
EFICIÊNCIA DO SISTEMA DE METAS INFLACIONÁRIAS NO BRASIL: ANÁLISE DAS AÇÕES DA AUTORIDADE MONETÁRIA E COMPARAÇÃO DE RESULTADOS COM A ÂNCORA CAMBIAL (1995 – 2004)

EFFICIENCY OF THE INFLATION TARGETING SYSTEM IN BRAZIL: AN ANALYSIS OF THE MONETARY AUTHORITY'S ACTIONS AND A COMPARISON OF RESULTS WITH THE EXCHANGE RATE ANCHOR (1995 – 2004)

José Costa Miranda Júnior

(Graduado em Ciências Econômicas (UFMA), Mestre em Economia do Setor Público (UnB), Auditor de Finanças e Controle da Controladoria-Geral da União.)

Gláuber Tulio Fonseca Coelho

(Graduado em Engenharia Civil pela UEMA e Ciências Econômicas pela UFMA, mestre em Saneamento Ambiental pela UFC e doutor em Meio Ambiente e Desenvolvimento Regional pela UNIDERP, docente e pesquisador.)

Revista Interlocus, volume 2, número 5, 2026

DOI: 10.5281/zenodo.22211665

Editor: Gláuber Tulio Fonseca Coelho

Artigo recebido: 20/08/2026

Artigo Aceito: 30/08/2026

Artigo Publicado: 31/08/2026

RESUMO: Estudo sobre o sistema de metas inflacionárias no Brasil. Analisam-se as justificativas para a escolha do mesmo, dando ênfase aos conceitos de credibilidade e transparência, desejáveis às decisões tomadas pela autoridade monetária. Por fim, procura-se uma medida de eficiência do sistema de metas inflacionárias, partindo-se da comparação de alguns dos seus resultados alcançados com resultados obtidos com o regime da âncora cambial.

PALAVRAS-CHAVE: Economia brasileira. Inflação. Metas de inflação. Credibilidade da autoridade monetária.

ABSTRACT: Treatise about the inflation targeting system in Brazil. The reasons for the choice of the inflation targeting system are analyzed, emphasizing the credibility and transparency concepts, inherent to the decisions taken by the monetary authority. At last, a seek for an efficiency measure is made, starting from the comparison of some of its results achieved with the results of the exchange rate anchor system.

KEYWORDS: Brazilian economy. Inflation. Inflation Targets. Monetary authority's credibility.



1 INTRODUÇÃO

Altas taxas de inflação sempre se configuraram como um grande problema na economia brasileira, fenômeno esse acentuado durante a década de 1980 e início da década de 1990, em que aqui se presenciou uma ameaça de hiperinflação.

Na verdade, o que aconteceu foi que os agentes aprenderam a se 'defender' da inflação, e na medida em que se fortalecia esse movimento, uma economia cada vez mais indexada fazia-se presente. O aspecto mais preocupante desse cenário era a intensificação de um processo de autonomização da inflação, que insistia em manter-se em patamares cada vez mais elevados. Surgia então a chamada inflação inercial.

O Plano Real, na medida em que possuía como ponto de partida uma indexação plena da economia (através da URV – Unidade Real de Valor), conseguiu superar o problema das tensões existentes na estrutura de preços relativos da economia.

Como alternativa ao regime anterior, que era baseado em uma paridade entre o real e o dólar, surge o sistema de metas inflacionárias no Brasil – objeto de estudo deste trabalho. Nesse sentido, além do contexto da implantação do regime, procuram-se fatores que possam justificar a adoção do mesmo. De uma maneira em que a ênfase é dada nos quesitos maior credibilidade e transparência das decisões tomadas pela autoridade monetária, objetivando o controle das expectativas dos agentes, com a assunção de que essas são elaboradas cada vez mais embasadas em cenários previstos futuramente do que em cenários construídos com base em informações passadas.

De acordo com Giambiagi e Carvalho (2001): "O sistema em questão baseia-se na definição de uma meta explícita para a variação dos preços por parte das autoridades e na atribuição de uma responsabilidade formal ao Banco Central pelo alcance do resultado desejado." (2001, p. 7)

Através do Decreto nº 3.088, de 21 de junho de 1999, o Brasil aderiu formalmente à sistemática de metas inflacionárias para o estabelecimento de diretrizes para a política monetária. Ficou também decidido que as metas e os respectivos limites de tolerância seriam definidos pelo CMN – Conselho Monetário Nacional, e que a inflação seria medida oficialmente pelo IPCA. A via de ação do Banco Central, no sentido de convergência dos níveis de inflação às metas definidas pelo CMN, se daria através da fixação de metas para a taxa de juros nominal de curto prazo da economia (a taxa Selic).

Na etapa conclusiva do trabalho, traz-se à tona o conceito de eficiência do sistema de metas inflacionárias no Brasil, mediante uma verificação de alguns dos resultados obtidos em comparação aos resultados obtidos com a âncora cambial.

2 ANÁLISE DAS AÇÕES ADOTADAS PELA AUTORIDADE MONETÁRIA

Nesta etapa do trabalho, após abordados o contexto e os principais determinantes da adoção de um sistema de metas inflacionárias no Brasil, tratar-se-á de uma análise envolvendo as decisões de política monetária e resultados verificados ao longo dos anos, desde a adoção dessa sistemática.

Para tanto, toma-se como base as atas divulgadas pelo COPOM. Em que são explicitados os principais índices conjunturais da economia, bem como a pressão que esses possam vir a exercer na convergência da taxa de inflação aos objetivos traçados pela política monetária, e a definição da meta para a taxa de juros de curto prazo da economia.

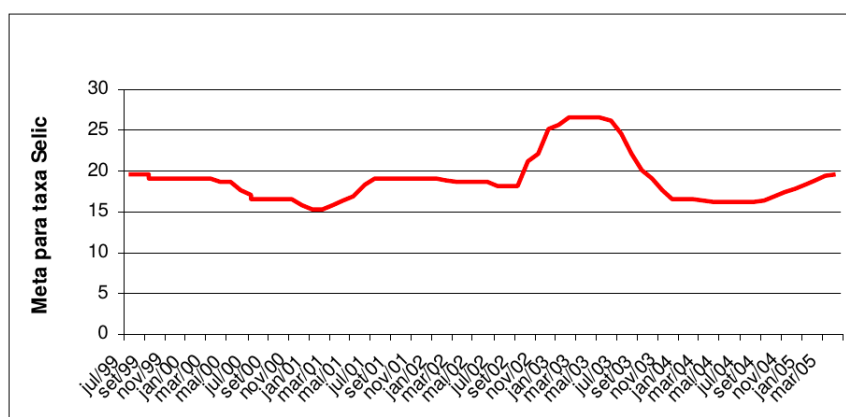
Nesse sentido serão analisadas as atas das seguintes reuniões: 76^a – outubro de 2002¹; 79^a – dezembro de 2002; 85^a – junho de 2003; 95^a – abril de 2004; 98^a – julho de 2004; 100^a – setembro de 2004.

A opção por essas atas baseou-se em um critério de escolha daquelas em que se puderam evidenciar mudanças no comportamento da autoridade monetária, ou mesmo a intensificação de um movimento anteriormente determinado na variável de controle – a taxa Selic.

¹Reunião extraordinária do COPOM.

Na figura 1, abaixo, são mostradas as decisões do COPOM a respeito da determinação da taxa Selic desde a implantação do sistema de metas inflacionárias.

Figura 1 – Determinação da taxa Selic pelo COPOM



Fonte: Banco Central do Brasil – Em Sistema de Metas para a inflação – Histórico das taxas de juros.

2.1 Ata da 76ª reunião – outubro de 2002

Primeiramente, denota-se o caráter extraordinário dessa reunião, dada em um conturbado ano de decisão eleitoral. No intuito de conter as pressões inflacionárias na economia, optou-se por uma elevação da taxa de juros de curto prazo (Selic), de 18% a.a. para 21% a.a.

De acordo com o documento em referência: "A convocação de uma reunião extraordinária para o Copom teve como objetivo não adiar decisões que transparecem como naturais ao Banco Central, comprometido com as metas de inflação, em um cenário econômico mais adverso." (BANCO CENTRAL DO BRASIL – Ata da 76ª Reunião, 2002). O que deixa explícito o comprometimento da autoridade monetária em relação à manutenção da estabilidade do nível de preços da economia.

Como reflexo dos temores de mudanças significativas na condução da política de um novo Governo, a forte depreciação cambial à que foi submetida nossa moeda durante o ano em que ocorreram as eleições presidenciais, acabou se tornando o maior responsável pela deterioração do cenário previsto pelo Banco Central do Brasil.²

Nesse sentido, alguns índices de preços foram bastante sensibilizados por essa desvalorização cambial.³ Não obstante, as expectativas do mercado e consequentemente as do COPOM alteraram-se substancialmente, sendo deslocadas de seu eixo de convergência para as metas traçadas para 2002 e 2003.

Essas expectativas, formadas no ambiente de tensão já descrito, contribuíram para a decisão da autoridade monetária. A esse respeito, tem-se que:

(...) Desde a reunião de setembro do Copom, a evolução de diversos indicadores econômicos alterou as expectativas de inflação para 2002 e 2003. De acordo com a Gerência Executiva de Relacionamento com Investidores do Banco Central do Brasil (Gerin), a mediana das expectativas de mercado para o IPCA de 2003 subiu de 5,2% para 5,9% desde 16 de setembro (...) (BANCO CENTRAL DO BRASIL – Ata da 76ª Reunião, 2002)

²Analisando essa relação entre desvalorização cambial e inflação – o chamado pass through – GOLDFAJN e WERLANG (2005) alcançam os seguintes determinantes da intensidade do pass through: (a) em situações nas quais existem indicativos de expansão de uma economia, torna-se mais fácil o repasse do aumento dos custos (advindos da desvalorização cambial) para o preço final de seus produtos; (b) o pass through é fortemente afetado pela taxa de câmbio real; (c) persistentes índices de inflação podem influenciá-lo; (d) o grau de abertura de uma economia também afeta a intensidade do pass through. Observando a economia brasileira em 2002 (no intuito de traçar um paralelo com os determinantes do pass through), pôde-se chegar nas seguintes conclusões: em 2002 houve mais períodos de retração da economia do que de expansão da mesma; desde a década de 90, intensificou-se o processo e o grau de abertura da economia brasileira; a depreciação do câmbio real foi elevada no Brasil em 2002. Dessa maneira, pode-se elencar a variação do câmbio real como fator determinante do pass through na economia brasileira nesse mesmo ano.

³Como foi o caso do Índice de Preços no Atacado – Disponibilidade Interna (IPA-DI), que teve uma variação de 3,84% em setembro de 2002; e o Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI), que variou 2,64% no mesmo mês. Fonte: Instituto Fundação Getúlio Vargas, Conjuntura Econômica (FGV/Conj. Econômica) – em IPEA.

O documento, conforme assinalado anteriormente, deixa explícito que o objetivo mor do Comitê é a estabilidade dos preços na economia. Não devendo tal ideia ser confundida com a necessidade de manutenção de uma determinada taxa de câmbio de equilíbrio pela autoridade monetária. Essa ideia materializa-se na preocupação com os efeitos da desvalorização cambial sobre os preços domésticos. Nesse sentido, conclui a ata:

(...) O aumento da projeção de inflação para acima da meta ajustada para 2003 recomenda uma política monetária mais restritiva, mesmo que a causa primária da inflação não esteja relacionada com um aumento da demanda, mas sim com o efeito sobre os preços domésticos de uma depreciação cambial significativa. Uma política monetária mais restritiva diminui o repasse da desvalorização cambial para os preços e melhora as expectativas de inflação. Dessa forma, criam-se as condições para a retomada do crescimento sustentado, ou seja, não inflacionário, já no próximo ano. (...) (BANCO CENTRAL DO BRASIL – Ata da 76ª Reunião, 2002)

No documento analisado, a decisão de aumentar a taxa de juros básica, surge então como medida a conter as pressões inflacionárias decorrentes de uma desvalorização cambial e deterioração das expectativas dos agentes. Pressões inflacionárias essas, geradas não no âmbito da demanda, e sim no lado da oferta.

Essa decisão, tomada em um momento de instabilidade – dado o conturbado ambiente de expectativas em relação às mudanças no cenário político – visava antes de tudo, uma sinalização aos agentes econômicos por parte do Banco Central brasileiro, do seu comprometimento com as estratégias definidas para o controle da inflação.

2.2 Ata da 79ª reunião – dezembro de 2002

A escolha da Ata dessa reunião para análise deu-se em função da determinação de uma intensificação do processo de elevação da taxa Selic⁴ – iniciada com a 76ª reunião, cujo documento já fora analisado.

Mais uma vez, os efeitos da desvalorização cambial fizeram-se presentes na determinação dos choques de oferta do período. Desta vez associados a restrições na oferta de produtos agrícolas.⁵ Segundo a Ata da 79ª Reunião:

(...) Os índices de preços acusaram expressiva variação em novembro, refletindo, principalmente, os efeitos dos choques de oferta presentes no segundo semestre de 2002 – depreciação da taxa de câmbio e restrições na oferta de produtos agrícolas. O Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) cresceu 3,02% em novembro, acumulando variação de 10,22% no ano e 10,93% em doze meses. (...) (BANCO CENTRAL DO BRASIL – Ata da 79ª Reunião, 2002)

A variação do IPCA em novembro foi de 3,02%, substancialmente superior à sua variação em outubro (1,31%) e em setembro (0,72%). Outros índices de preços também demonstraram significativas alterações: o IGP-DI em novembro variando 5,84%, frente às suas variações em outubro (4,21%) e em setembro (2,64%); o IPA-DI que variou em novembro 7,45%, frente às suas variações em outubro (6,02%) e em setembro (3,84%).⁶

Tais resultados reforçavam os impactos nocivos de uma brusca desvalorização cambial à formação de preços na economia – processo esse que começava pelos bens comercializáveis e se alastrava ao restante do sistema.

Em relação ao IPCA observado, as mudanças nos preços dos produtos ou bens comercializáveis responderam por aproximadamente 47% da variação verificada para esse índice.

A despeito do cenário de elevação da taxa de juros – iniciado em outubro de 2002 – e das elevações nos preços verificadas, a demanda agregada demonstrou sinais de expansão, tornando-se objeto de

⁴A meta para a taxa de juros básica (Selic) foi elevada de 22% a.a. para 25% a.a. nessa reunião do COPOM.

⁵Os efeitos negativos da restrição na oferta de produtos agrícolas apresentavam, entretanto, sinais de que não perdurariam por muito tempo. Segundo a Ata: "Os preços agrícolas, embora com variação em patamar ainda elevado, 8,42% ante 8,65% em outubro, mostraram sinais de arrefecimento e delinearam a perspectiva de reversão nos próximos resultados." (BANCO CENTRAL DO BRASIL – Ata da 79ª Reunião, 2002)

⁶O IGP-DI e o IPA-DI são mais sensíveis a variações cambiais, principalmente por refletirem os preços dos bens ou produtos comercializáveis.

preocupação para a autoridade monetária – no sentido da ação por parte da mesma no intuito de não sancionar uma espiral inflacionária na economia. Segundo o documento analisado:

(...) o crescimento observado no nível de atividade tem sido proporcionado, principalmente, pela manutenção da atividade varejista em patamar relativamente elevado e pela expansão, bem caracterizada, dos saldos de comércio exterior. Refletindo esses fatores, a atividade fabril tem registrado expansão gradual ao longo deste segundo semestre. Para os próximos meses, é possível delinear cenário favorável à continuação dessa expansão. O ajuste de estoques observado no segmento industrial, o nível de inadimplência relativamente baixo, a perspectiva de menor comprometimento do 13º salário, proporcionado pelos desembolsos do FGTS, e a recuperação das expectativas, são elementos que contribuem nesse sentido. (...) (BANCO CENTRAL DO BRASIL – Ata da 79ª Reunião, 2002)

Merece também atenção o comportamento da curva de juros futuro da economia, que é mencionado na Ata da seguinte forma:

(...) Na véspera da reunião do Copom de novembro, o spread entre a meta para a taxa Selic e a taxa de um mês era de 192 pontos, em conformidade com a expectativa de elevação da meta. Na mesma data, o spread da taxa de um ano estava em 1045 p.b. Com a divulgação dos elevados índices de inflação de novembro, as taxas de juros de curto prazo voltaram a subir, em compasso com a percepção de nova elevação da meta, enquanto as taxas de um ano recuaram com a percepção de menor risco país. No final do período, em 17 de dezembro, o spread de curto prazo atingiu 253 p.b. e o de um ano, 717 p.b. (...) (BANCO CENTRAL DO BRASIL – Ata da 79ª Reunião, 2002)

Apesar de a autoridade monetária possuir o controle da taxa de juros de curto prazo da economia, o mesmo não acontece com a curva da taxa de juros no longo prazo, que de fato é a que sinaliza o custo do crédito e financiamento para a indústria.

Uma elevação das expectativas da taxa de juros de curto prazo não acompanhada pelo mesmo comportamento na curva de juros de longo prazo não produz eficientemente o efeito desejado pela autoridade monetária – a elevação de custos na assunção de passivos a longo prazo por parte das empresas em geral.

As expectativas do mercado também influenciaram a decisão de aumentar a taxa Selic. De acordo com a Ata: "As expectativas de inflação para 2003, coletadas pela Gerin do Banco Central do Brasil, aumentaram entre as duas últimas reuniões do Copom, passando de 9,8%, em novembro, para 11,0% em dezembro. Desde setembro, a mediana das expectativas para a inflação dobrou." (BANCO CENTRAL DO BRASIL – Ata da 79ª Reunião, 2002)

As mudanças nos índices de preços verificadas, o movimento de recuperação da demanda agregada, as expectativas do mercado em relação às taxas reais de juros e os impactos da desvalorização cambial determinaram alterações nas projeções do COPOM para a inflação do ano de 2003.

Nesse sentido, o COPOM justifica a opção pela elevação da taxa de juros da seguinte maneira:

(...) em um ambiente de deterioração de expectativas, inflação ascendente e recuperação da atividade econômica, aumenta-se a probabilidade de reajustes de preços, o que dificulta a convergência das expectativas para um nível mais consistente com as metas. Nesse sentido, o Copom entende que deve elevar as taxas de juros para inibir os reajustes de preços, ajudar a coordenar as expectativas e impedir que a deterioração das expectativas de inflação se auto-realize. Essa decisão de elevar a taxa de juros permitirá o recuo das expectativas de inflação em 2003. (...) (BANCO CENTRAL DO BRASIL – Ata da 79ª Reunião, 2002)

Em resumo, pode-se elencar os seguintes determinantes que nortearam a decisão tomada pelo Comitê:

(a) os persistentes efeitos da desvalorização cambial sobre a economia; (b) as expressivas variações verificadas nos índices de preços; (c) as expectativas dos agentes a respeito da inflação para 2002 e 2003; (d) a recuperação de um movimento de expansão da demanda agregada na economia.

Denotou-se anteriormente o problema da inconsistência temporal com a qual a autoridade monetária se deparava na condução da política monetária.

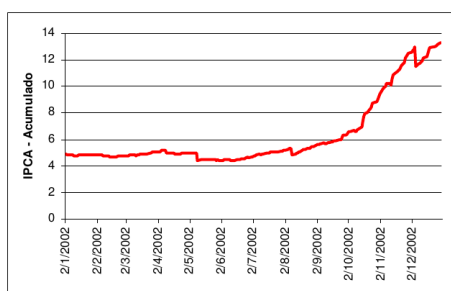
Trazendo a questão à tona novamente, e estendendo o seu sentido à determinação da confiabilidade dos agentes em relação ao comprometimento do Banco Central e a sua persistência na manutenção do curso de suas ações, são dignos de observação os seguintes aspectos: (a) o sistema de metas inflacionárias no

Brasil estava passando pelo seu primeiro 'teste de fogo'; (b) persistia na memória brasileira a falta de comprometimento do Governo com relação às políticas adotadas pelo mesmo.

Esses aspectos, quando atuantes em conjunto, afetavam de sobremaneira as expectativas dos agentes e a sua percepção em relação à inflação.

A figura 2, abaixo, denota a média das taxas de inflação acumuladas e esperadas para doze meses na economia, mensurada pelo IPCA, no ano de 2002. Nesse ano, pode-se verificar que a média das expectativas em relação à inflação mais do que dobrou.

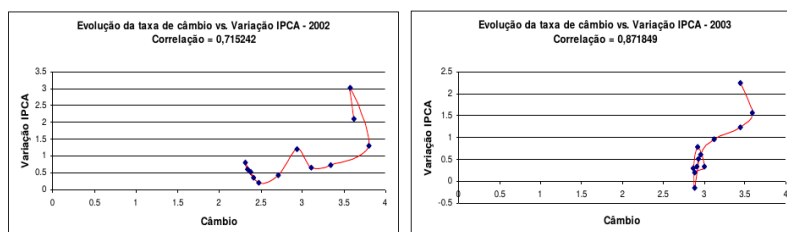
**Figura 2 – Expectativas da Inflação Acumulada nos próximos doze meses – IPCA – Média
01/01/2002 – 31/12/2002**



Sobre este aspecto, nos anos de 2002 e 2003 pôde-se verificar uma forte correlação entre a evolução das taxas de câmbio e a variação do índice de preços ao consumidor amplo no Brasil. No ano de 2002, a correlação entre câmbio e variação do IPCA ficou em 0,71, enquanto que esse resultado em 2003 foi de 0,87.

Esses resultados podem ser melhores visualizados através dos diagramas de dispersão abaixo (figura 3), relacionando as taxas de câmbio e o IPCA em 2002 e 2003.

Figura 3 – Taxa de câmbio comercial média para compra e variação do IPCA



Fonte: Elaboração do autor, a partir de dados coletados do IPEA. Taxa de câmbio comercial para compra: real (R\$) / dólar americano (US\$) – média – Banco Central do Brasil, Boletim, Seção Balanço de Pagamentos. IPCA – geral – índice (dez. 1993 = 100) – IBGE/SNIPC.

Seguindo com a análise da Ata da 85ª reunião, tem-se o terceiro aspecto digno de observação a respeito da trajetória declinante da inflação no ano de 2003. Esse, diz respeito à reversão das expectativas dos agentes. De acordo com o documento: "(...) a política monetária tem contribuído para reverter as expectativas de inflação e combater as pressões inflacionárias por meio do controle do nível da demanda agregada." (BANCO CENTRAL DO BRASIL – Ata da 85ª Reunião, 2003)

A demanda agregada comporta-se como um vetor de propagação dos efeitos inflacionários em uma economia.⁸ O controle da taxa de juros de curto prazo visa justamente a 'supressão' de tal vetor, de maneira tal que a autoridade monetária não venha a sancionar uma elevação no nível dos preços.

No início do ano de 2003 verificou-se um caráter inercial à inflação brasileira, em que os agentes reajustavam os seus preços baseados em uma inflação passada. Porém, a política monetária restritiva em questão conteve a expansão da demanda agregada e manteve sob controle as expectativas de inflação para 2003.

Esse comportamento da inflação e de suas expectativas no ano de 2003 é evidenciado na Ata da seguinte maneira:

(...) A persistência inflacionária contribuiu para a inflação ainda elevada nos primeiros meses do ano. A maior persistência da inflação resultou do aumento da proporção de reajustes de preços baseados na taxa de inflação passada, e, como contrapartida, reduziu a parcela de preços cujos reajustes baseiam-se na inflação futura. (...) Esse comportamento teve como consequência uma forte queda das vendas num ambiente de menor demanda e de uma política monetária comprometida em não sancionar reajustes de preços que venham a perpetuar a inflação em níveis elevados. (...) (BANCO CENTRAL DO BRASIL – Ata da 85ª Reunião, 2003)

Os resultados obtidos e as expectativas em relação à inflação sob controle possibilitaram a redução da meta para a taxa Selic.

2.4 Ata da 95ª reunião – abril de 2004

Seguindo o movimento de queda na taxa Selic iniciado em junho de 2003, nessa reunião decidiu-se pela redução da meta de 16,25% a.a. para 16% a.a. Um dos menores patamares registrados para o teto da taxa de juros básica de curto prazo desde a implantação do sistema de metas inflacionárias.

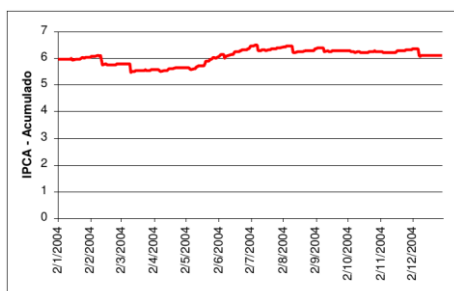
Em relação à variação observada nos índices de preços existentes, a inflação confirmou a tendência de queda prevista. Segundo o documento:

⁸Na análise da Ata da 79ª reunião, elencou-se a demanda agregada como um dos fatores que nortearam a decisão do COPOM em aumentar a meta para a taxa Selic.

(...) A inflação mostrou desaceleração em março, confirmando as expectativas delineadas para o período. O Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) variou 0,47% no mês, ante 0,61% em fevereiro, acumulando 1,85% no primeiro trimestre de 2004. O Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI) acusou variação de 0,93%, comparativamente à de 1,08% no mês anterior, perfazendo 2,84% no período de janeiro a março de 2004. As variações do IPCA, IGP-DI e IPA-DI acumuladas em doze meses mantiveram em março sua tendência de queda, alcançando, na ordem, 5,89%, 4,94% e 3,59%. (...) (BANCO CENTRAL DO BRASIL – Ata da 95ª Reunião, 2004)

Em relação às expectativas do mercado a respeito da inflação, essas se mantiveram em um patamar estável, ligeiramente acima da meta de inflação definida para 2004⁹ (ver figura 4 abaixo).

**Figura 4 – Expectativas da Inflação Acumulada nos próximos doze meses – IPCA – Média
01/01/2004 – 31/12/2004**



Fonte: Banco Central do Brasil – *Em Sistema de Metas para a inflação – Relacionamento com investidores – Expectativas de Mercado – séries históricas.*

Dessa forma, merecem atenção no documento, aspectos que normalmente determinariam prudência à autoridade econômica no tocante a uma redução na meta para a taxa de juros básica, como por exemplo a tentativa por parte das empresas (que possuem os seus preços monitorados por contrato) de repassarem aumentos de custos aos preços finais cobrados aos consumidores.

Conforme a Ata em referência:

(...) Em relação aos monitorados, ressalte-se que as elevações de preços observadas recentemente em determinados itens têm se mostrado superiores às expectativas (...) Esses aumentos têm incorporado, além dos aumentos de custos indexados a índices de preços, altas decorrentes da realização de investimentos por parte das distribuidoras e parcela do reajuste devido em 2003. (...) (BANCO CENTRAL DO BRASIL – Ata da 95ª Reunião, 2004)

Enquanto que o índice oficial da inflação é o IPCA, servindo esse índice para a formação dos preços na economia, boa parte dos preços monitorados ou administrados tem o seu reajuste por contrato, em que se prevê o uso de índices gerais de preços para o seu balizamento.¹⁰

Segundo o documento: "(...) considerando todos os itens administrados por contrato e monitorados, com peso total de 28,8% no IPCA de março, projeta-se aumento de 7,4% ao longo do ano, 0,1 p.p. maior do que o projetado na reunião anterior (...)" (BANCO CENTRAL DO BRASIL – Ata da 95ª Reunião, 2004)

De acordo com o boletim de acompanhamento conjuntural de abril de 2004 fornecido pelo IPEA: "A obtenção da meta de 5,5%, portanto, dependerá de uma condução cuidadosa da política monetária, que leve em conta o impacto do choque de oferta e dos reajustes de preços administrados sobre os preços ao consumidor." (IPEA, 2004, p. 4)

Apesar de as expectativas do mercado estarem situadas acima da meta, no cenário elaborado pelo COPOM projeta-se uma inflação abaixo da meta. O que no documento em análise é explicitado da seguinte maneira:

⁹A meta de inflação definida para 2004 era de 5,5%.

¹⁰A esse respeito, tem-se Figueiredo e Ferreira (2002): "Vem existindo uma diferença entre os índices gerais de preço e os índices de preço ao consumidor. Como os contratos de alguns dos preços administrados estão indexados aos índices gerais, isto por si só faz com que haja uma diferença na evolução dos preços administrados e livres. No entanto, deve-se ressaltar que boa parte dessa diferença está relacionada ao repasse cambial diferenciado nos dois tipos de índices". (FIGUEIREDO e FERREIRA, 2002, p. 18)

(...) A partir da hipótese de um menor grau de persistência da inflação, considerada pelo Copom desde a reunião de março (...) concluiu-se que as projeções de inflação estão ligeiramente abaixo da meta de 5,5% para 2004 e abaixo da meta de 4,5% para 2005. De acordo com o cenário de mercado, que incorpora as trajetórias para a taxa de câmbio e para a taxa Selic esperadas pelos agentes do mercado na véspera da reunião do Copom (...) as projeções encontram-se acima da meta tanto para 2004 quanto para 2005. (...) (BANCO CENTRAL DO BRASIL – Ata da 95ª Reunião, 2004)

A opção pela redução gradual da meta para a taxa Selic deu-se em um ambiente não tão favorável para tal, diante da existência de possíveis fontes de pressões inflacionárias na economia.

Denota-se aqui que essas possíveis fontes de inflação deveriam ter merecido uma maior atenção por parte da autoridade monetária, no sentido da manutenção de sua reputação e consequente credibilidade, de maneira a manter a taxa de juros em um patamar estável, reduzindo futuras variações no nível do produto.

2.5 Ata da 98ª reunião – julho de 2004

Nessa reunião, optou-se pela manutenção da meta para taxa Selic em 16,00% a.a. mesmo diante um cenário mais adverso, em que prevaleceram mudanças nas trajetórias dos índices de preços da economia e expectativas dos agentes.

A respeito da evolução do IPCA, pode ser encontrado na Ata da 98ª reunião o seguinte: "A aceleração na variação mensal do IPCA refletiu, principalmente, o impacto da elevação dos preços dos combustíveis, juntamente com a continuidade da alta dos preços dos alimentos." (BANCO CENTRAL DO BRASIL – Ata da 98ª Reunião, 2004)

Em relação à variação dos preços monitorados e livres, tem-se que:

(...) Em junho, além dos preços livres (aumento de 0,58%), os preços monitorados também passaram a pressionar a inflação, com um aumento de 1,03%, impulsionado pelos reajustes do preço da gasolina, resultando em uma inflação de 0,71% para o IPCA. No primeiro semestre de 2004, os preços livres acumularam um aumento de 3,77%, o que equivale, em termos anualizados, a uma inflação de 7,69%. (...) (BANCO CENTRAL DO BRASIL – Ata da 98ª Reunião, 2004)

Além das variações observadas nos índices de preços, outros aspectos são denotados negativamente, na sua capacidade de exercer pressões sobre os índices de inflação. Um desses aspectos é a contínua expansão da economia. De acordo com o documento: "A atividade econômica tem mostrado um vigor significativo, continuando a exibir na margem um ritmo superior às estimativas de crescimento feitas no fim do ano passado." (BANCO CENTRAL DO BRASIL – Ata da 98ª Reunião, 2004)

Um outro aspecto surge como consequência dessa expansão não 'planejada' da economia: o aumento do nível de utilização média da capacidade instalada na indústria.

Nesse sentido, uma maior pressão da demanda, dado o nível de utilização da capacidade instalada, quando associada à falta de novos investimentos e a queda na capacidade ociosa da economia pode vir a ser uma potencial fonte inflacionária.

Retomando o modelo de determinação da taxa de juros de curto prazo de TAYLOR (1994 apud DELFIM NETTO, 1999, p. 364):

$$i_t = \pi_t + g.y_t + h.(\pi_t - \pi^*) + r_f + v_t$$

Tem-se que uma das variáveis determinantes da taxa de juros de curto prazo (i_t) é a mensuração da diferença entre o PIB potencial e o PIB efetivo da economia (y_t), resultado esse conhecido como hiato do produto.¹¹

Em relação ao hiato do produto, pode-se encontrar o seguinte no documento em análise, o que demonstra a falta de definição por parte da autoridade monetária no tratamento dessa potencial fonte de inflação.

(...) Considerando-se a absorção doméstica de bens de capital, estimada como a produção desses bens acrescida das importações e deduzido o valor destinado a exportações, o crescimento foi de

¹¹DORNBUSCH e FISCHER (1982) a respeito do hiato do produto: "(...) serve como uma medida de folga na atividade econômica ou do desperdício de recursos produtivos (...)" (1982, p. 22)

11,4% no mesmo período. Em um quadro como esse, que combina rápido crescimento da demanda com retomada de investimentos, torna-se mais impreciso o cálculo da distância entre o produto efetivo e potencial – o chamado hiato do produto –, que é crucial para a avaliação de pressões inflacionárias. (...) (BANCO CENTRAL DO BRASIL – Ata da 98ª Reunião, 2004)

No que concerne ao cenário elaborado pelo COPOM – em que se delineia uma possível trajetória da inflação e o seu grau de convergência às metas traçadas – podem ser encontrados no documento indícios de uma reversão das expectativas da autoridade monetária. De acordo com a Ata:

(...) o contexto de dúvidas em relação ao cenário externo tem gerado uma volatilidade de curto prazo que tende a aumentar a incerteza em relação ao comportamento futuro da inflação. Esse quadro externo de incerteza apresentou alguma melhora nas últimas semanas. Entretanto, diversos outros fatores fizeram com que as projeções de inflação do Copom se deteriorassem desde a última reunião, a despeito da apreciação cambial. O aumento das expectativas de inflação dos agentes privados, a revisão para cima das projeções das tarifas de telefonia e a aceleração do crescimento da economia levaram a um aumento da inflação esperada pelo Copom (...) A situação, de um lado, de rápido crescimento da demanda e, de outro, de crescimento dos investimentos, tem gerado uma maior incerteza sobre a capacidade de se expandir a oferta de bens e serviços sem a emergência de pressões inflacionárias. (...) (BANCO CENTRAL DO BRASIL – Ata da 98ª Reunião, 2004)

Apesar da adversidade do cenário aqui descrito, em que prevalecia a deterioração das expectativas do Comitê em relação à inflação, há uma preocupação por parte do COPOM em adequar o hiato do produto existente na economia.

Na verdade, podem-se extrair segmentos da Ata que indicam um nível de comprometimento da autoridade monetária com o crescimento da economia, no sentido da manutenção de um ambiente estável para a ampliação da capacidade produtiva da economia. O que parece ir de encontro a comportamentos já adotados anteriormente, visando estritamente a estabilidade dos preços. Segue-se o seguinte trecho da Ata:

(...) Mesmo com a piora do quadro inflacionário, e o posicionamento da política monetária que ela requer, não há razões para que as expectativas de crescimento econômico sejam revistas. Na verdade, ao combater os efeitos de segunda ordem dos choques observados recentemente, agindo com a cautela recomendada nesse tipo de situação, a política monetária atua no sentido de preservar o crescimento sustentado no médio prazo, promovendo a necessária compatibilização do ritmo de expansão da demanda agregada com a ampliação da capacidade produtiva da economia. (...) (BANCO CENTRAL DO BRASIL – Ata da 98ª Reunião, 2004)

Trabalhando-se o conceito de credibilidade já apresentado,¹² em conjunto ao de reputação¹³ da autoridade monetária, pode-se chegar a um denominador comum entre ambos: deve existir clareza, definição, e transparência por parte da autoridade monetária em relação aos objetivos traçados pela mesma quando da condução da política monetária.

No caso brasileiro, a estabilidade dos preços foi eleita como objetivo da autoridade monetária, com as metas de inflação exercendo o papel de âncora nominal da economia. Caso os agentes percebam que a autoridade monetária não esteja seguindo o curso de suas ações, corre-se o risco de se prevalecer então uma tendência inflacionária no sistema.

Comentou-se na análise da Ata da 95ª reunião que maior atenção deveria ser dada a alguns vetores que poderiam pressionar a inflação no futuro. Esses vetores, quando aliados à indefinição da autoridade monetária em relação aos seus objetivos, podem minar a credibilidade com a qual essa conta para exercer suas ações. Em um ambiente de baixa credibilidade e reputação da autoridade monetária, a política por essa exercida torna-se cada vez menos crível, em um processo em que há a gradual perda do controle sobre as expectativas dos agentes.

2.6 Ata da 100ª reunião – outubro de 2004

Na reunião do COPOM de outubro de 2004 iniciou-se o processo de elevação da taxa de juros básica da economia, que se estendeu até maio de 2005 – nesse primeiro momento a meta para a taxa Selic passou

¹²A respeito da credibilidade da autoridade monetária, Sicsú (2002a) afirma o seguinte: "Uma política monetária crível seria aquela definida por regras e objetivos que os agentes acreditam que serão mantidos (...)" (2002a, p. 705)

¹³Sobre a reputação da autoridade monetária, um erro por parte da autoridade monetária teria como consequência a redução de sua reputação perante aos agentes, o que certamente importaria restrições futuras à sua credibilidade.

de 16,00% a.a. para 16,25% a.a. Será analisado agora sob qual contexto deu-se essa decisão, no intuito de verificação da consistência das ações da autoridade monetária.

Analisando-se primeiramente a evolução do IPCA, tem-se que a sua variação em agosto (0,69%) fora menor do que a sua variação em julho (0,91%). Porém, alguns aspectos inerentes a esse índice de preços mereceram a atenção do COPOM. O primeiro deles diz respeito ao IPCA acumulado em 12 meses. De acordo com a Ata: "No acumulado de 12 meses, observa-se, desde maio, tendência de aceleração tanto no IPCA quanto em seus componentes, classificados em comercializáveis, não-comercializáveis e monitorados." (BANCO CENTRAL DO BRASIL – Ata da 100ª Reunião, 2004)

Um outro aspecto diz respeito à variação do núcleo de inflação para o IPCA. Segundo o documento em análise: "O núcleo de inflação para o IPCA, calculado por exclusão de alimentos no domicílio e preços monitorados, foi de 0,56% em agosto, ante 0,46% em julho, acumulando 7,47% em doze meses e 5,59% nos primeiros oito meses do ano." (BANCO CENTRAL DO BRASIL – Ata da 100ª Reunião, 2004). Segundo a avaliação do COPOM, a variação do núcleo seria incompatível com a meta traçada para a inflação em 2004.

No que se refere à inflação projetada para os anos de 2004 e 2005, tanto no cenário elaborado pelo COPOM, quanto no cenário elaborado pelo mercado, as projeções em questão ficaram acima das metas definidas na época. De acordo com o documento:

(...) A partir das hipóteses do cenário de referência, que incluem a manutenção da taxa de juros em 16% ao ano e da taxa de câmbio em patamar próximo ao que prevalecia na véspera da reunião do Copom (R\$ 2,90), concluiu-se que as projeções de inflação estão acima da meta de 5,5% para 2004 e acima da meta de 4,5% para 2005. Igualmente, no cenário de mercado, que incorpora as trajetórias para a taxa de câmbio e para a taxa Selic esperadas pelos agentes do mercado na véspera da Reunião do Copom, de acordo com os dados da pesquisa realizada pela Gerência-Executiva de Relacionamento com Investidores do Banco Central do Brasil (Gerin), as projeções encontram-se acima da meta para o ano corrente e acima da meta para o próximo ano. (...) (BANCO CENTRAL DO BRASIL – Ata da 100ª Reunião, 2004)

A deterioração das expectativas é expressa da seguinte maneira no documento: "As expectativas de inflação coletadas pela Gerência-Executiva de Relacionamento com Investidores (Gerin) do Banco Central do Brasil sofreram nova deterioração desde a última reunião do Copom." (BANCO CENTRAL DO BRASIL – Ata da 100ª Reunião, 2004)

Em relação à esfera da produção na economia, podem ser encontrados alguns pontos-chaves analisados pelo COPOM, no sentido de se configurarem como possíveis fontes futuras de pressão sobre a inflação.

Nesse sentido, tem-se primeiramente o crescimento contínuo da atividade econômica concomitante à redução dos níveis de capacidade ociosa da economia. Segundo a Ata:

(...) Os dados divulgados entre as reuniões do Copom de agosto e de setembro indicaram continuidade do forte crescimento do nível de atividade. O PIB, segundo o IBGE, cresceu 4,2% no primeiro semestre em relação ao mesmo período do ano anterior, com destaque para a indústria de transformação (7,3%) e para o comércio (7,6%). (...) (BANCO CENTRAL DO BRASIL – Ata da 100ª Reunião, 2004)

Em segundo lugar, há o crescimento da renda proveniente do trabalho e a sua relação com o incremento da demanda agregada, o que na Ata é expresso da seguinte maneira:

(...) Esse aumento real da renda do trabalho, tanto o já ocorrido quanto o prognosticado para os meses vindouros, representa importante força de sustentação para o incremento da demanda em termos agregados (...) (BANCO CENTRAL DO BRASIL – Ata da 100ª Reunião, 2004)

Ainda no âmbito da produção, a redução dos níveis de capacidade ociosa na economia é mencionada na Ata da seguinte maneira:

(...) Com a produção industrial continuando a crescer a partir de patamares já elevados historicamente, um foco importante de preocupação da política monetária passa a ser a capacidade do setor produtivo de acomodar o prosseguimento da expansão da demanda. A Sondagem Conjuntural da Indústria de Transformação realizada pela Fundação Getúlio Vargas (FGV) já indicava que, em julho, a indústria trabalhava com níveis relativamente reduzidos de ociosidade,

sendo que em alguns setores a utilização da capacidade instalada estava bem próxima à máxima histórica. (...) (BANCO CENTRAL DO BRASIL – Ata da 100ª Reunião, 2004)

O papel da inércia inflacionária também é observado, na medida em que os efeitos da inflação de 2004 podem se propagar ao ano de 2005. De acordo com o documento:

(...) O fato de que os diversos índices de inflação superarão em 2004 a meta central de 5,5% estabelecida pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) para o IPCA terá implicações, por intermédio de mecanismos de inércia inflacionária, sobre a inflação de 2005. A inércia atinge tanto os preços administrados, por força de cláusulas contratuais de reajuste de tarifas, quanto os preços livres, cuja formação responde em parte às expectativas de inflação futura mas também à inflação observada no passado. (...) (BANCO CENTRAL DO BRASIL – Ata da 100ª Reunião, 2004)

Resumidamente, a decisão em levar adiante o processo de elevação da meta para a taxa de juros básica da economia foi fundamentada com base nos seguintes aspectos: (a) variação acumulada do IPCA e o comportamento do núcleo da inflação medido por esse índice; (b) a deterioração do cenário composto pelas expectativas do mercado e do próprio Comitê; (c) o aumento da renda real do trabalho; (d) a redução da capacidade ociosa da indústria a níveis preocupantes; (e) o papel da inércia da inflação em 2005.

No Quadro 1, a seguir, é apresentado um quadro resumo das atas das reuniões aqui analisadas. A construção de tal quadro se mostrará útil para a elaboração das etapas finais desse trabalho.

Quadro 1 – Quadro resumo das atas das reuniões utilizadas no trabalho

Reunião / Ata	Decisão	Características / contextualização	Comentários
76ª reunião – outubro de 2002	Aumento da taxa Selic – 18% a.a. para 21% a.a.	- Expressiva desvalorização cambial - Deterioração das expectativas dos agentes em relação às taxas de inflação - Pressões no lado da oferta da economia	Atuação do Comitê de Política Monetária demonstrando comprometimento com a estabilidade dos preços
79ª reunião – dezembro de 2002	Aumento da taxa Selic – 22% a.a. para 25% a.a.	- Choques de oferta associados ainda à expressiva desvalorização cambial do ano de 2002 - Expressivas variações nos índices de preços - Recuperação de um movimento de expansão da demanda agregada da economia - Deterioração das expectativas dos agentes em relação às taxas de inflação para 2003 - Em relação à curva de juros futuros da economia, apesar do cenário de deterioração das expectativas dos agentes, observou-se uma redução do spread entre a taxa Selic e a taxa dos swaps para um ano	O COPOM agiu novamente no intuito de sinalizar aos agentes o comprometimento com a estabilidade dos preços na economia
85ª reunião – junho de 2003	Redução da taxa Selic – 26,50% a.a. para 26% a.a.	- Inflação observada no início do ano correspondia ainda à depreciação cambial do ano anterior - Apreciação cambial ocorrida favorecia a convergência dos índices de preços para as metas propostas - Controle do nível de demanda agregada - Reversão das expectativas dos agentes – trazendo-as novamente à rota de convergência das metas traçadas para a inflação	Resultados obtidos e controle das expectativas dos agentes possibilitaram a redução da meta para a taxa Selic.
95ª reunião – abril de 2004	Redução da taxa Selic – 16,25% a.a. para 16,00% a.a.	- Desaceleração da inflação confirmando expectativas delineadas para o período - Elevações nos preços de alguns itens monitorados mostraram-se acima das expectativas - Expectativas do COPOM abaixo da meta traçada para a inflação enquanto que as expectativas de mercado situavam-se acima da meta	Apesar da desaceleração da inflação, havia indícios da existência de fontes possíveis de pressões inflacionárias no futuro

Reunião / Ata	Decisão	Características / contextualização	Comentários
98ª reunião – julho de 2004	Manutenção da Taxa Selic em 16,00% a.a.	- Existência de um cenário adverso, em que prevaleceram mudanças nas trajetórias dos índices de preços e expectativas dos agentes - Reversão das expectativas do COPOM - Expansão contínua da economia - Queda da capacidade ociosa e imprecisão em relação à mensuração do hiato do produto na economia - Indefinição por parte da autoridade monetária do objetivo a ser cumprido	A indefinição por parte da autoridade monetária a respeito dos objetivos a serem perseguidos quando somada a alguns aspectos conjunturais parece minar a credibilidade e a reputação da autoridade monetária, incorrendo em uma tendência inflacionária ao sistema
100ª reunião – setembro de 2004	Aumento da taxa Selic – 16,00% a.a. para 16,25% a.a.	- Variação do IPCA acumulado e do núcleo do mesmo incompatíveis com as metas traçadas para a inflação - Deterioração das expectativas do COPOM e de mercado - Aumento da renda real – o que poderia incitar uma maior demanda - Redução da capacidade ociosa da economia - Preocupação com a inércia da inflação em 2005	Com a credibilidade abalada, o ajuste na taxa de juros passa a ser inevitável. Se a autoridade monetária, no curso de suas ações não tivesse dado indícios de que estaria se desviando de seus objetivos, sua reputação teria sido mantida, o que influenciaria positivamente em sua credibilidade.

Fonte: Elaboração do autor.

3 COMPARAÇÃO DOS RESULTADOS OBTIDOS COM A ÂNCORA CAMBIAL VS. O SISTEMA DE METAS INFLACIONÁRIAS

Nesta etapa do trabalho, procuram-se formas de mensuração da eficiência do sistema de metas inflacionárias no Brasil. Aplicando-se o conceito de eficiência às decisões de política monetária, pode-se afirmar que a eficiência de um sistema que vise a estabilidade dos preços em uma economia está ancorada na efetiva capacidade do mesmo em manter sob controle a inflação, considerando-se também a imposição de um custo mínimo à sociedade. A credibilidade das ações do governo, mais especificamente da autoridade monetária, também é levada em consideração nessa etapa. Pois um surto inflacionário pode ser debelado mais facilmente se o governo contar com uma elevada credibilidade.

Primeiramente, toma-se como parâmetro de comparação a média anual dos desvios elevados ao quadrado (erros quadrados) entre as taxas de inflação observadas (mensuradas pelo IPCA mensal) e as metas tomadas mês a mês em alguns dos anos em que vigorava a âncora cambial (1995, 1996, 1997 e 1998).¹⁴ Esse mesmo exercício é repetido em alguns dos anos em que já vigorava o sistema de metas inflacionárias (2000, 2001, 2002, 2003 e 2004).¹⁵ Dessa maneira, pode-se definir que:

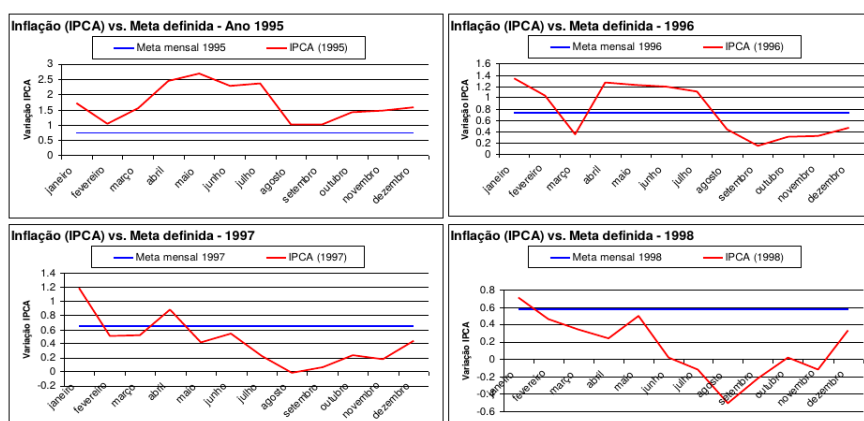
$$\varepsilon_t = (\pi_{IPCA}(t) - \pi_t^*)^2, \text{ com o desvio médio anual } \varepsilon_{ANO} = (\sum_{t=1..12} (\pi_{IPCA}(t) - \pi_t^*)^2) / 12$$

em que ε_t = desvio ou erro quadrado existente entre a inflação observada e a que seria definida pela meta no mês; π_{IPCA} = inflação observada no mês (pelo índice de preços ao consumidor amplo – IPCA); π_t^* = inflação definida pela meta mensal (seja ela implícita ou explícita).

Logo abaixo (figura 5), demonstra-se o comportamento do IPCA em relação às metas 'implícitas' (resultados desejáveis) durante a vigência da âncora cambial.

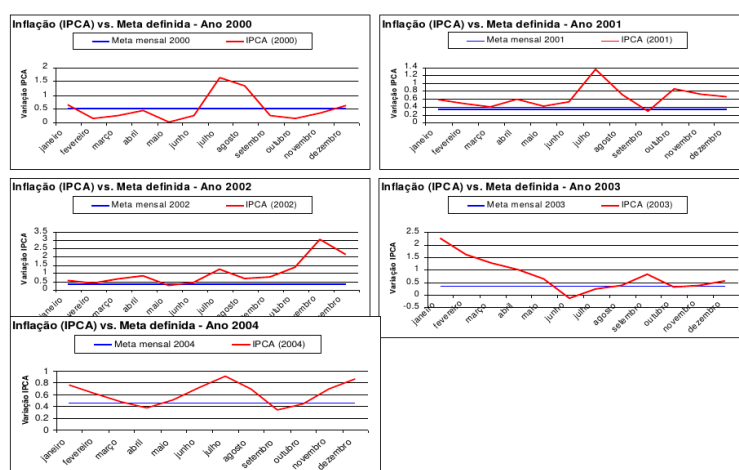
¹⁴Uma observação merece ser feita neste momento: apesar de não existirem metas explicitamente definidas para a inflação nesses anos, existia um resultado 'desejável' a ser alcançado pelo governo, o que na verdade se revelara embutido de um apelo político muito forte, que consistia em trazer a inflação para patamares inferiores ao de dois dígitos.

¹⁵Não se considerou a inclusão do ano de 1999 pelo fato de o sistema de metas inflacionárias ter vigorado apenas a partir de meados desse ano.

Figura 5 – Desvios entre a inflação observada e a meta implícita: de 1995 a 1998

Fonte: Elaboração do autor, a partir de dados coletados do IPEA – Inflação – IPCA – Mensal – (% a.m.) – IBGE/SNIPC.

Na figura 6 abaixo, é demonstrado o comportamento do IPCA em relação às metas definidas para a inflação, no período de vigência das metas inflacionárias aqui analisado.

Figura 6 – Desvios entre a inflação observada e a meta definida: de 2000 a 2004

Fonte: Elaboração do autor, a partir de dados coletados do IPEA – Inflação – IPCA – Mensal – (% a.m.) – IBGE/SNIPC. Metas definidas para a inflação – Banco Central do Brasil.

Dando sequência à construção do quadro comparativo dos resultados obtidos com a âncora cambial vs. o sistema de metas inflacionárias, a tabela 1 (abaixo) demonstra as médias anuais dos desvios quadrados (erros quadrados) entre a inflação observada e a definida pela meta (ou desejável), cujo cálculo fora explicitado anteriormente.

Tabela 1 – Desvio quadrado médio (anual)

Âncora cambial	Desvio quadrado médio	Metas inflacionárias	Desvio quadrado médio
ε 1995	1,283353619	ε 2000	0,223158488
ε 1996	0,194451293	ε 2001	0,153037902
ε 1997	0,153977537	ε 2002	1,115025682
ε 1998	0,296362936	ε 2003	0,586332537
		ε 2004	0,060019461

Âncora cambial	Desvio quadrado médio	Metas inflacionárias	Desvio quadrado médio
Média	0,482036346	Média	0,42751481

Fonte: Elaboração do autor.

Pelos resultados expostos nessa tabela, pode-se verificar que a média dessa 'dispersão' da inflação em relação às suas metas foi ligeiramente menor no período que concerne ao sistema de metas inflacionárias.

O segundo aspecto a ser comparado nos dois regimes, diz respeito à credibilidade da autoridade monetária no Brasil, variável essa que tem sido bastante enfatizada ao longo deste trabalho.¹⁶

Para a mensuração dessa variável, será utilizado um índice de credibilidade (itc) (SICSÚ, 2002a), em relação às metas inflacionárias para a economia brasileira. O índice pode ser representado da seguinte maneira:¹⁷

$$itc = 100 - \{ |Pte - Mac| / mtolt \times 100 \}$$

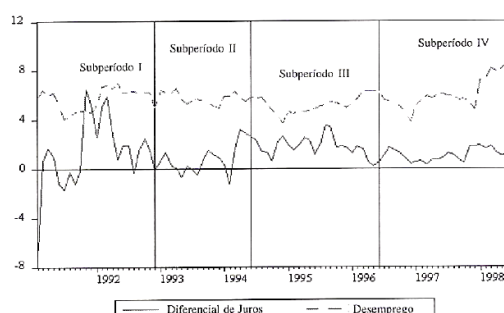
em que Pte = expectativa de variação anual do IPCA em determinado dia t; Mac = centro da meta de inflação estabelecida para o ano t; mtolt = margem de tolerância (para cima ou para baixo) para a meta de inflação no ano t.

Para a mensuração da credibilidade durante o período da âncora cambial serão utilizados os resultados obtidos no trabalho de Arbex e Fontes (1999) sobre a credibilidade das políticas econômicas no Brasil. De acordo com esses autores:

(...) o modelo estabelece que um cenário sem credibilidade é caracterizado por uma política monetária expansionista, com menores taxas de juros internas reais. O governo é reconhecido pelo público como fraco, por se importar mais com o desemprego do que com o controle inflacionário (...) num cenário onde a política econômica não é crível, maior desemprego está associado a maior diferencial, refletindo uma preocupação crescente com a possibilidade de desvalorizações. Por outro lado, num cenário com credibilidade, o governo se importa mais com a inflação do que com o desemprego, sendo identificado pelo público como forte (1999, p. 37/38)

A partir dessas informações, a credibilidade das ações públicas vai sendo mensurada, podendo os resultados conclusivos do modelo serem visualizados na figura 7.

Figura 7 – Diferencial de Taxa de Juros Real e Desemprego no Brasil, no período Fevereiro/91 – Julho/98



Fonte: (ARBEX e FONTES, 1999, p. 39).

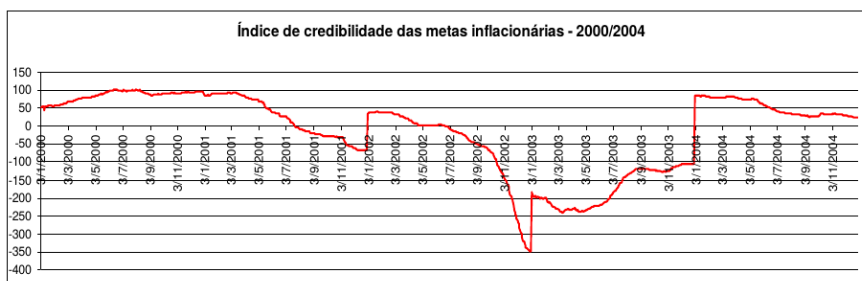
No que concerne ao período de vigência da âncora cambial, são alcançadas as seguintes conclusões no trabalho em questão: a credibilidade foi mantida apenas no subperíodo III, que sucedeu à implementação do Plano Real.

¹⁶A credibilidade tem sido ressaltada ao longo do trabalho como um dos pontos-chaves do sistema de metas inflacionárias.

¹⁷(SICSÚ, 2002a, p. 706). Originalmente a fórmula é a seguinte: $itc = 100 - \{ |Pte - Mac| / 2 \times 100 \}$, em que 2 representa a margem de tolerância (para cima ou para baixo) para a meta de inflação. Porém como serão trabalhados períodos de tempo em que diferem as margens de tolerância (nos anos de 2003 e 2004, essa margem de tolerância é de 2,5%), substituiu-se o 2 pela variável mtolt.

Em relação à variável credibilidade no sistema de metas inflacionárias, utilizou-se da construção do índice de credibilidade itc (mencionado anteriormente) – calculado desde o ano de 2000 até o final de 2004 – para realizar conclusões satisfatórias a seu respeito. No gráfico abaixo, tem-se a representação desse índice ao longo dos anos em análise.

Figura 8 – Índice de credibilidade das metas inflacionárias – medido do início do ano de 2000 ao final do ano de 2004



Fonte: Elaboração do autor a partir de dados coletados do Banco Central do Brasil – Sistema de metas inflacionárias – Expectativas do mercado.

No período analisado (janeiro/2000 a dezembro/2004), um resultado negativo para o índice fora observado entre os seguintes subperíodos: agosto/2001 a dezembro/2001; julho/2002 a dezembro/2002; janeiro/2003 a dezembro/2003.

À luz dos resultados expostos, fazem-se necessárias as seguintes observações: (a) o ano de 2002 fora atípico para a economia brasileira (no que tange às expectativas dos agentes) – em função das eleições e do favoritismo do candidato da oposição; (b) apesar de no começo de 2003, a credibilidade da autoridade monetária¹⁸ estar em declínio e ter atingido o seu ápice negativo (em grande parte devido ao clima de mudança de governo e da falta de informações dos agentes em relação às ações que seriam tomadas), a partir de meados desse ano, pôde-se verificar uma reversão nesse índice.

A respeito desse período, Cerisola e Gelos (2005) afirmam o seguinte:

"(...) os resultados demonstram uma distinta deterioração na credibilidade do sistema de metas inflacionárias, de uma forma que as expectativas são formadas mais olhando para o passado e as metas não exercem sua função de ancorar as expectativas." (2005, p. 12, tradução nossa¹⁹)

Entretanto, na medida em que os agentes foram percebendo o comprometimento da autoridade monetária com os objetivos traçados por essa, a credibilidade no sistema das metas inflacionárias passou a apresentar um movimento ascendente, voltando as expectativas a serem construídas com base em cenários futuros.

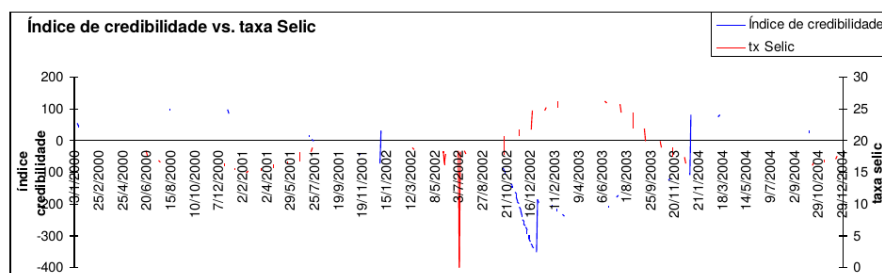
Na ata da 85ª Reunião (junho de 2003) analisada no presente trabalho, verificou-se sob quais aspectos ocorreu a inflexão no comportamento das metas definidas para a taxa de juros de curto prazo da economia (taxa Selic).²⁰

Nesse mesmo período, tem-se o início do movimento de recuperação da credibilidade da autoridade monetária, o que denota o fato de que elevações na taxa de juros básica não significam elevação de credibilidade. No gráfico abaixo (figura 9), pode-se verificar o comportamento do índice de credibilidade vs. o comportamento da taxa Selic (diário). Pela análise do gráfico, verifica-se uma relação inversa entre o índice de credibilidade e a taxa Selic, na maior parte do período estudado.

¹⁸A credibilidade da autoridade monetária é representada aqui pelo índice de credibilidade no sistema de metas inflacionárias.

¹⁹No texto original tem-se que: "(...) the results show a marked deterioration in the credibility of the inflation targeting framework, as expectations became more 'backward-looking' and targets provided less of a role in anchoring expectations." (CERISOLA e GELOS, 2005, p. 12)

²⁰A meta para a taxa Selic foi reduzida de 26,50% a.a. para 26,00% a.a.

Figura 9 – Índice de credibilidade vs. evolução da taxa Selic

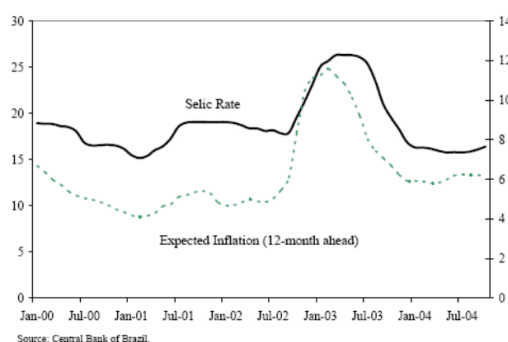
Fonte: Elaboração do autor, a partir dos seguintes dados: expectativas de mercado (IPCA) – Banco Central do Brasil – Sistema de metas inflacionárias – Expectativas do mercado. IPEA – Taxa de juros – Over/Selic – Diária – (% a.a.) – Gazeta Mercantil.

Na análise realizada neste trabalho das atas referentes às 95ª e 98ª reunião do COPOM (abril e julho de 2004, respectivamente), alertou-se para indicativos da existência de fatores que poderiam se tornar fontes de pressão inflacionária na época.²¹ E diante desses fatores, uma certa indefinição por parte da autoridade monetária em relação aos seus objetivos, o que pode ter ocasionado uma perda de reputação dessa autoridade perante aos agentes, reduzindo dessa maneira sua credibilidade na condução da política monetária proposta.

Sustenta-se aqui a ideia de que se a credibilidade da autoridade monetária houvesse sido mantida – mediante ações coerentes com os seus objetivos – o ajuste ocorrido na taxa de juros básica da economia a partir de setembro de 2004 não exigisse²² estender-se por muito tempo. Na interação entre as ações e reações que envolvem governo e o restante da economia, tomar a decisão certa na hora certa possui um peso muito grande para a manutenção da credibilidade.

Dessa forma, infere-se que em um ambiente que a autoridade monetária conte com elevada reputação e credibilidade, o comportamento da taxa de juros de curto prazo pode vir a tornar-se mais estável, reduzindo também dessa maneira, a volatilidade no crescimento do produto. Essa variável, credibilidade, reflete diretamente as expectativas dos agentes em relação à inflação. Na hipótese de a primeira ser elevada, supõe-se um comportamento menos passivo da autoridade monetária em relação à fixação da taxa de juros.

A título de exemplo de uma situação em que ocorre a deterioração das expectativas dos agentes e a consequente redução da credibilidade da autoridade monetária, tem-se o gráfico abaixo (figura 10), que demonstra a relação entre a taxa Selic e expectativas em relação à inflação (projetadas para 12 meses).

Figura 10 – Expectativas de inflação vs. taxa Selic

²¹ Observar também o quadro resumo das reuniões analisadas – Quadro 1.

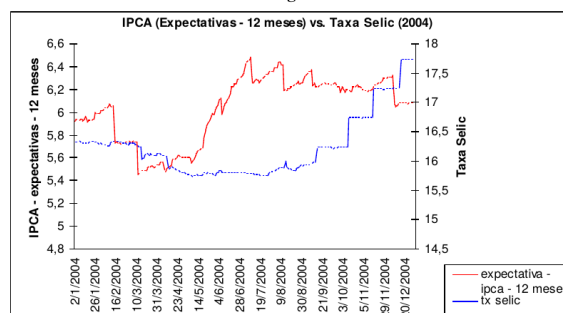
²² O emprego do verbo 'exigir' na proposição acima surge como consequência das condições mais adversas que são apresentadas à autoridade monetária, frente a um cenário de baixa credibilidade de suas ações.

Fonte: (CERISOLA e GELOS, 2005, p. 5).

No final do ano de 2002 e início de 2003, quando a autoridade monetária perdia o controle das expectativas dos agentes, sua credibilidade seguia em uma trajetória descendente, rumo ao seu ápice negativo (ver figura 8), situação essa em que passou a responder 'passivamente' via aumento da taxa básica de juros.

Tal situação repetiu-se no ano de 2004 (porém em menor magnitude), conforme demonstra o gráfico abaixo.

Figura 11 – IPCA (Expectativas – projetadas para 12 meses) vs. Taxa Selic – 2004



Fontes: Banco Central do Brasil – Sistema de metas inflacionárias – Expectativas do mercado (IPCA). IPEA – Taxa de juros – Over/Selic – Diária – (% a.a.) – Gazeta Mercantil.

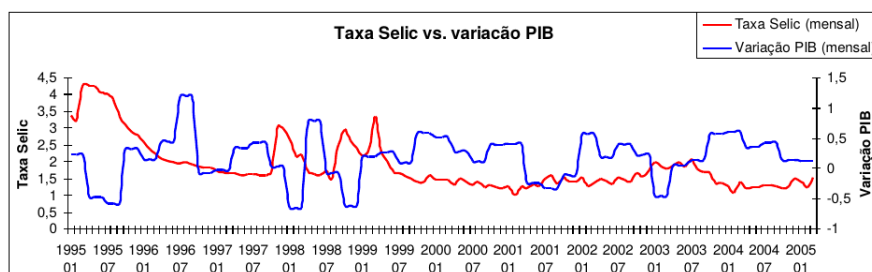
Com a reversão das expectativas dos agentes, ocorrida a partir de maio de 2004, e a consequente reversão da tendência do índice de credibilidade (figura 8), a partir dessa mesma data, não restou outra solução à autoridade monetária, senão a ação passiva – via elevação da meta para a taxa Selic.

O que se pretende enfatizar aqui é que a reputação e credibilidade das ações da autoridade monetária sob um sistema de metas inflacionárias são maiores do que sob o regime de uma âncora cambial. Dessa maneira, quando bem conduzidas essas ações, pode-se criar um ambiente de elevada credibilidade da autoridade monetária, em que haja também uma estabilidade no nível da taxa de juros da economia, reduzindo assim a volatilidade do crescimento do produto.

No caso brasileiro, em 2004 se a credibilidade da autoridade monetária tivesse sido mantida, talvez não fosse necessário um ajuste na taxa de juros básica da economia da magnitude do ocorrido (iniciado em setembro de 2004 e se estendendo até maio de 2005).

O gráfico abaixo (figura 12) demonstra a relação entre taxa de juros (medida pela taxa Selic) e variação nas taxas de crescimento do PIB. Percebe-se que na maior parte do período analisado, as taxas de crescimento do PIB são influenciadas negativamente pela taxa de juros (mensurada pela taxa Selic mensal).

Figura 12 – Taxa Selic vs. variação PIB (mensal) – jan/1995 a mar/2005



Fonte: Elaboração do autor, a partir dos seguintes dados: IPEA – Taxa de juros – Over/Selic – Diária – (% a.a.) – Gazeta Mercantil. Produto Interno Bruto – Banco Central do Brasil – Séries temporais – 1253 – PIB trimestral (1990=100) – dados dessazonalizados – a preços de mercado.

Até agora foram comparados os seguintes aspectos em relação ao regime de âncora cambial e ao sistema de metas inflacionárias: o grau de dispersão da inflação em relação às metas definidas (ou implícitas) para a inflação; a credibilidade com a qual a autoridade monetária conta para tomar suas decisões.

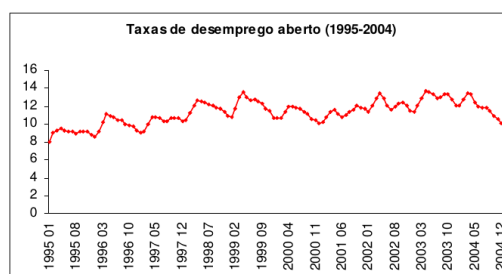
A relação negativa entre taxa de juros e taxas de crescimento do Produto Interno Bruto da economia vista acima se torna importante para um terceiro aspecto a ser analisado envolvendo os dois sistemas: a mensuração do custo imposto à sociedade, embutido na estabilidade do nível de preços da economia – nesse caso, medido pelas variações das taxas de desemprego observadas e do impacto das taxas de juros nas taxas de crescimento do produto.

Pela análise da figura 12, pode-se observar que durante a vigência do sistema de metas inflacionárias prevalece um comportamento mais gradual na fixação da taxa Selic, não sujeito aos tantos 'choques' como os ocorridos durante o regime de âncora cambial.

Esse comportamento mais gradual prevalecente na fixação das taxas de juros se reflete em uma menor volatilidade das taxas de crescimento do produto, como será visto adiante.

No gráfico abaixo, demonstra-se a evolução da taxa de desemprego aberto na Região Metropolitana de São Paulo.²³

Figura 13 – Taxa de Desemprego Aberto – RMSP (1995-2004)

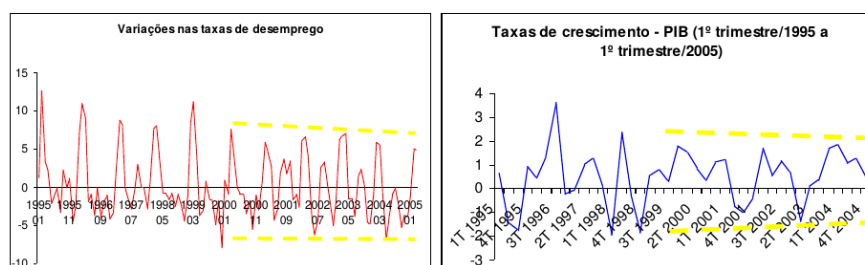


Fonte: IPEA – Sistema Estadual de Análise de Dados e Departamento Intersindical de Estatística e Estudos Sócio-Econômicos, Pesquisa de Emprego e Desemprego (Seade e Dieese/PED).

Através da análise da figura 13, constata-se que inexistem significativas variações entre os regimes em comparação, no que concerne às taxas de desempregos verificadas.

Entretanto, no gráfico abaixo (figura 14), demonstra-se uma tendência a menor volatilidade nas variações das taxas de desemprego e nas variações das taxas de crescimento do produto a partir da vigência do sistema de metas inflacionárias.

Figura 14 – Variações nas taxas de desemprego (jan/1995 – jan/2005) e variações nas taxas de crescimento do PIB (1º trimestre/1995 a 1º trimestre/2005)



Fontes: IPEA – Seade e Dieese/PED. Dados sobre o Produto Interno Bruto: Banco Central do Brasil – Séries temporais – 1253 – PIB trimestral (1990=100) – dados dessazonalizados – a preços de mercado.

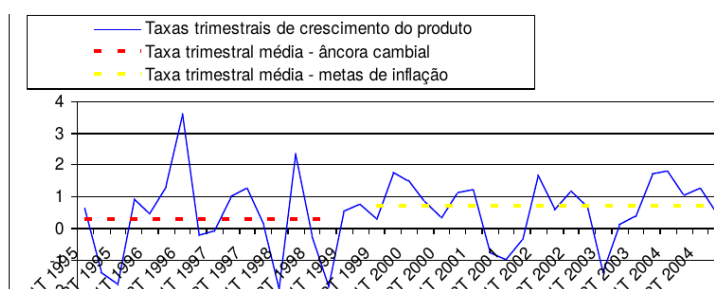
²³Utiliza-se a taxa de desemprego aberto na Região Metropolitana de São Paulo como estimador da taxa de desemprego neste trabalho.

Na comparação com o regime de âncora cambial chega-se à conclusão de que na vigência do sistema de metas inflacionárias tende a prevalecer uma menor volatilidade das variações nas taxas de desemprego e crescimento do produto na economia. A esse respeito, assevera Delfim Netto (1999):

(...) Quando se utiliza a âncora cambial para a estabilização monetária a volatilidade concentra-se na taxa de juros. Produz-se, também, uma inflação parecida com a dos parceiros internacionais, mas introduz-se uma grande volatilidade na taxa de crescimento do PIB, que pode ter graves consequências no longo prazo (...) (1999, p. 366)

No que diz respeito ao crescimento do produto, pela análise da figura 15, pode-se notar que a taxa média trimestral de crescimento do produto fora ligeiramente superior durante a vigência do sistema de metas inflacionárias, não se podendo, dessa maneira afirmar que o sistema de metas tenha 'penalizado' o crescimento econômico no período analisado.

Figura 15 – Taxas de crescimento do produto vs. médias de crescimento trimestrais (durante os sistemas de âncora cambial e de metas para a inflação)



Fonte: Elaboração do autor a partir dos seguintes dados: Produto Interno Bruto: Banco Central do Brasil – Séries temporais – 1253 – PIB trimestral (1990=100) – dados dessazonalizados – a preços de mercado.

Em suma, nesta seção propôs-se a efetuar uma avaliação da eficiência do sistema de metas inflacionárias no Brasil. Para tanto, utilizou-se da comparação entre alguns resultados obtidos durante a vigência do regime de âncora cambial e alguns resultados obtidos durante a vigência do sistema de metas inflacionárias.

Dentre os parâmetros avaliados (grau de dispersão da inflação em relação às metas, credibilidade das ações de política monetária e 'custo' social imposto – esse último mensurado pelas taxas de desemprego observadas e a relação entre taxas de juros e taxas de crescimento do produto), não se pôde incorrer em uma plena eficiência do sistema de metas inflacionárias, sendo ressalvado porém a sua superioridade em relação à âncora cambial.

Por conseguinte, alguns pontos positivos merecem ser destacados a favor do sistema de metas: (a) a credibilidade da autoridade monetária e a sua capacidade de controle sobre as expectativas podem vir a ser bem maiores nesse sistema – dependendo assim da reputação dessa autoridade perante aos agentes, e de aspectos inerentes à própria condução da política monetária; (b) no que diz respeito às variações das taxas de desemprego e das taxas de crescimento do produto na economia, denotou-se uma tendência a menor volatilidade dessas taxas no período de vigência das metas inflacionárias.

Tais aspectos concorrem para uma maior estabilidade econômica, via um comportamento estável para as taxas de juros e a construção de um ambiente de elevada credibilidade para a autoridade monetária, em que não haveria motivos para uma não dissipação das expectativas inflacionárias que pudessem ser geradas no processo.

Dessa forma, com a estabilidade alcançada, não haveria motivos também para preocupações com contínuas taxas de crescimento do nível de produto na economia, o que engendraria um processo de aumento no nível de emprego.

A tabela 2 abaixo demonstra uma estimativa da relação entre taxas de variação no PIB e taxas de variação no nível de emprego no Brasil.

Tabela 2 – Taxas de variação do PIB vs. taxas de variação do emprego

Taxa de Variação do PIB	Taxa de Variação do Emprego	Postos de Trabalho Gerados por Ano
1%	0,5%	380 mil
2%	1%	760 mil
3%	1,5%	1,1 milhão
4%	2%	1,5 milhão
5%	2,5%	1,9 milhão
6%	3%	2,3 milhões
7%	3,5%	2,7 milhões

Fonte: (SABOIA, 2003, p. 05).

4 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A proposta do presente trabalho foi a de uma abordagem a respeito da implementação do sistema de metas inflacionárias no Brasil. Verificou-se primeiramente o contexto sob o qual se deu esse processo, delineado pela ação conjunta dos seguintes aspectos: a persistência de uma 'memória inflacionária' dos agentes na economia brasileira tornava fundamental o estabelecimento de uma âncora nominal – que atuasse na formação de preços e expectativas da economia; e na medida em que não era mais possível sustentar a taxa de câmbio como âncora nominal, a necessidade de uma nova sistemática fazia-se presente.

Dessa maneira, surgiu o sistema de metas inflacionárias, como alternativa ao regime anterior – a âncora cambial. De fato, foram ressaltados diversos elementos durante o trabalho que realçam o sistema de metas inflacionárias como uma boa opção de âncora nominal para o processo de formação dos preços e controle das expectativas dos agentes na economia.

Dentre esses, a ênfase foi dada na capacidade de prover a autoridade monetária com uma maior reputação e credibilidade para a execução de suas ações, mesmo perante a cenários construídos com base no volume de informações que os agentes possuem, e sob o pressuposto da utilização racional dessas informações.

Partindo para uma análise das ações da autoridade monetária, são alcançadas as seguintes conclusões: a credibilidade, ao mesmo tempo em que é produto do sistema, é também componente fundamental para o seu bom funcionamento. Nesse sentido, no período em que foram analisadas algumas reuniões do COPOM (anos 2002, 2003 e 2004),²⁴ nos dois primeiros anos, era explícito a sinalização aos agentes de que o objetivo mor da autoridade monetária era a manutenção da estabilidade dos preços na economia.

A assunção de tal comportamento fora fundamental para que fossem dissipadas as expectativas originadas em 2002 – ano de eleições presidenciais no Brasil, com o favoritismo e depois confirmação da vitória do candidato da oposição. Em 2003, observou-se a reversão das expectativas e a volta da credibilidade da autoridade monetária.

Em 2004, denotou-se certa indefinição em relação aos objetivos traçados para a política monetária, fato esse que incorreu em uma queda da credibilidade da autoridade monetária. O ponto que se pretendeu atingir com essa análise é que se a credibilidade no ano de 2004 tivesse sido mantida, talvez o ajuste ocorrido na taxa de juros básica da economia (a partir de setembro de 2004) não precisasse perdurar por tanto tempo (até maio de 2005).

Com a manutenção da credibilidade, haveria uma maior estabilidade na taxa de juros básica da economia, refletindo em uma maior estabilidade nas taxas de crescimento do produto e do nível de emprego.

²⁴Ver também Quadro 1.

No que se refere aos resultados alcançados com o sistema de metas inflacionárias no Brasil e já tecendo as considerações finais deste trabalho concluiu-se que mesmo esse sistema não tendo sido considerado plenamente eficiente (basicamente devido à ocorrência de fatores que comprometiam a credibilidade da autoridade monetária), alguns de seus resultados demonstraram que: dependendo do nível de comprometimento da autoridade monetária com os seus objetivos, e da maneira que isso é sinalizado aos agentes, pode-se chegar a construção de um cenário de maior estabilidade não só para as taxas de inflação, mas também para a economia como um todo, com reflexos nas taxas de crescimento e do nível de emprego.

REFERÊNCIAS

- ARBEX, M. A. e FONTES, R. Credibilidade das Políticas Econômicas no Brasil: uma análise empírica do período 1991-1998. *Revista Economia Aplicada*. V. 3, n. 1, janeiro-março (1999). São Paulo: FEA/USP-FPIE, 1999.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. Ata da 76ª Reunião do COPOM: outubro/2002. Brasília: BC, 2002.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. Ata da 79ª Reunião do COPOM: dezembro/2002. Brasília: BC, 2002.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. Ata da 85ª Reunião do COPOM: junho/2003. Brasília: BC, 2003.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. Ata da 95ª Reunião do COPOM: abril/2004. Brasília: BC, 2004.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. Ata da 98ª Reunião do COPOM: julho/2004. Brasília: BC, 2004.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. Ata da 100ª Reunião do COPOM: outubro/2004. Brasília: BC, 2004.
- CERISOLA, M. e GELOS, R. G. What Drives Inflation Expectations in Brazil? An Empirical Analysis. International Monetary Fund – Working Paper nº 05/109. IMF, junho, 2005.
- DELFIM NETTO, A. Sobre as metas inflacionárias. *Revista Economia Aplicada*. V. 3, n. 3 (1999). São Paulo: FEA/USP-FPIE, 1999.
- DORNBUSCH, R. e FISCHER, S. *Macroeconomia*. 2. ed. São Paulo: McGraw-Hill do Brasil, 1982.
- FIGUEIREDO, F. M. R. e FERREIRA, T. P. Os Preços Administrados e a Inflação no Brasil. *Trabalhos para Discussão* nº 59. Brasília: BC, 2002.
- GIAMBIAGI, F. e CARVALHO, J. C. As metas de inflação: Sugestões Para um Regime Permanente. *Textos para discussão* nº 86. Rio de Janeiro: BNDES, março, 2001.
- GOLDFAJN, I. e WERLANG, S. R. C. The Pass-through from Depreciation to Inflation: A Panel Study. *Trabalhos para Discussão* nº 5. Brasília: BC, 2000.
- Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada – IPEA. *Conjuntura IPEA*. DIMAC/GAC – Grupo de Acompanhamento Conjuntural – IPEA, 2004.
- SABOIA, J. Desemprego: desafio para Governo Lula. *Jornal dos Economistas* n. 164 – março de 2003. Rio de Janeiro: CORECON, 2003.
- SICSÚ, J. Expectativas inflacionárias no regime de metas de inflação: uma análise preliminar do caso brasileiro. *Revista Economia Aplicada*. V. 6, n. 4 – outubro/dezembro 2002. São Paulo: FEA/USP-FPIE, 2002a.
- TAYLOR, J. B. *The inflation Output Variability Trade-off Revisited. Goals, Guidelines, and Constraints Facing Monetary Policy Makers*. Federal Bank of Boston, 1994.