mais longo, estabelecendo as metas ajustadas de 8,5% e 5,5% para 2003 e 2004, respectivamente (Tabela 1)⁵.

O Brasil, pela sua longa tradição de convivência com a inflação, talvez seja o País onde há a maior produção de índices que procuram estimar a evolução dos preços. Dentre eles, as autoridades monetárias escolheram o Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) como medida da inflação brasileira⁶.

⁴Criado em 1979, o Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (SELIC), é um sistema informatizado que se destina à custódia de títulos escriturais de emissão do Tesouro Nacional e do Banco Central, bem como ao registro e à liquidação de operações com os referidos títulos. A administração do SELIC e de seus módulos complementares é de competência exclusiva do Departamento de Operações do Mercado Aberto (DEMAB) do Banco Central do Brasil. A taxa SELIC, por sua vez, é a taxa média ajustada dos financiamentos diários apurados no SELIC para títulos federais.

⁵O decreto que instituiu o regime de metas determina que o presidente do Banco Central divulgue publicamente as razões para o descumprimento das metas inflacionárias. Isto é feito por meio de Carta Aberta ao Ministro da Fazenda, como a de 16/01/2002 (Presi-2002/159), escrita para justificar a inflação de 7,70%, fora, portanto, do limite superior da meta, que era de 6%.

⁶O IPCA é estimado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) nas regiões metropolitanas de Belém, Fortaleza, Recife, Salvador, Belo Horizonte, Rio de Janeiro, São Paulo, Curitiba e Porto Alegre, além de Brasília e

A expressão seguinte apresenta de forma esquemática a atuação do Banco Central no regime das metas para a inflação:

$$\Delta r = \alpha (IPCA_{t+j}^e - IPCA_{t+j}^*)$$

onde Δr é a variação na taxa de juros SELIC, $IPCA_{t+j}^e$ é a taxa inflação esperada e $IPCA_{t+j}^*$, a taxa de inflação estabelecida como meta. Naturalmente, esta fórmula pressupõe algum tipo de mecanismo de transmissão da taxa básica de juros para os índices de preços.

Resumidamente, pode-se dizer que:

1) a taxa básica de juros influencia todas as taxas de juros praticadas no mercado financeiro; 2) um aumento nas taxas de juros diminui os preços dos diversos títulos e ativos da economia, públicos e privados; 3) o nível das taxas de juros influencia diretamente o volume de crédito da economia; 4) finalmente, alterações nas taxas de juros, num regime de câmbio livre, afetam o preço relativo dos bens domésticos em relação aos estrangeiros. Quando o COPOM aumenta a taxa de juros SELIC, todas as outras se elevam, a riqueza financeira dos agentes diminui, o mesmo ocorrendo com o volume de crédito. Além disso, estimula a entrada de dólar e aprecia a moeda nacional. Então, a conjugação desses efeitos, redução da demanda e diminuição dos preços das mercadorias referenciadas em dólar, contribui para o controle dos preços.

Quanto aos resultados da aplicação do regime de metas, pode-se notar que, apesar de a inflação estar sob controle, foram poucos os períodos em que o IPCA se manteve dentro das bandas estabelecidas. Praticamente a partir de 2001 as metas não foram atingidas (Figura 1). No início do período de sua implantação, temia-se o efeito da forte desvalorização cambial de janeiro de 1999 sobre os preços, mas o IPCA acusou o máximo de 8,8% em janeiro de 2000 e manteve-se dentro da banda até janeiro de 2001. Desde então os preços se mantiveram acima do limite superior da banda, até janeiro de 2004⁷.

Goiânia. Esse índice pesquisa as despesas de consumo de famílias com renda entre 1 e 40 salários mínimos.

⁷As razões para o descumprimento das metas e as mudanças de seus níveis encontram-se nas cartas abertas ao Ministro da Fazenda. Banco Central do Brasil. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?CARTAMETA>>. Acesso em: 20 maio 2004.

TABELA 1 - Metas para Inflação e Resultado no Brasil, 1999-2005
(em %)

Ano	Metas para inflação				Resultado
	CMN ¹		COPOM ²		
	Centro	Banda	Centro	Banda	
1999	8,00	± 2	-	-	8,90
2000	6,00	± 2	-	-	6,00
2001	4,00	± 2	-	-	7,70
2002	3,50	± 2	-	-	12,50
2003	4,00	± 2,5	8,5 ³	± 2,5	9,30
2004	5,50	± 2,5	5,5 ³	± 2,5	-
2005	4,50	± 2,5	4,5 ³	± 2,5	-

¹Conselho Monetário Nacional.

²Comitê de Política Monetária.

³Metas ajustadas pelo COPOM, posteriormente assumidas pelo CMN.

Fonte: Banco Central do Brasil.

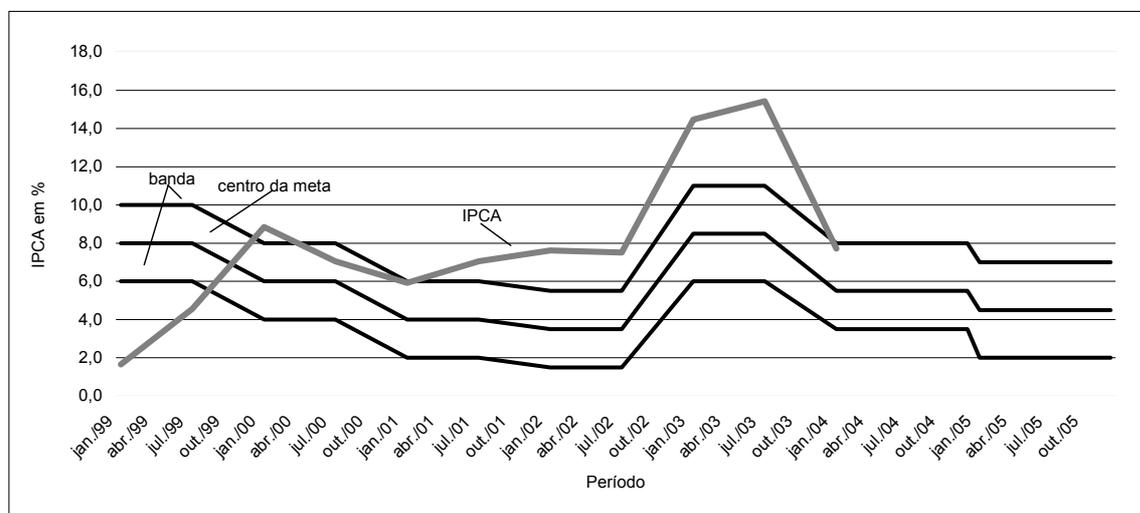


Figura 1 - Metas para Inflação e IPCA, Brasil, Janeiro/1999 a Dezembro/2005.

Fonte: Elaborada pelo autor a partir de dados do Banco Central do Brasil.

4 - CONSIDERAÇÕES FINAIS

O regime de metas não é um consenso, pois seus críticos julgam que o nível bastante elevado da taxa de juros impõe um custo econômico e social muito grande, como a elevação da dívida pública e o aumento do desemprego. Os que procuram algum tipo de conciliação entre o controle da inflação e o regime monetário sugerem que as metas para os preços sejam elevadas, acreditando que se poderia trocar um pouco mais de inflação por empregos e crescimento econômico. Naturalmente, esse tipo de proposta pressupõe a crença de que os juros podem controlar os preços.

Algo mais pode ser dito, qualificando o

regime de metas para a inflação. Em primeiro lugar, que vem sendo implementado, a partir do início da década de 1990, num período de inflação baixa no mundo todo. Mesmo países que seguem outras políticas monetárias estão com os preços sob controle e em níveis satisfatórios. Pode-se dizer, portanto, que esse regime ainda não foi testado em condições adversas.

No caso específico do Brasil, não se pode esquecer que outras variáveis econômicas importantes na sua relação com a inflação estão se comportando bem. A primeira é a taxa de câmbio nominal, que mesmo fluando livremente e oscilando com alguma frequência, mantém-se em patamares coerentes com a evolução dos preços domésticos (Figura 2). Outra variável

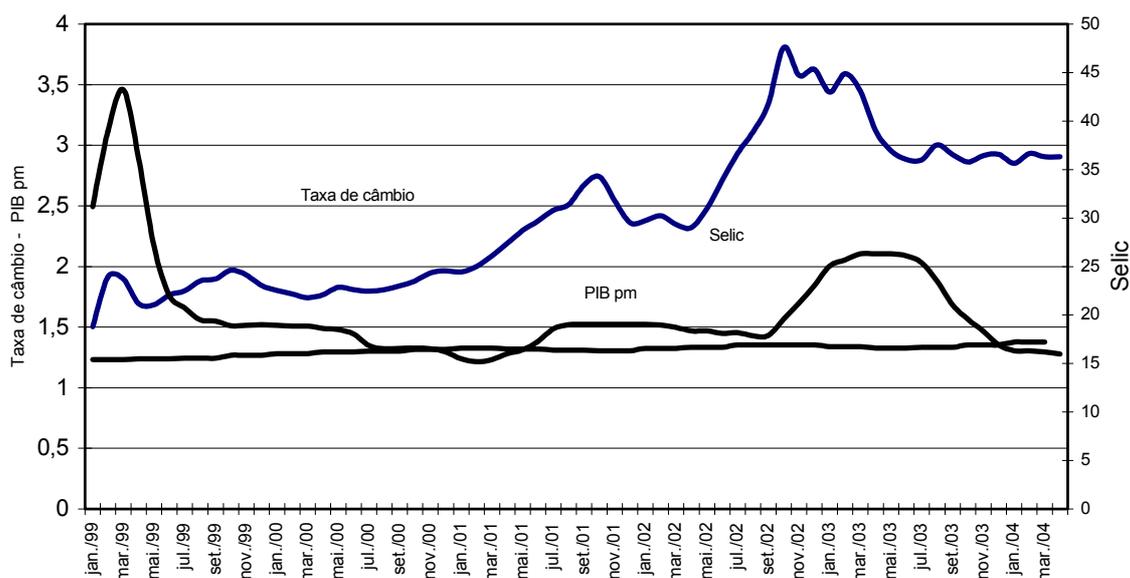


Figura 2 - Evolução da Taxa de Câmbio¹, Produto Interno Bruto² e Taxa SELIC³, Brasil, Janeiro/1999 a Abril/2004.

¹Real por dólar.

²Índice média de 1990=1.

³% ao ano.

Fonte: Elaborada pelo autor a partir de dados do Banco Central do Brasil.

crucial na determinação do nível de preços é o nível de atividade econômica. Nesse caso, a situação, do ponto de vista dos preços, é boa, mas para a economia é dramática. Os indicadores, como a evolução trimestral do Produto Interno Bruto a preços de mercado (PIB p.m.) mostra que a economia esteve praticamente estagnada no período de janeiro/março de 1999 a janeiro/março de 2004 (Figura 2).

O regime de metas para inflação no Brasil está associado, de um lado, a uma certa estabilidade de preços - não obstante a dificuldade em se atingir os patamares de preços anunciados - e,

de outro, à falta de crescimento econômico e desemprego elevado. Do ponto de vista da formação de expectativas dos agentes econômicos, nota-se que esse regime propicia transparência na operação da política monetária, mas não há indícios de que consiga neutralizar choques externos severos, como uma crise cambial de grandes proporções. Por tudo isso, não é razoável atribuir o controle da inflação brasileira na atualidade apenas ao regime monetário, sem esquecer da taxa de câmbio, importante componente de custos, e da estagnação econômica, que restringe consideravelmente a demanda agregada.