

METAS DE INFLAÇÃO:

uma contribuição para o aperfeiçoamento

SUMÁRIO

Introdução	03
Um breve histórico do regime de metas no Brasil	04
A rigidez do sistema no Brasil	04
Estruturando um regime de metas para inflação	06
Núcleo de Inflação	06
Cláusulas de Escape	07
Horizonte de Tempo	08
Definição de um único alvo ou banda de flutuação	09
A experiência do vizinho Chile	10
A experiência internacional	11
ANEXO I	14

INTRODUÇÃO

Este trabalho tem como objetivo principal contribuir para a recorrente discussão sobre o sistema de metas para inflação, incrementando as diversas publicações já disponíveis. O trabalho trata do problema do sistema de metas para inflação no Brasil e faz um comparativo com algumas economias, evidenciando que é possível adotar medidas que melhorem a relação entre condução de política monetária e crescimento econômico, sem que haja perda de credibilidade ao longo do tempo, além de diminuir a perversidade imposta pelos choques de juros.

A estruturação do regime de metas é fundamental para seu sucesso e, principalmente, pela manutenção da credibilidade da autoridade monetária. É importante que haja reavaliação constante do sistema e a introdução de novos instrumentos que permitam a harmonia e o sucesso do regime com o desenvolvimento e crescimento da economia. Ao contrário do que afirma o BACEN, de que mudanças no regime de metas possam colocar em xeque a credibilidade da autoridade monetária, acreditamos que em quase seis anos de existência do sistema no Brasil já foi possível testar e avaliar os prós e contras do regime, bem como reafirmar a credibilidade já conquistada. Ademais, é importante ressaltar que não se tratam apenas de alterações pontuais para acomodar eventos conjunturais, mas de alterações estruturais para o aperfeiçoamento de um sistema que coordena a dinâmica de uma economia que está em constante evolução, e tais alterações visam resultados no médio e longo prazos. Dessa forma, a Austin Rating sugere que sejam instituídas algumas medidas que contribuam para o aperfeiçoamento do atual formato do regime de metas no Brasil.

Nesse sentido, a Austin acredita que para o aperfeiçoamento do sistema de metas para inflação, sejam adotadas as seguintes medidas:

(i) **prazo de validade da meta de 12 meses móveis** e não mais o ano-calendário. Medida que faz com que os choques adversos se acomodem naturalmente, sem que haja a necessidade de elevar a taxa de juros para forçar a convergência da inflação contemporânea para a meta esperada dentro do ano-calendário. Ou seja, a coordenação do regime de metas será com base na inflação prospectiva de 12 meses à frente, como é hoje, mas a contabilização do cumprimento da meta é feita no mês a mês, conforme o desempenho da inflação contemporânea, permitindo que haja um prazo para o enquadramento, em caso de desvio entre o resultado efetivo e o alvo pretendido (seja um centro ou apenas uma banda);

(ii) **bandas de flutuação sem um ponto central** são o abandono do sistema utilizado atualmente, que contempla um alvo central com margem de segurança para cima e para baixo. Essa medida faz com que a economia deixe de ser refém da política de juros, uma vez que, se ocorrer um choque não será necessário fazer com que a inflação contemporânea em ascensão convirja o mais breve possível para a meta central em um curto espaço de tempo. A banda de flutuação seria estreitada ao longo do tempo até atingir o nível considerado de equilíbrio de longo prazo do nível dos preços;

(iii) **banda extra** é um complemento das bandas de flutuação para ser usada em momentos críticos, como, por exemplo, a crise de confiança que atingiu a economia brasileira na segunda metade de 2002. A banda extra pode ser determinada explicitamente como uma cláusula de escape para que em cenários de *stress* sejam ampliados os limites (inferior e superior) da banda original em 2 p.p. durante um determinado tempo, entre três e quatro meses. Pois assim será possível absorver parte do sobressalto da inflação, deixando apenas uma fração dessa alta para ser combatida com taxa de juros. É a admissão de uma taxa de inflação maior por um curto espaço de tempo, sem colocar a credibilidade do sistema em xeque e, principalmente, sem onerar a atividade econômica. Mas é necessário que haja uma comunicação transparente, clara e objetiva entre o BACEN e a sociedade.

UM BREVE HISTÓRICO DO REGIME DE METAS NO BRASIL

Em junho de 2006, completarão sete edições do sistema de metas para inflação no Brasil, desde sua adoção. O sistema de metas foi instituído no país em 21 de junho de 1999, através do Decreto nº. 3.088, com a finalidade de dar a diretriz para fixação do regime de política monetária (vide Anexo I). Entretanto, sem que fosse feita qualquer adaptação às condições da economia brasileira.

Ao longo desse período, o Banco Central do Brasil (BACEN), através de seu Comitê de Política Monetária (COPOM), conseguiu cumprir a meta determinada em quatro edições contra três não cumprimentos. No mesmo período, a taxa de juro nominal foi de 19,7% ao ano, a taxa de juro real foi de 10,6% ao ano – a maior do mundo – e a taxa de crescimento do PIB foi de 2,3% – uma das menores entre os países emergentes, nossos concorrentes diretos pela atração de investimento estrangeiro. A partir de 2006, o comitê alterou a periodicidade de suas reuniões e ampliou o prazo de 30 para 45 dias (em média), reduzindo o número de reuniões de 12 para 8, aderindo à mesma sistemática praticada nos Estados Unidos.

QUADRO DE METAS DE INFLAÇÃO									
Ano	Meta CMN	Mudança (CMN)	Meta Ajustada	IPCA efetivo	Tolerância	Cumprimento da Meta	PIB	Juro Nominal (SELIC)	Juro Real (4)
1999	8,0%	-	-	8,94%	2,0 p.p.	cumpriu (banda superior)	0,79%	25,59%	15,3%
2000	6,0%	-	-	5,97%	2,0 p.p.	cumpriu (meta central)	4,36%	17,43%	10,8%
2001	4,0%	-	-	7,67%	2,0 p.p.	não cumpriu	1,31%	17,32%	9,0%
2002	3,50%	-	-	12,53%	2,0 p.p.	não cumpriu	1,93%	19,17%	5,9%
2003	3,25%	4,00% (1)	8,50%	9,30%	2,5 p.p.	não cumpriu	0,54%	23,35%	12,8%
2004	3,75%	5,50% (2)	-	7,60%	2,5 p.p.	cumpriu (banda superior)	4,94%	16,25%	8,0%
2005	4,50%	-	5,10% (3)	5,69%	2,5 p.p.	cumpriu (banda superior)	2,6% (*)	19,05%	12,6%
2006	4,50%	-	-	(*) 4,7%	2,0 p.p.	-	3,8% (*)	14,5% (*)	9,4% (*)

p.p. = pontos percentuais

(1) Meta alterada em junho de 2002

(2) Meta alterada em junho de 2003

(3) Objetivo declarado pelo COPOM na Ata da reunião de Setembro de 2004, parágrafo 28, mas sem alteração oficial do Conselho Monetário Nacional (CMN).

(4) Razão entre a Taxa Selic efetiva no ano e o IPCA acumulado no ano.

(*) Projeção Austin Rating

Fontes: BACEN e IBGE

Elaboração: Austin Rating

O sistema de metas para inflação foi a âncora nominal adotada pelo país para manter a estabilidade de preços após a substituição do sistema de câmbio semi-fixo (ocorriam mini-desvalorizações via sistema de bandas cambiais) para o sistema de câmbio flutuante. A idéia da adoção de metas para inflação foi sugerida pelo Fundo Monetário Internacional (FMI) ao verificar que a utilização do regime havia sido bem sucedida em alguns países, como, por exemplo, Inglaterra, Nova Zelândia, Austrália, Canadá e Chile. No entanto, não há fórmula única para se desenhar um regime ótimo de metas para inflação. É necessário levar em consideração as especificidades e peculiaridades de cada economia, de modo a adotar a forma mais eficaz de proteção a choques, preponderantemente aos choques de demanda.

A RIGIDEZ DO SISTEMA NO BRASIL

No Brasil, o sistema de metas para inflação, que é administrado pelo Comitê de Política Monetária (COPOM) do Banco Central do Brasil, sob a tutela do Conselho Monetário Nacional (CMN), foi instituído com base nas formas mais rígidas de condução da política monetária, exigindo, na maioria das vezes, um controle da inflação com “rédeas curtíssimas” (juros e compulsórios elevados) onerando muito o nível de atividade (PIB, renda, emprego, etc.), tal é o resultado do pífio crescimento econômico nos últimos anos.

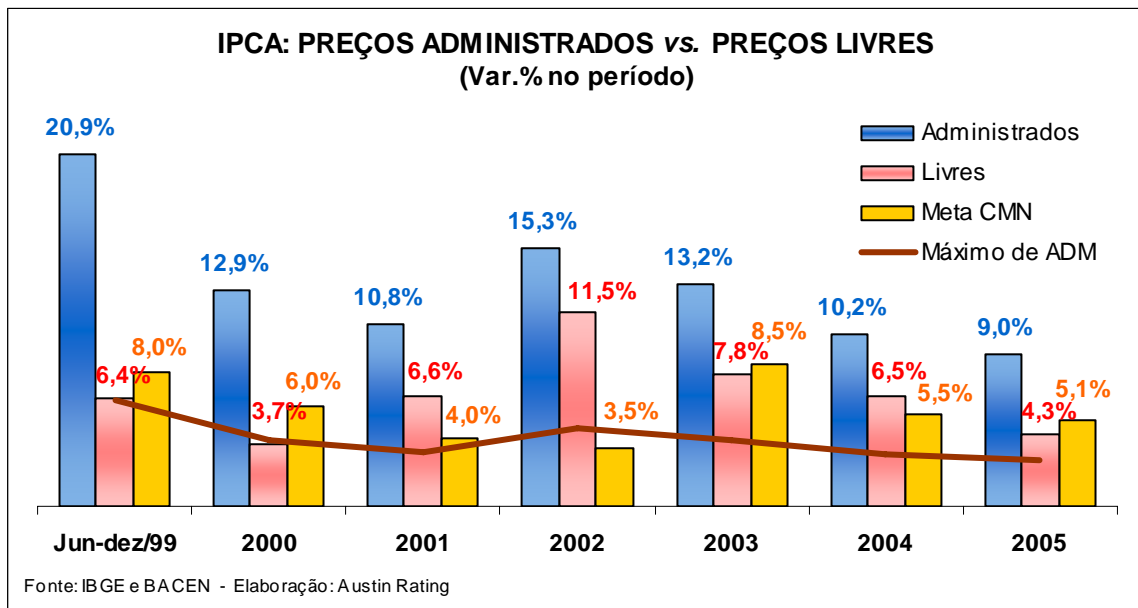
Ainda, o regime de metas no Brasil contempla a utilização do índice cheio como alvo (IPCA), além de um ponto central com margem de flutuação e o ano-calendário como prazo para o cumprimento, pontos estes que dificultam a sintonia fina entre política monetária, política fiscal e política econômica.

Como ponto positivo, percebe-se que no Brasil já houve a utilização, mesmo que de forma implícita, de cláusulas de escape ao longo do tempo e não deixou a economia sucumbir. Em pelo menos quatro ocasiões (duas em 2003, uma em 2004 e uma em 2005), a autoridade monetária alterou a meta para inflação que perseguia, reconhecendo que o empenho para a obtenção da meta seria muito maior do que o benefício que esse cumprimento traria à economia, portanto, absorveu o choque com maior nível de inflação.

Hoje, além das metas determinadas pelo CMN terem, do nosso ponto de vista, um valor “ambicioso”, pois referem-se praticamente à mesma taxa de inflação que vigora em países industrializados ou países que já administram sistema de metas há mais de 10 anos, o índice de preço utilizado como alvo (IPCA) é formado por aproximadamente 33% de preços administrados (tarifas públicas em geral) - que não são diretamente atingidos pela política de juros – e por 67% de preços livres, aqueles que flutuam conforme o nível da demanda (ou melhor, nível do emprego e da renda) e que são sensíveis às ações de política monetária. Sendo assim, a condução da política monetária é focada em apenas uma fração da taxa de inflação: os preços livres.

Por exemplo, dentro da meta de inflação de 2006, determinada pelo CMN em 4,5% e banda de flutuação de 2,0 pontos percentuais para cima e para baixo, os preços administrados deverão variar apenas 1,5% e os preços livres 3,0%. Na melhor das hipóteses, admitindo que a taxa de inflação fique no teto da meta (6,5%), os preços administrados poderão variar até 2,1% e os preços livres até 4,4%.

Analisando o desempenho dos preços livres e administrados desde a instituição do sistema de metas, em junho de 1999, percebe-se que em nenhum momento a variação dos preços administrados ficou dentro da margem teórica permitida.



ESTRUTURANDO UM REGIME DE METAS PARA INFLAÇÃO

Um regime de metas para inflação tem que estar muito bem estruturado para que diante de choques adversos a credibilidade da autoridade monetária não seja abalada, segundo Mishkin e Shmidt-Hebbel (2001). Para tanto, há quatro formas de fazê-lo¹.

A primeira diz respeito à adoção de alguma medida de núcleo de inflação em detrimento ao índice cheio, de modo a diminuir a volatilidade do índice de preço ao consumidor (IPC). No entanto, a maioria dos países adota o IPC cheio como meta por acreditar que é uma forma mais fácil e clara de entendimento dos fatos por parte da sociedade. Ou seja, que as “regras do jogo” são objetivas e transparentes.

A segunda é abrir espaço para cláusulas de escape, ou seja, admitir (de forma implícita ou explícita) que em algumas ocasiões a inflação ficará acima de sua meta. Porém, é melhor isso do que perseguir metas ambiciosas para um dado contexto da economia e acabar gerando retrocesso no processo de expansão econômica via elevação da taxa de juros.

A terceira é a ampliação do horizonte de tempo para avaliação do desempenho do sistema de metas para se reduzir os efeitos de choques desvinculando-se, por exemplo, do ano-calendário. Recentemente, o presidente do BACEN, Henrique Meirelles, afirmou que o horizonte para avaliação do sistema de metas para inflação é de 24 meses e não de 12 meses como ocorre tradicionalmente, fato que revela algum avanço em nosso regime de metas.

A quarta forma é a adoção de bandas de flutuação para a inflação, pois com isso não haveria a necessidade de onerar a atividade econômica, através da elevação da taxa de juros básica, para conter o surto temporário de aumento de preços por conta de um ou outro choque, inclusive admitindo algum furo dos limites por um determinado tempo e magnitude (vide Horizonte de Tempo).

Passando por essas quatro formas de estruturação de um sistema de metas para inflação é interessante confrontar as experiências vividas em outras economias, concluindo, antecipadamente, que os resultados foram satisfatórios, ou seja, os países conseguiram reduzir o nível de inflação e mantê-la sob controle, além de reduzir a taxa de juros no segundo momento.

NÚCLEO DE INFLAÇÃO

A utilização de medidas de núcleo de inflação pode representar uma forma de lidar com os inevitáveis choques que atingem a economia sem, contudo, prejudicar em demasia a credibilidade do regime. Os índices são construídos a partir da exclusão de parte do Índice de Preços ao Consumidor cheio. **São casos clássicos de medidas de núcleo os que excluem os itens mais voláteis ou preços administrados pelo governo. No Brasil é adotado o IPCA cheio, que é composto por aproximadamente 33% de preços administrados e 67% de preços livres.** O mecanismo de cálculo do núcleo de inflação tem a vantagem de não depender de medidas arbitrárias após a ocorrência dos choques, já que sua metodologia é determinada *ex-ante*.

Apesar disso, há críticas sobre a incapacidade destas medidas refletirem precisamente o custo de vida da população. Tendo em vista tais argumentos, pode-se analisar as opções feitas por alguns países que utilizam o regime de metas na tabela a seguir.

¹ Thaís Porto Ferreira e Myrian Beatriz Silva Petrassi, Notas Técnicas BACEN, nº. 30, novembro/2002

Nunca utilizaram medida de núcleo	Utilizaram medida de núcleo	Excluem apenas juros	Abandonaram a medida de núcleo	Mudança de Metas diante do abandono do núcleo?
Brasil (1999)	Canadá (1991)	África do Sul (2000)	Austrália (1993/1998)	Não
Chile (1991) ^(*)	Tailândia (2000)	Inglaterra (1992)	Nova Zelândia (1990/1999)	Não
Colômbia (1999)			República Tcheca (1998/2002)	Sim
Islândia (2001)				
Israel (1992)				
México (1999)				
Peru (1994)				
Polônia (1998)				
Suécia (1993)				
Suíça (2000)				

(*) Embora as metas sejam estabelecidas em termos do CPI cheio, para períodos de até 12 meses consideram medidas de núcleo.

Fonte: Banco Centrais (Ferreira e Petrassi, 2002)

A maior parte dos países que adota o sistema de metas para inflação utiliza o próprio IPC cheio, sem exclusão de qualquer um de seus itens. Alguns países fazem uso de uma medida diferente do núcleo de inflação clássico, pois excluem do CPI apenas itens referentes a pagamentos de juros (por exemplo, pagamentos de juros de hipoteca). A não-exclusão desses itens faria com que variações na taxa de juros refletissem no mesmo sentido na taxa de inflação, prejudicando a eficácia da política monetária (FERREIRA e PETRASSI, 2002).

Uma alternativa muito pertinente para o caso brasileiro é a criação de um outro indicador, para usá-lo como alvo, que exclua de seu cálculo os chamados preços administrados (tarifas públicas) recalculando o índice (IPCA) a partir da distribuição desses itens para os demais. Com isso certamente boa parte da inércia inflacionária é dissipada, ampliando assim a margem de manobra da autoridade monetária para acelerar o processo de redução da taxa de juros básica sem comprometer sua credibilidade.

CLÁUSULAS DE ESCAPE

As cláusulas de escape são uma outra maneira de lidar com os choques exógenos, concedendo à autoridade monetária maior flexibilidade diante de imprevistos. É uma forma para o BACEN poder desviar temporariamente seus alvos sem comprometer-se, desde que explique ao público os motivos que o levaram a tomar essa decisão. Além disso, o BACEN explicaria quais são as medidas ou propostas para garantir que a inflação retorne ao seu patamar devido, ou perseguido, o mais breve possível.

Embora não seja possível prever e incluir nas cláusulas de escape todas as possíveis adversidades às quais a economia está sujeita, alguns países como a África do Sul, por exemplo, contam com esse mecanismo para reduzir os custos gerados à economia sem desrespeitarem as regras do sistema de metas para inflação (FERREIRA e PETRASSI, 2002). Ou seja, **é uma forma alternativa de não onerar a atividade econômica (PIB, emprego, renda, etc.) seguindo regras extremamente rígidas, sem qualquer grau de liberdade.**

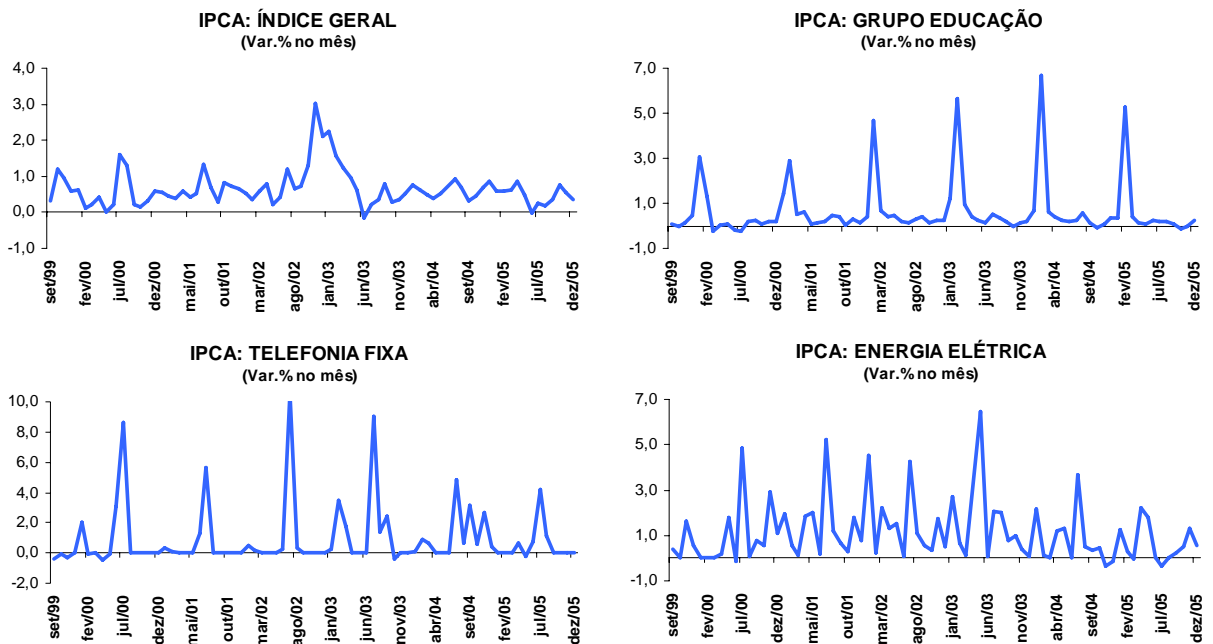
Em 2005, a economia brasileira sentiu os efeitos da ausência de utilização de cláusulas de escape e viveu um exemplo clássico do cumprimento do rígido sistema de metas para inflação, evidenciando o conservadorismo extremo da autoridade monetária. A taxa de crescimento do PIB registrou retração de 1,2% no terceiro trimestre, reduzindo fortemente a expectativa para a taxa de crescimento da economia brasileira, que estava entre 3,5% e 4,0% até a primeira metade do ano e foi significativamente reduzida para um intervalo entre 2,0% e 2,8% - a estimativa da Austin Rating está em 2,6% ante 3,4%.

A alta significativa ocorrida nos índices de preços no primeiro quadrimestre de 2005, decorrente da elevação dos preços dos grãos e carnes por causa da seca na região sul, não foi encarada como um choque

temporário e passou a se temer a inércia sobre os meses subsequentes. Como a inflação prospectiva foi contaminada pela inflação contemporânea, fazendo com que as expectativas futuras se descolassem do centro da meta de inflação, a autoridade monetária não titubeou e acirrou o aperto monetário iniciado em setembro de 2004, para realinhar as projeções futuras de inflação com a meta de 2005. Não considerou, portanto, que todo choque de oferta tende a se dissipar no curto e médio prazos, pela regularização da oferta ou pela própria diminuição da demanda por conta do aumento de preço.

No Brasil, há a identificação clara de ciclos sazonais de alta de alguns serviços, como mostram os gráficos a seguir. Mas, em determinados momentos, a autoridade monetária ignora completamente tais ciclos sazonais, reagindo com preferência pela elevação da taxa de juros para não sancionar possíveis aumentos de preços, ao invés de optar pelas cláusulas de escape, não ponderando se o custo dessa ação é maior ou menor que o possível benefício gerado por ela.

Como exemplos têm os reajustes das tarifas públicas (preços administrados e controlados pelo governo), que têm suas datas definidas pelas agências reguladoras (ANEEL, ANATEL, etc.). O exemplo de sazonalidade de preços livres diz respeito à tradicional alta dos preços no setor da educação no início de cada ano, refletindo os reajustes de mensalidades e materiais escolares.



Fonte: IBGE - Elaboração: Austin Rating

HORIZONTE DE TEMPO

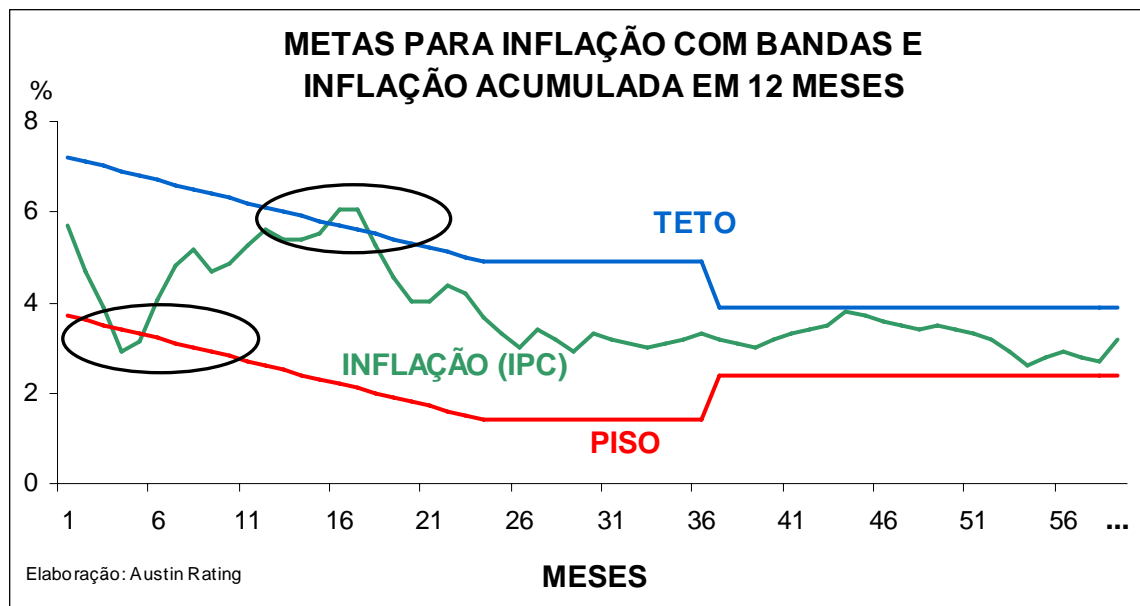
No ato da adoção do regime de metas há a necessidade de se determinar um horizonte de tempo para avaliar o desempenho da inflação e se houve ou não o cumprimento da meta. No Brasil, o horizonte de tempo é de 12 meses do ano-calendário, mas recentemente afirmado pelo presidente do BACEN de que esse horizonte é de 24 meses. Ao contrário do Brasil, algumas economias adotaram um sistema que não determina o prazo de vencimento da meta para inflação, tampouco um único alvo (FERREIRA e PETRASSI, 2002).

Tal sistema prevê que, ao longo do tempo, a inflação acumulada em 12 meses deverá flutuar entre um piso e um teto, pré-determinados e que são decrescentes, até convergir para um nível de equilíbrio de preços de longo prazo, o que permitirá um crescimento econômico "saudável".

Dessa forma, dado que há defasagem entre a decisão de política monetária e seu efeito sobre a atividade econômica, determinar prazos mais longos e flexíveis é uma forma de combater choques adversos sem ter que recorrer a um tratamento de “choque de juros” e, ao mesmo tempo, preserva a credibilidade do sistema, pois na maioria das vezes os objetivos são alcançados. Isso significa admitir que a taxa de inflação poderá em alguns momentos furar os parâmetros (teto ou piso) sem comprometer a estratégia de política monetária, uma vez que o espaço de tempo é maior para que haja tal acomodação da alta dos preços. Já no ano-calendário, como é adotado no Brasil, caso ocorra esse sobressalto nos preços no meio do ano, certamente esse efeito será combatido com elevação da taxa de juros.

Um horizonte mais longo para cumprimento da meta é benéfico à atividade econômica, pois não exige medidas drásticas de combate aos choques exógenos. Ou seja, na maioria dos casos, a utilização da taxa de juros é o último recurso e não o primeiro, como ocorre no Brasil. Nesse sentido, vale lembrar que no Brasil já ocorreram sete edições do regime de metas e em apenas quatro ocasiões houve o cumprimento, colocando em xeque a eficácia do sistema na forma que está sendo administrado, uma vez que em três edições houve o descumprimento da meta.

Vale destacar, porém, que é recomendável determinar alguns “parâmetros de tolerância” para os possíveis desvios da taxa de inflação de seus limites. Ou seja, se em algum momento do tempo a taxa de inflação acumulada em 12 meses ficar acima ou abaixo dos limites permitidos, esse prazo não deverá superar três ou quatro meses, devendo a autoridade monetária, a partir do quarto ou quinto mês, utilizar os instrumentos necessários para trazer a inflação aos parâmetros perseguidos. O período de três/quatro meses é sugerido por ser o tempo hábil que os choques de oferta levam para se acomodar e dissipar.



DEFINIÇÃO DE UM ÚNICO ALVO OU BANDA DE FLUTUAÇÃO

Algumas economias, na determinação dos parâmetros do regime de metas para inflação, optam por uma banda de flutuação e não um único alvo como acontece no Brasil. Ou seja, a inflação acumulada em 12 meses flutua naturalmente entre uma banda com limite inferior e superior, como ilustrado no gráfico acima, sem que haja a exata necessidade de se atingir um único ponto em um prazo específico.

A adoção de uma banda de flutuação é muito benéfica à evolução da economia, uma vez que esse sistema permite absorver choques adversos, através de um maior nível da inflação, em determinados períodos de

tempo, em substituição ao tradicional sistema de combate a esses sobressaltos da inflação, que é a elevação da taxa de juros básica.

A opção pela busca de um alvo central no ato da introdução do regime de metas é aconselhável quando há uma inércia inflacionária muito presente e persistente, de modo que dificulte a convergência dos preços para patamares mais baixos. No entanto, é saudável à economia que, uma vez identificado que a inércia foi quebrada ou reduzida de forma substancial, seja abandonado instantaneamente o sistema de meta central e seja adotado o sistema de bandas, ampliando a flexibilidade da política monetária.

O problema da determinação de um alvo central está no fato de que a autoridade monetária concentra seus esforços para atingir a meta pré-definida, não considerando, em muitos casos, a possibilidade do cumprimento da meta dentro dos limites permitidos e, portanto, preservando a credibilidade junto à sociedade.

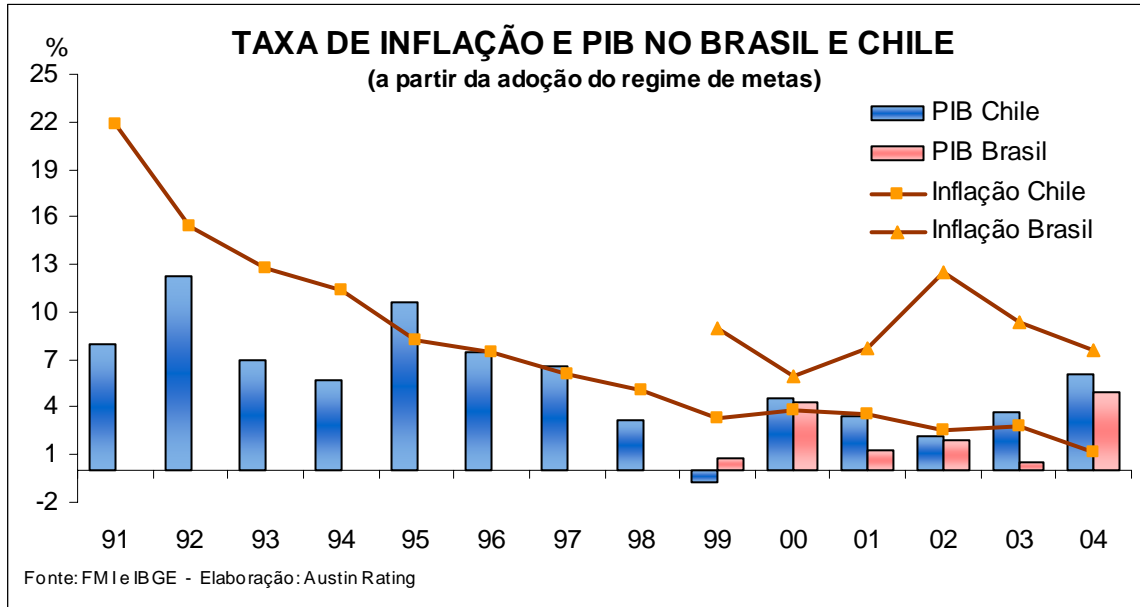
A EXPERIÊNCIA DO VIZINHO CHILE

Segundo FERREIRA e PETRASSI (2002), o Chile é um caso típico e bem-sucedido de adoção do regime de metas para inflação. A primeira meta estabelecida pelo Chile, em 1991, foi um intervalo de 15% a 20% para a inflação acumulada em doze meses. Essa meta foi diminuída gradualmente e os intervalos foram estreitados em cinco pontos percentuais de diferença entre os limites superior e inferior da banda para dois pontos percentuais.

Entre 1995 e 2000, a meta para inflação tornou-se pontual sem abandonar a tendência de queda. Em 2001, após uma inflação um ponto percentual acima da meta pontual de 3,5%, o Chile voltou a utilizar metas em intervalo, novamente com dois pontos percentuais de diferença entre os limites superior e inferior da banda (2% a 4%). Todo o processo de convergência para a inflação em estado constante (*steady state*) foi realizado em aproximadamente onze anos.

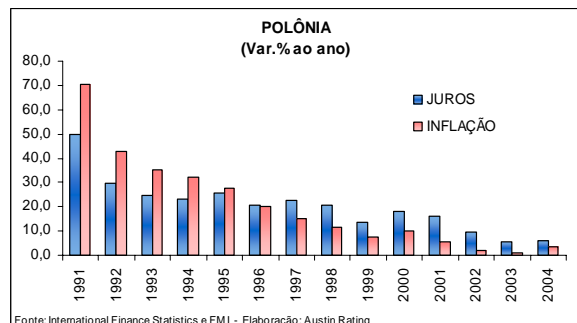
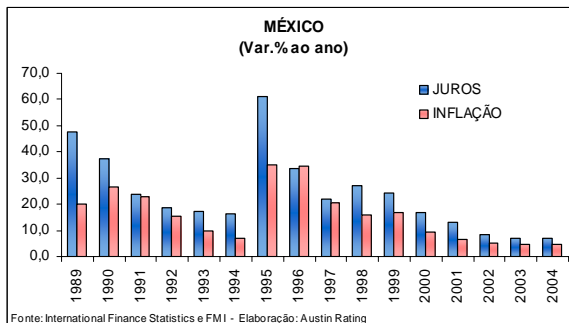
Entre 1991 e 2004, período da adoção do sistema de metas para inflação, a taxa média de crescimento do PIB do Chile foi de 5,7% e a taxa de inflação foi de 7,5%. Já no Brasil, entre 1999 e 2004, também período de adoção do sistema de metas, a taxa de crescimento real do PIB foi de 2,3% e a taxa de inflação média foi de 8,7%. Ou seja, mesmo a economia chilena tendo inflação relativamente igual à taxa brasileira, o crescimento do PIB chileno foi duas vezes e meia maior do que a taxa brasileira.

Essa constatação corrobora a tese daqueles que crêem que para o Brasil atingir uma taxa de crescimento econômico maior que seu potencial, hoje calculado em 3,5%, haverá pressão na taxa de inflação, mantendo-a em torno de 7% ao ano no curto prazo (entre um e três anos). Mas espera-se que o crescimento da economia em níveis mais elevados do que os atuais estimule investimentos no setor produtivo e em infra-estrutura e, a partir da maturação desses investimentos, a maior capacidade produtiva da economia melhore os ganhos em escala e reduza naturalmente o nível de preços no médio prazo.



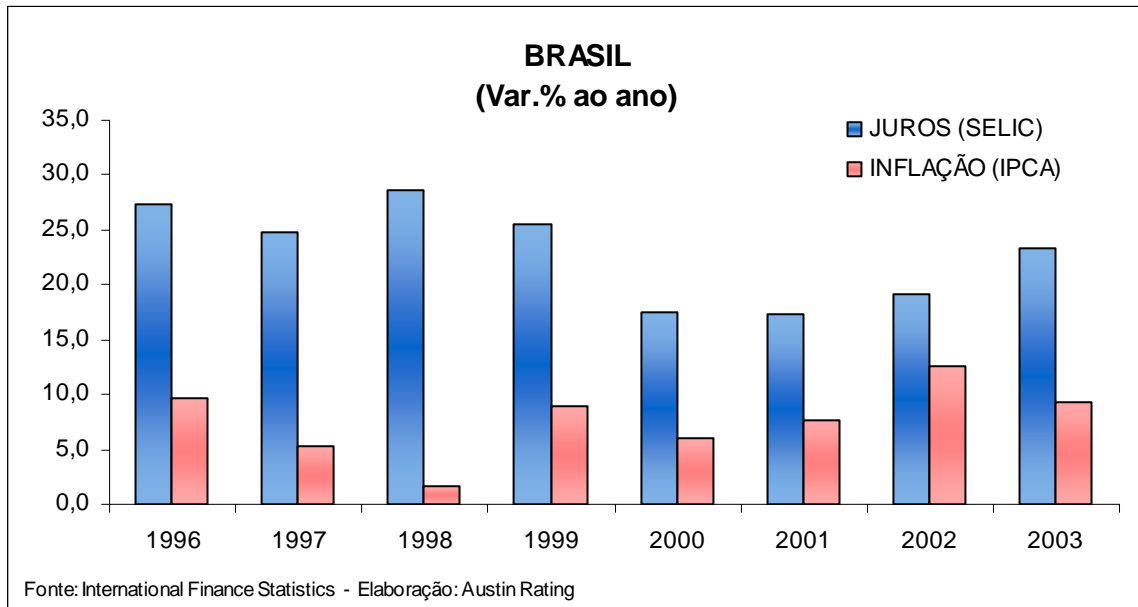
A EXPERIÊNCIA INTERNACIONAL

A experiência internacional revela que a maioria dos países que adotou o sistema de metas para inflação anotou bom resultado com relação à queda e controle da taxa de inflação, conferindo boa credibilidade ao sistema, inclusive em países emergentes como México e Polônia.

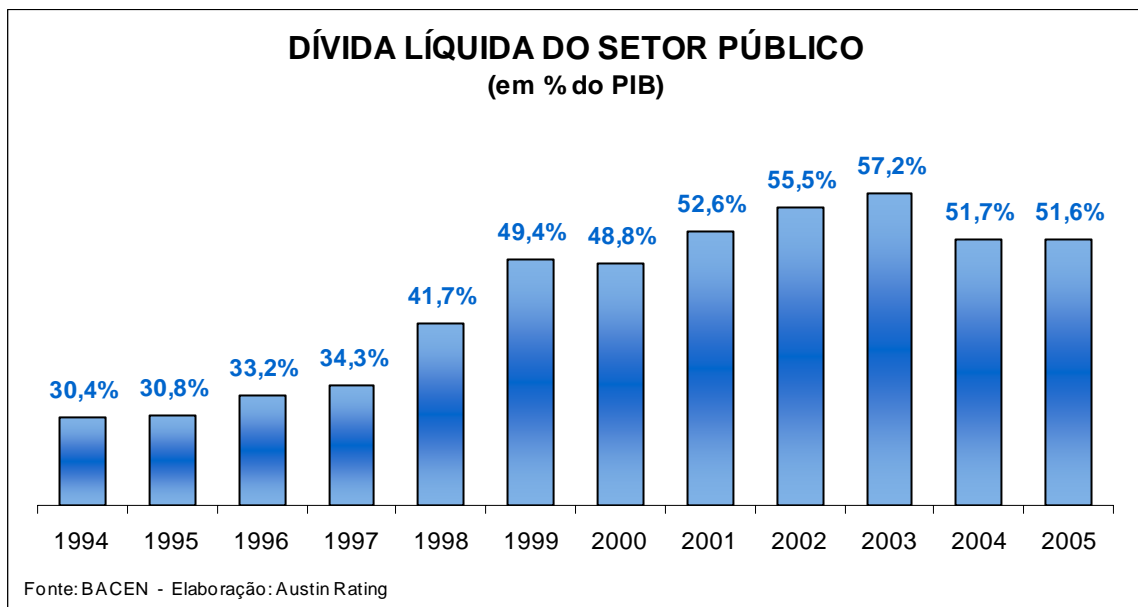


Na maioria dos casos foi verificado que a taxa de juros, instrumento clássico de política monetária em um sistema de metas no combate à inflação, parte de um nível mais elevado no período pré-adoção do sistema e se reduz ao longo do tempo após a adoção do regime.

No Brasil, a dinâmica observada entre taxa de juros e inflação, após a adoção do sistema de metas é parecida com a dos demais países, mas não é a mesma! A taxa de juros e a taxa de inflação apresentam razoável recuo logo após a adoção do sistema, em 1999, mas a retomada da alta dos preços a partir de 2001 requer uma ação de combate e a autoridade monetária gera um novo ciclo de alta da taxa de juros, onerando a atividade econômica no período subsequente.



O cerne do problema da taxa de juros no Brasil, que não fica abaixo de 15% ao ano há aproximadamente 31 anos – desde março de 1975 (13,6%) – é, sem dúvida alguma, o elevado nível do endividamento público (51,6% do PIB). Com a grande necessidade de se financiar, o governo paga uma “taxa de retorno” elevada a seus credores.



Além do problema do endividamento público, há outros fatores adjacentes que também emperram uma redução mais acentuada da taxa de juros, como é o caso da histórica dependência do capital estrangeiro, mas que tem se reduzido nos últimos anos. Vale lembrar que essa dependência gerava a necessidade de rentabilizar “bem” o capital estrangeiro para mantê-lo no país e não desestabilizar a economia. Além disso, há também a atual estrutura de preços da economia que concentra reajustes automáticos das principais tarifas públicas e reajuste anual de salários via dissídios coletivos de algumas categorias de classe.

A maioria dos fatores listados acima está ausente nas demais economias que adotaram o regime de metas e, portanto, o nível de sucesso tem sido muito maior quantitativa e qualitativamente do que a experiência vivenciada pelo Brasil desde 1999.

Como dito anteriormente, a autoridade monetária está com o placar do regime de metas a seu favor, pois cumpriu quatro das sete edições, no entanto, não se questiona se a lição de casa foi feita ou não, mas sim a que custo esse “placar favorável” tem sido mantido?

Creemos que a adoção de todas, ou pelo menos algumas, das medidas sugeridas neste trabalho certamente darão resultados muito mais robustos qualitativamente, sem que haja perda de credibilidade, como pode ser constatado nas diversas economias que serviram como exemplo. Lembrando que é um grande erro manter um sistema estático para algo que é dinâmico, como ocorre no caso brasileiro.

ANEXO I

A sistemática de metas para inflação foi instituída no Brasil em 21 de junho de 1999, através do Decreto nº. 3.088, com a finalidade de dar a diretriz para fixação do regime de política monetária. Na época, o Banco Central do Brasil era presidido por Arminio Fraga Neto.

O índice que baliza o sistema de metas para inflação é o Índice de Preço ao Consumidor Amplo (IPCA) calculado e divulgado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). As metas para inflação, bem como seus intervalos de tolerância, são determinadas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), que toma como ponto inicial uma proposta feita pelo Ministro da Fazenda. O CMN é composto pelo Ministro da Fazenda, Ministro do Planejamento Econômico e o presidente do Banco Central.

No ato da adoção do sistema de metas, em junho de 1999, o CMN determinou as metas para os anos de 1999, 2000 e 2001. O CMN se reúne todos os anos, ao final do mês de junho, para revisar e alterar, caso necessário, a meta do ano subsequente à reunião e, também, determinar a meta para o ano posterior. Ou seja, em junho de 2005, o CMN reavaliou a meta de 2006, que está em 4,5% com intervalo de confiança de 2,0 pontos percentuais para cima ou para baixo, e determinou a meta de 2007 com seus respectivos intervalos de tolerância.

A tarefa de cumprir os parâmetros da meta de inflação, determinados pelo CMN, fica a cargo do Comitê de Política Monetária (Copom), que é composto pelo presidente do Banco Central e seus diretores – hoje são oito no total. **Considera-se o cumprimento da meta de inflação quando o resultado do IPCA do ano-calendário ficar dentro dos intervalos de tolerância e não simplesmente no valor da meta central.**

Caso a meta não seja cumprida, o presidente do Banco Central divulgará publicamente as razões do descumprimento, por meio de carta aberta ao Ministro da Fazenda, que deverá conter, obrigatoriamente, a descrição das causas do descumprimento, as providências para assegurar o retorno da inflação aos limites estabelecidos e o prazo no qual se espera que as providências produzam efeito.

O sistema de metas contempla ainda a publicação trimestral do Relatório de Inflação, abordando o desempenho do regime de “metas para inflação”, os resultados das decisões passadas de política monetária e a avaliação prospectiva da inflação.

Alex Agostini
Economista–Chefe

Erivelto Rodrigues
Presidente

Austin Rating Classificadora de Risco
Rua Leopoldo Couto de Magalhães Jr., 110 – 7º andar – Cj. 73
Itaim – São Paulo – SP – Brasil
Telefone: (11) 3709–1500 / Fax: (11) 3168–1083
www.austin.com.br