

Dois regimes monetários: Uma análise comparativa do período pós Plano Real.

Luis Eduardo Pitta de Noronha¹

Resumo

A ruptura do convívio com altas taxas de inflação gerou dificuldades no processo de formação de preços, surgindo assim a necessidade de se criar âncoras nominais para o balizamento dos preços e para a formação de expectativas dos agentes econômicos. Desde então, dois tipos de âncora foram utilizados: âncora cambial e âncora de meta de inflação. O objetivo desse artigo é comparar os dois regimes monetários, que pautaram a condução da política monetária brasileira pós Plano Real.

Palavras-chave: âncoras nominais, regime de metas cambiais, regime de metas de inflação.

1- Introdução

Após décadas de convívio com um processo inflacionário crônico e de diversas tentativas frustradas de estabilização, o Plano Real obteve um enorme êxito no controle inflacionário. Contudo, a ruptura do convívio com altas taxas de inflação gerou dificuldades no processo de formação de preços, surgindo assim a necessidade de se criar âncoras nominais para o balizamento dos preços e para a formação de expectativas dos agentes econômicos. Desde então, dois tipos de âncora foram utilizados²: (i) de 1995-1999 o regime de metas cambiais, ou âncora cambial; e (ii) a partir de 1999 o regime de metas de inflação.

Havia uma crença de que, debelado o processo inflacionário, a economia brasileira convergiria para uma rota de crescimento estável. No entanto, essa crença não se concretizou. No período de utilização da âncora cambial, o crescimento econômico esteve condicionado aos movimentos de capitais, processo conhecido na literatura econômica brasileira como *stop and go*.

¹ Mestrando do IE/UFRJ.

² No imediato pós-real tentou-se adotar um regime de metas monetárias, contudo, diante de seu insucesso e de sua curta duração, sua análise torna-se negligenciável.

Com a mudança de regime monetário em 1999 e a resolução do desequilíbrio na Balança de Pagamentos, convencionou-se uma nova crença de crescimento estável. Assim, após sete anos de aplicação do regime de metas inflacionárias, torna-se necessário verificar como a economia brasileira reagiu a essa mudança de regime monetário, em comparação ao período de ancoragem cambial.

O objetivo desse artigo será fazer uma análise comparativa entre os dois regimes. Buscar-se-á entender as principais diferenças e elementos comuns referentes ao aspecto teórico, ao comportamento das principais variáveis macroeconômicas, à vulnerabilidade externa e ao crescimento econômico. Para isso, além dessa breve introdução, esse artigo será dividido em mais cinco seções.

Os fundamentos teóricos de cada regime cambial serão apresentados, a partir de uma ordem cronológica, nas seções 2 e 4. As seções 3 e 5 analisam o comportamento econômico sob os dois regimes monetários. A comparação entre os dois períodos será feita na seção de número seis, assim como algumas propostas alternativas de desenvolvimento autônomo. Finalmente, a síntese e as conclusões serão expostas na seção de número sete.

2 – Fundamentos Teóricos do Regime de Metas Cambiais

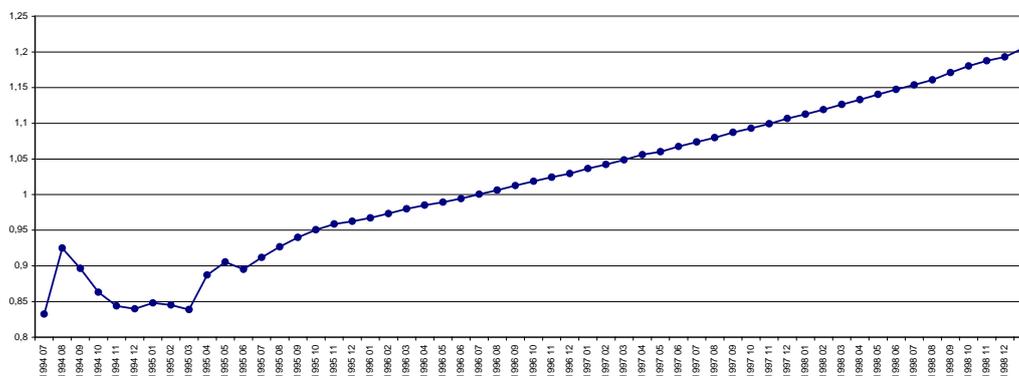
O regime monetário de metas cambiais, doravante RMC, pode assumir três formas básicas. A primeira é a fixação do valor da moeda doméstica em relação ao de uma *commodity*. Nesse caso, o principal exemplo seria o chamado padrão-ouro clássico que vigorou até a Primeira Guerra Mundial. A segunda forma seria a fixação do valor da moeda doméstica em relação à moeda de um país de inflação reduzida. O Sistema de Bretton Woods, adotado no segundo pós-guerra, é o exemplo emblemático dessa modalidade. A forma de maior importância para a análise do período pós-Real, é a vinculação, através de algum tipo de regra ou estratégia, da evolução do valor da moeda do país ao valor de uma moeda estável.

No caso brasileiro, desconsiderados os primeiros meses³, a vinculação das moedas se dava através do sistema cambial de *crawling peg*. Durante esse período, a taxa de câmbio sofreu mini desvalorizações nominais em um ritmo quase-linear de

³ Modenesi (2005) considera que houve quatro etapas na condução da política cambial. O processo descrito acima corresponderia à quarta etapa, introduzida em outubro de 1995 e por ele classificada como banda cambial rastejante.

aproximadamente 0,6% a.m. O gráfico 1 ajuda a ilustrar a relação entre o real e o dólar norte-americano.

Gráfico 1: Cambio Nominal (R\$/US\$)



Fonte: ipeadata on-line

Ao se adotar um RMC, a autoridade monetária perde graus de liberdade na condução da política monetária, em decorrência do comprometimento com a taxa de câmbio. A perda do caráter discricionário da política monetária seria, então, o mecanismo de coordenação das expectativas inflacionárias, já que o Banco Central estaria comprometido com uma regra de conhecimento dos agentes econômicos. Dessa forma, a condução da política monetária seguiria regras, funcionando como uma tecnologia de comprometimento, evitando o acionamento do viés inflacionário⁴. No Brasil, embora não se tenha adotado formalmente uma regra de vinculação, a trajetória quase-linear da taxa de câmbio foi facilmente compreendida pelos agentes econômicos, funcionando como uma regra tácita.

O RMC passou a ser utilizado nos anos 90 como uma estratégia de estabilização em diversos países latino-americanos. Em muitos casos, os padrões mais rígidos de vinculação cambial, a *dolarização* e o *currency board*, foram adotados. O caso que mais influenciou o debate brasileiro foi o Plano de Conversibilidade argentino, onde se adotou constitucionalmente uma paridade fixa com o dólar norte-americano e obteve-se sucesso no combate à inflação.

A utilização do RMC como estratégia de estabilização pressupõe dois elementos: (i) abertura comercial e (ii) câmbio sobrevalorizado. A combinação desses dois elementos levaria a um deslocamento da demanda interna para bens importados. Dessa forma, a majoração do preço dos bens transacionáveis estaria restringida aos

⁴ O problema do viés inflacionário será abordado na seção 4.

preços internacionais. Em tese, quanto mais aberta for a economia mais rápida será a convergência das inflações doméstica e do país-âncora. Posteriormente, a pressão sobre os bens transacionáveis vazaria para os bens e serviços não transacionáveis, funcionando como um limite superior para a formação de todos os preços da economia.

Em resumo, o RMC seria responsável pelo controle inflacionário através de dois mecanismos. O primeiro seria a convergência das expectativas inflacionárias devido à restrição da condução discricionária da política monetária. O segundo seria a imposição de um limite superior para o preço dos bens transacionáveis e, posteriormente, para os não-transacionáveis.

Contudo, a convergência das expectativas está condicionada à credibilidade da autoridade monetária em manter a regra cambial. Dessa forma, a credibilidade e a convergência das expectativas estariam vinculadas ao nível de reservas internacionais e, conseqüentemente, ao poder da autoridade monetária em combater eventuais reversões de capitais internacionais e ataques especulativos.

É nesse ponto que se centra a crítica de Batista Jr. (1993). Para esse autor, o Brasil é um país de dimensão continental sem importância estratégica. Assim sendo, haveria uma enorme dificuldade em se obter financiamento externo em escala adequada, e as reservas internacionais seriam insuficientes para garantir a credibilidade da taxa de câmbio. A pouca credibilidade tornaria a economia brasileira alvo de ataques especulativos e reversões bruscas no influxo de capitais, determinando uma alta volatilidade das reservas internacionais e, eventualmente, o abandono da vinculação da moeda doméstica ao dólar norte-americano.

No entanto, a estratégia de estabilização via ancoragem cambial é vista por muitos autores como um primeiro estágio, que deveria ser abandonado o mais rapidamente possível. Para esses autores, a manutenção da paridade cambial – ou, no caso do Brasil, da vinculação cambial – seria problemática no longo prazo, tanto em termos de credibilidade quanto nos prejuízos econômicos advindos do câmbio sobrevalorizado.

A sobrevalorização cambial e seus efeitos nocivos sobre a Balança Comercial e a indústria nacional também foram objeto de crítica no período. Coutinho (1997) argumenta que a manutenção do câmbio valorizado representou um processo de especialização regressiva da indústria brasileira, reduzindo os complexos industriais de alto valor agregado, restando competitivos somente os setores produtores de *commodities* agrícolas.

Por outro lado, um dos mais importantes formuladores do Plano Real e defensor da estratégia de ancoragem cambial argumenta que estaria em processo uma mudança estrutural da indústria brasileira. Para Franco (1998), a abertura comercial proporcionaria um vetor de competitividade para a indústria nacional, acostumada a se valer de proteção cambial. Nesse sentido, a abertura comercial obrigaria as empresas a se modernizar importando bens de capital, estando, em um segundo momento, aptas para concorrer globalmente. Dessa forma, o déficit comercial seria passageiro e a indústria se transformaria através do vetor de competitividade externo.

3 – O Comportamento econômico sob o regime de Metas cambiais.

Como introduzido anteriormente, o Plano Real obteve um enorme êxito no controle inflacionário. A taxa de inflação, medida pelo IPCA, recuou rapidamente de 47% em junho de 1994, para 6,84% em julho e para uma média de 2,1% no restante do ano de 1994. É importante ressaltar que, mais do que uma redução brusca e passageira, o Plano Real conseguiu um processo de estabilização robusto e duradouro, em suma, um novo paradigma para a economia brasileira.

A persistência por décadas de altos índices de inflação levou os agentes econômicos a formar e a balizar seus preços com base em quase-moedas indexadas, atreladas à variação diária do *overnight*. A súbita estabilização trouxe a necessidade de um novo balizador para a formação dos preços por parte dos agentes econômicos. Seguindo os processos de estabilização mexicano e argentino, o Brasil optou, então, por adotar a estratégia de ancoragem cambial.

O RMC adotado era uma estratégia de estabilização que partia da vinculação da evolução do valor da moeda doméstica ao valor de uma moeda estável, a moeda âncora. Dessa forma, estabeleceu-se uma âncora nominal para os preços internos, subordinando sua variação aos preços da moeda âncora. O mecanismo de transmissão da inflação da moeda âncora para a moeda doméstica se dá através do comércio de bens e serviços

É importante notar que os bens *tradeables* exercem uma função vital no processo de estabilização calcado na estratégia de ancoragem cambial. Se, em um primeiro momento, sua baixa taxa de inflação, por si só, já contribuiu para a estabilização geral dos preços, em um segundo momento, há um vazamento para os bens não transacionáveis. O mecanismo de convergência entre as duas categorias de bens estaria na incapacidade dos fornecedores de bens e serviços não transacionáveis continuarem

uma estratégia de majoração de seus preços diferente da evolução dos preços dos bens transacionáveis.

Entretanto, a estratégia de combate à inflação via ancoragem cambial tem como pressuposto a manutenção de uma taxa de câmbio valorizada. O câmbio valorizado, somado ao típico aquecimento de demanda em processos de estabilização, levou ao aparecimento de déficits na balança comercial, agravando o déficit em conta corrente.

A deterioração das contas externas passou, então, a ser o principal problema macroeconômico brasileiro. Desde então, a política econômica se subordinou à obtenção de financiamentos para seu déficit em conta corrente. A principal medida econômica para garantir um influxo constante de capitais foi a manutenção de altas taxas de juros durante todo o período. O processo de privatização cumpriu um papel secundário nesse sentido, especialmente nos anos de 1997 e 1998, com expressivos saldos na conta de Investimentos Diretos Estrangeiros. A Tabela 1 mostra as principais contas do Balanço de Pagamentos no Período.

Tabela 1: Contas do Balanço de Pagamentos em US\$ milhões

Período	1994	1995	1996	1997	1998
Transações correntes	(1.811)	(18.384)	(23.502)	(30.452)	(33.416)
Balança comercial	10.467	(3.466)	(5.599)	(6.753)	(6.575)
Importações	33.079	49.972	53.346	59.747	57.714
Exportações	43.545	46.506	47.747	52.994	51.140
Serviços e rendas	(14.692)	(18.541)	(20.350)	(25.522)	(28.299)
Transferências unilaterais	2.414	3.622	2.446	1.823	1.458
Conta capital e financeira	8.692	29.095	33.968	25.800	29.702
Investimentos diretos	1.460	3.309	11.261	17.877	26.002
Investimentos em portfólio	7.280	2.294	6.040	5.300	(1.851)

Fonte: ipeadata *on-line*

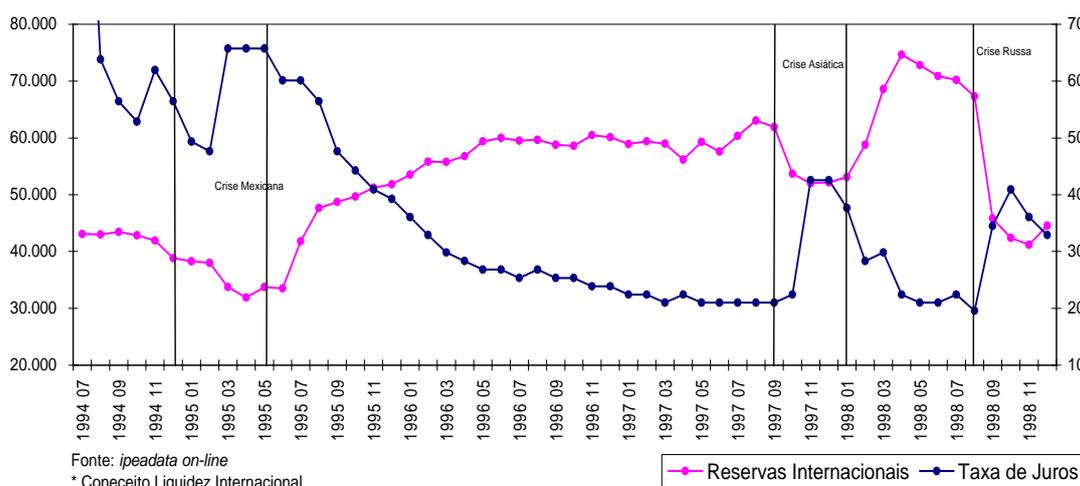
Esse processo se tornou ainda mais complicado devido à recorrência de crises financeiras internacionais, que repercutiram diretamente sobre a economia brasileira. Entre elas se destacam a crise mexicana (1995), a asiática (1997) e a russa (1998). Dessa forma, a partir da crise mexicana, houve uma ruptura do processo de crescimento do imediato pós-real, condicionando a política monetária e o ritmo da economia aos fluxos de capitais, traduzindo-se em uma trajetória de crescimento do tipo *stop and go*.

As crises financeiras desses períodos levariam a retrações globais dos capitais internacionais. Assim, o principal dilema do período passou a ser a obtenção de credibilidade da política de ancoragem cambial diante dos reveses dos capitais internacionais.

De forma geral, diante de uma crise financeira, o primeiro impacto seria o brusco aumento na demanda por moeda estrangeira e a conseqüente perda de reservas internacionais. Contudo, esse processo era muito rápido e intenso. Durante a crise mexicana houve uma redução de cerca de US\$ 10 bilhões de novembro de 1994 até abril de 1995. Na asiática, uma redução de US\$ 11 bilhões durante um intervalo de quatro meses, sendo US\$ 9 bilhões somente de setembro a outubro de 1997. Na crise russa, houve uma perda de reservas de magnitude igual a US\$ 21 bilhões, de agosto a setembro de 1998, representando uma queda de 32% no nível de reservas.

O Banco Central reagia então com o aumento da taxa de juros. Essa resposta também era em ritmo muito intenso. Durante a crise asiática, por exemplo, a taxa de juros quase dobrou, de 20,7% a.a. para 40,9% a.a. Essa estratégia foi bem sucedida durante as crises mexicana e asiática, levando ao retorno das reservas internacionais ao nível inicial, em poucos meses. Contudo, a crise russa foi o estopim desse processo. O aumento da taxa de juros não levou ao retorno dos capitais internacionais, e, diante do baixo nível de reservas, em janeiro de 1999, o Banco Central foi obrigado a deixar o real flutuar. O Gráfico 4 é muito ilustrativo para entender esse processo.

Gráfico 4: Reservas Internacionais* x Taxa de Juros a.a. (SELIC/OVER)



Por fim, a manutenção de uma política monetária restritiva durante todo o período, seja para garantir o financiamento dos déficits em conta corrente, seja para

combater as reversões dos capitais internacionais, contribuiu para uma trajetória de crescimento vacilante e medíocre, se comparada ao crescimento global. Salvo o ano de 1994, com uma expansão de 5,8% estimulada pelo processo de estabilização, a economia brasileira não demonstrou o vigor econômico esperado com a estabilização. No entanto, a vulnerabilidade externa, mas do que a estabilização, foi a grande característica do período.

4 – Fundamentos Teóricos do Regime de Metas de Inflação

O regime de metas de inflação (RMI), mais do que um simples balizador na formação de preços, partiu dos desdobramentos dos trabalhos acadêmicos da escola novo-clássica, ou monetarista do tipo II. As hipóteses básicas do arcabouço novo-clássico são: (i) existência de uma taxa natural de desemprego, (ii) a inflação é um fenômeno estritamente monetário, (iii) expectativas racionais, (iv) mercados estão continuamente em um processo de *market-clearing* e (v) agentes respondem somente a mudanças de preços relativos. É importante notar que, enquanto as duas primeiras hipóteses foram incorporadas da escola monetarista, as três últimas foram adicionadas pela agenda novo-clássica.

Entretanto, não é o objetivo aqui discutir as hipóteses que sustentam a argumentação novo-clássica, e sim saber que tais hipóteses levam a dois resultados importantíssimos para o entendimento da raiz teórica do regime de metas inflacionárias e para o debate sobre a condução da política monetária.

O primeiro resultado é a preposição da ineficácia da política monetária. Sendo racionais, os agentes percebem que o aumento de preços causado por expansão monetária não causa mudanças relativas, mas sim um aumento geral do nível de preços. Dessa forma, como os agentes respondem somente a mudanças relativas do nível de preços, não haveria mudanças no nível de produto e emprego. Embora tal resultado tenha nascido da produção acadêmica e seja um dos temas econômicos mais controversos, sua força retórica se materializa na burocracia do Banco Central do Brasil:

“Ao longo dos últimos anos começou a se formar um consenso, entre os economistas e bancos centrais, de que o objetivo principal da política monetária deve ser a obtenção e a manutenção da estabilidade de preços (...) é importante notar que a política monetária produz efeitos reais

apenas no curto e médio prazo, ou seja, no longo prazo, a moeda é neutra”
(BANCO CENTRAL, 1999).

O segundo resultado é a inconsistência temporal e, conseqüentemente, o viés inflacionário. Segundo esse resultado, enquanto a política monetária for conduzida discricionariamente, os *policymakers* são incentivados a praticar choques monetários, com o intuito de usufruir o *trade-off* de curto prazo entre inflação e desemprego. A ampla aceitação do viés inflacionário motivou o desenvolvimento das teses de independência do Banco Central, vistas como embriões do regime de metas de inflação.

O modelo de Banco Central Independente de Walsh (1995) é o primeiro trabalho a propor que se estipule uma meta de inflação. Nesse artigo, o autor parte da constatação de que o presidente do Banco Central não internaliza as conseqüências de suas decisões, sendo, portanto, incentivado a acionar o viés inflacionário. A proposta então desenvolvida é criar mecanismos de incentivo que garantam que o presidente do Banco Central não irá acionar o viés inflacionário. Tal mecanismo funcionaria como um elemento que internalizaria as conseqüências das decisões do presidente do Banco Central, através de um contrato que estipularia uma meta de inflação.

No Brasil, o Decreto 3.088 de 21 de junho de 1999 instituiu o RMI e conferiu ao Banco Central a independência de instrumentos para cumprir as metas estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN). O artigo 4º desse decreto estabeleceu que, caso a meta não fosse cumprida, o presidente do Banco Central deveria escrever uma carta aberta ao ministro da Fazenda contendo: (i) as causas do descumprimento da meta; (ii) as medidas necessárias para trazer a inflação para dentro da meta; e (iii) o prazo esperado para as medidas produzirem efeito. É importante notar que tal procedimento é semelhante ao contrato de comprometimento proposto teoricamente por Walsh.

No entanto, Sicsú (2002) argumenta que as teorias de independência do Banco Central e do RMI são frágeis do ponto de vista teórico. Para o autor, as premissas teóricas de existência de uma taxa natural de desemprego, curva expectacional de Phillips e viés inflacionário estão longe de serem um consenso entre os economistas. Ademais, no mesmo trabalho, o autor conclui que não há evidência empírica favorável ao regime de metas de inflação.

5- O Comportamento econômico sob o regime de Metas de Inflação.

A partir da década de 90, o RMI foi adotado por diversos países, com o objetivo de buscar a estabilidade, em baixos níveis, da taxas de inflação. A partir de julho de 1999, o Brasil o adotou formalmente. De acordo com Bogdanski, Tombini e Werlang (2000), a adoção do RMI proporcionaria uma nova âncora nominal, em substituição à âncora cambial, coordenando as expectativas inflacionárias e servindo como um balizador na formação de preços.

O CMN passou, desde então, a fixar metas e faixas de flutuação, para o Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), medido pelo IBGE. As metas e os intervalos fixados, assim como a inflação verificada, são apresentados na Tabela 2.

Tabela 2: Metas e Valores Verificados para o IPCA

Ano	Meta		Meta		Cumprimento da Meta
	Central	Intervalo	Ajustada	Verificado	
1999	8,00%	6% a 10%		8,90%	Sim com Desvio
2000	6,00%	4% a 8%		6,00%	Sim
2001	4,00%	2% a 6%		7,70%	Não
2002	3,50%	1,5% a 5,5%		12,50%	Não
2003	3,75%	1,25% a 5,5%	8,5%*	9,30%	Não
2004	3,75%	1,25% a 6,25%	5,5%**	7,60%	Não
2005	4,50%	2% a 7%	5,1%***	5,69%	Sim com Desvio

Fonte: Banco Central do Brasil

* Em 06/2002 a meta foi reajustada para (1,5%, 6,5%) e em janeiro de 2003 para 8,55%.

** Reajustada para

5,5%.

*** Em setembro de 2004 o Banco Central informou que perseguiria a meta de

5,1%

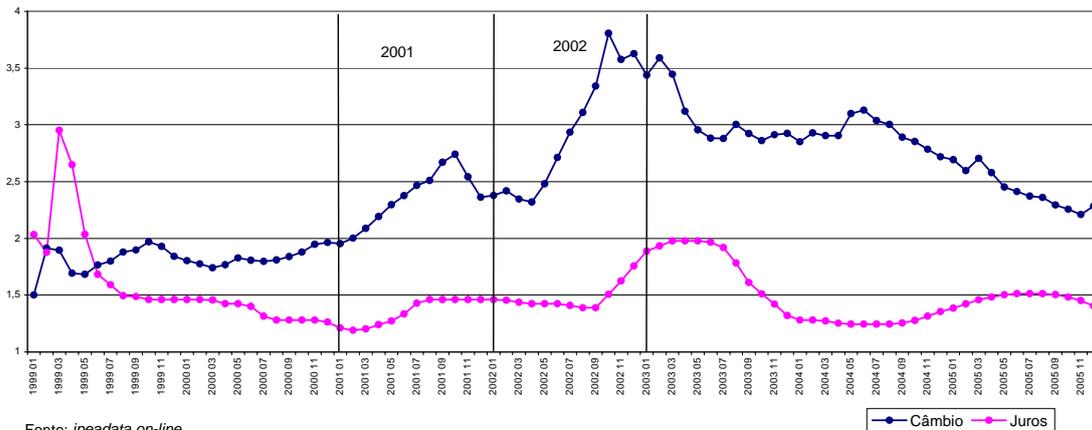
Embora a inflação tenha-se mantido em patamares relativamente reduzidos, não se pode negar a enorme dificuldade do Banco Central em conseguir cumprir as metas previamente estabelecidas. O descumprimento sistemático das metas poderia levar à perda de credibilidade do Banco Central, podendo se refletir na perda do mecanismo de convergência das expectativas inflacionárias.

Nos dois primeiros anos, a despeito de uma elevada desvalorização cambial, a meta foi atendida. Goldfajn e Werlang (2000) destacam três razões para que o repasse inflacionário da desvalorização cambial tenha sido moderado: (i) o desaquecimento econômico, (ii) a percepção de que o real estava excessivamente sobrevalorizado antes da flexibilização e (iii) a baixa inflação verificada em 1998.

Contudo, mesmo com algumas revisões, as metas foram sistematicamente descumpridas nos quatro anos seguintes, sendo cumprida novamente apenas em 2005. A questão fundamental para entender o comportamento inadequado do regime de metas inflacionárias nesse período é a volatilidade cambial. O câmbio exerce influência nas taxas de inflação, através de efeitos diretos e indiretos. Os efeitos diretos são aumentos de preço de bens e serviços transacionáveis com o exterior. Já os efeitos indiretos são fruto da utilização de insumos importados na produção doméstica de bens e serviços. A soma desses dois efeitos, ou seja, o repasse da desvalorização cambial para a inflação é chamado na literatura de *passthrough*.

Os choques internacionais de confiança de 2001, em função da Crise Argentina, e de 2002, em função da desconfiança dos capitais internacionais quanto a mudanças na condução da política econômica, produziram desvalorizações cambiais que comprometeram a condução do regime de metas de inflação. O Banco Central, diante do comprometimento com a meta pré-estabelecida, respondia a uma desvalorização cambial via aumento da taxa de juros, visando fazer com que as expectativas inflacionárias retrocedessem. O Gráfico 6, representando a taxa nominal de câmbio e a taxa básica SELIC, é muito ilustrativo ao demonstrar a ligação das desvalorizações cambiais ao não cumprimento das metas, especialmente nos anos de 2001 e 2002, e a reação, via taxa de juros, do Banco Central.

Gráfico 5: Taxa Cambio Nominal (R\$/US\$) x Taxa SELIC a.m.

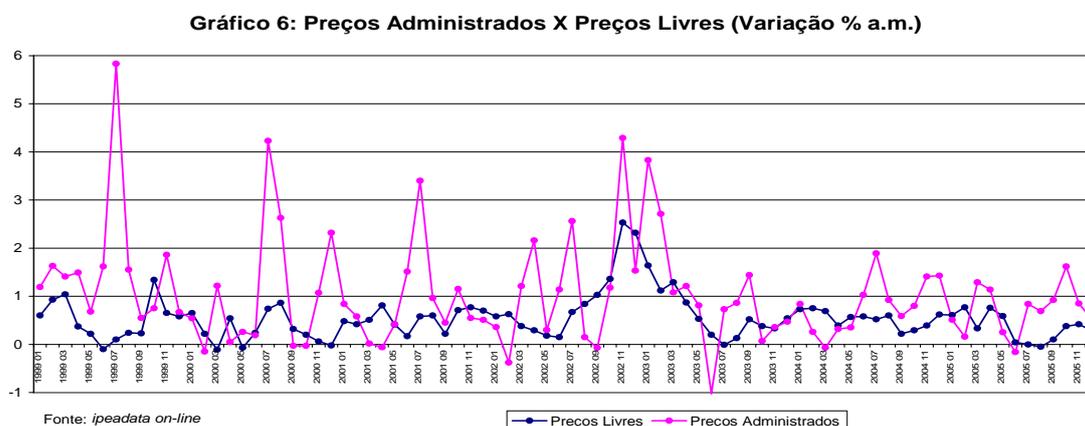


Dessa forma, o grande dilema enfrentado pelo Banco Central nesse período foi a construção de credibilidade para o regime de metas inflacionárias, na presença de volatilidade cambial. Como apresentado por Minella *et al* (2003), os choques cambiais ocorridos em 2001 e 2002 foram os grandes testes para o regime de metas de inflação. Segundo esses autores, a desvalorização nominal da taxa de câmbio em cerca de 20%, durante o ano de 2001, foi responsável diretamente por 2,4 pontos percentuais, o equivalente a 38% do IPCA acumulado no ano. Já em 2002, a desvalorização de 52% foi responsável por 3,9 pontos percentuais, o equivalente a 46% do IPCA.

Além dos efeitos diretos e indiretos do câmbio sobre a inflação, um terceiro efeito pode ser observado: os preços administrados. Após o processo de privatização dos anos 90, as tarifas públicas, que correspondem a cerca de 30% do IPCA, passaram, em sua maioria, a serem reajustadas pelos índices IGP-M e IGP-DI, mais sensíveis ao câmbio do que o IPCA. Segundo Figueredo e Ferreira (2002), entende-se como preços administrados aqueles preços cuja sensibilidade a fatores de oferta e demanda é menor, mas não necessariamente aqueles que são diretamente controlados pelo governo, ou então, aqueles que, a despeito de estarem relacionados com oferta e demanda, dependem de autorização ou conhecimento prévio de algum órgão do poder público.

Tomando o processo de reajuste das tarifas públicas como não-sincronizado, os preços administrados poderiam propagar o choque cambial por até 12 meses. Suponha-se uma tarifa reajustada no período t , um choque cambial no mesmo período t e seus efeitos inflacionários nos períodos t seguintes. No momento do novo reajuste, igual a $t+12$, todos os efeitos inflacionários do choque cambial seriam repassados para a tarifa em questão, proporcionando um novo pequeno choque inflacionário. Esse mecanismo

esteve presente em todo o período pós-flexibilização, onde os preços administrados tiveram majorações superiores às dos preços livres, impondo um piso para o índice oficial de inflação. Vejamos como se comportam os preços administrados *vis à vis* os preços livres.



Modenesi (2005) aponta, então, que existem três fatores explicativos para as dificuldades do Banco Central em alcançar as metas estabelecidas até o ano de 2003, a saber: (i) adoção de metas incompatíveis com as características da economia brasileira, (ii) elevada participação dos preços administrados no IPCA, (iii) baixo grau de previsibilidade da inflação, diante da volatilidade cambial.

O biênio de 2003 e 2004, embora sem a presença de choques cambiais, pode ter sua dinâmica inflacionária entendida através do mecanismo de preços administrados, descrito anteriormente, e do aumento temporário do grau de persistência da inércia inflacionária durante o período. No entanto, no ano de 2005, embora iniciado com uma descrença no cumprimento da meta, o Banco Central obteve sucesso ao chegar bem perto da meta perseguida de 5,1%. A valorização cambial persistente desde meados de 2004 teve papel preponderante nesse sentido. Vejamos, através de uma tabela sintética, o papel de cada mecanismo descrito para o estouro da meta no período de 2001 a 2004, assim como para o sucesso de 2005.

Tabela 3: Decomposição do IPCA - em contribuição %

Ano	<u>2001</u>	<u>2002</u>	<u>2003</u>	<u>2004</u>	<u>2005</u>
		META	META	META	META
	IPCA META*	IPCA *	IPCA **	IPCA ***	IPCA *

<i>Passthrough</i>	38%	48%	46%	105%	-12%	-13%	-4%	-5%	-37%	-30%
Inércia Inflacionária	9%	12%	7%	16%	63%	69%	4%	5%	14%	11%
Preços Administrados	22%	28%	15%	35%	18%	20%	37%	53%	58%	47%
Total sem controle BC	69%	88%	68%	156%	70%	76%	37%	53%	35%	29%
Preços Livres	31%	40%	18%	42%	12%	13%	58%	80%	60%	49%
Expectativas	0%	0%	14%	31%	18%	20%	5%	7%	5%	4%
Total	100%	128%	100%	229%	100%	109%	100%	140%	100%	81%

Fonte: Banco Central do Brasil

(*) contribuição percentual para o limite superior da meta.

(**) reajustada para 8,5%

(***) reajustada para 5,5%

A persistência de efeitos inflacionários fora de controle da política monetária do Banco Central estabeleceu um pequeno intervalo de flutuação para o preço dos bens livres durante o quadriênio 2001-2004. A política monetária durante esse período foi bastante restritiva, tentando controlar a evolução dos preços livres de forma a compensar os aumentos de preços influenciados por mecanismos fora do escopo de atuação do Banco Central.

Assim, o período pós-flexibilização pode ser caracterizado por uma grande volatilidade cambial e pela persistência da taxa de juros em patamares elevados. O período pode também ser caracterizado por um crescimento vacilante, com picos de crescimento em 2000 e 2004 e baixos índices de crescimento nos outros anos.

6 – Comparação entre os dois regimes monetários.

Descritos os dois regimes monetários, torna-se necessário investigar se, além da mudança de regime monetário, houve em 1999 uma mudança no padrão de desenvolvimento brasileiro. Para isso, nesta seção, serão apontadas as principais diferenças, assim como os elementos comuns aos dois regimes.

O ponto de partida dessa comparação – e a principal diferença entre os dois regimes monetários – é a variável macroeconômica controlada pelo Banco Central.

Como discutido anteriormente, no imediato pós-Plano Real o câmbio foi controlado, enquanto a inflação no período pós-flexibilização é exatamente a variável sob controle do Banco Central, que funciona como âncora nominal da economia. Assim, a economia transitou de uma âncora cambial para uma âncora de meta de inflação.

Uma segunda diferença importante é o equilíbrio do Balanço de Pagamentos. Em tese, em um sistema de câmbio flexível, o Balanço de Pagamentos estaria sempre em equilíbrio. Na prática, o saldo comercial passou a ser superavitário no ano de 2000, enquanto o saldo em transações correntes tornou-se superavitário em 2003. Assim, a flexibilização do regime cambial fez a economia passar de uma situação de deterioração das contas externas para uma situação externa confortável.

Do ponto de vista teórico, desenvolvido nas seções 2 e 4, haveria os seguintes elementos comuns aos dois períodos: (i) Presença de uma âncora nominal para o balizamento dos preços; (ii) Presença de uma regra, ainda que não explícita no período de metas cambiais, que levaria à perda de graus de liberdade na condução da política monetária. (iii) O comprometimento com a regra cambial, ou com a meta de inflação, funcionaria como uma tecnologia de comprometimento impedindo o acionamento do viés inflacionário; (iv) A regra, além de ser uma tecnologia de comprometimento, serviria como mecanismo de convergência das expectativas inflacionárias em ambos os períodos; e (v) Presença de um dilema de credibilidade. A obtenção de credibilidade da âncora cambial diante dos reveses dos capitais internacionais foi marcante no período 1995-1998. No período pós-flexibilização, o dilema pode ser traduzido na construção de credibilidade para o regime de metas inflacionárias com volatilidade cambial.

No que se refere ao comportamento das principais variáveis macroeconômicas, podemos elencar os seguintes elementos comuns: (i) Baixo nível de inflação; (ii) Persistência de altas taxas de juros; (iii) Presença de mecanismos que impedem a queda da taxa de juros, mesmo sem a presença de choques, a necessidade de financiamento através da conta de capitais no RMC e os mecanismos inflacionários fora de controle da política monetária do Banco Central no RMI; e (iv) Combate a choques externos via aumentos da taxa de juros.

No entanto, dependendo do regime monetário, as principais variáveis macroeconômicas se comportam de forma diferenciada após a ocorrência de um choque externo. No RMC, a primeira variável atingida diretamente é o nível de reservas internacionais, enquanto que no RMI, é a taxa de câmbio.

Ademais, a duração e a magnitude dos choques externos são diferenças importantes a serem explicitadas. Com uma regra cambial fixa, a magnitude de um choque externo – e, conseqüentemente, a resposta via aumento da taxa de juros – tendeu a ser maior do que no regime de metas de inflação. Por outro lado, a duração dos efeitos dos choques tendeu a ser menor no RMC.

A Tabela 4 sintetiza essas diferenças, apresentando a variação máxima que cada variável macroeconômica sofreu durante um choque externo, seu coeficiente de variação, tomado como *proxy* de volatilidade, e o tempo necessário para a reversão do ciclo restritivo de política monetária após um choque externo.

Tabela 4: Comparação entre os choques externos

Choque	<u>Câmbio/Reservas*</u>		<u>Over/SELIC</u>		Duração**
	VAR% MAX	CV	VAR% MAX	CV	
1994/12-1995/5	-18%	0,08	13%	0,12	6 meses
1997/9-1998/1	-16%	0,08	88%	0,29	5 meses
1998/8-1998/12	-39%	0,22	93%	0,22	5 meses
Média Metas Cambiais	-24%	0,13	65%	0,21	5,33 meses
2001/2-2001/10	37%	0,11	23%	0,09	9 meses
2002/4-2002/12	64%	0,17	23%	0,09	9 meses
Média Metas Inflacionárias	50%	0,14	23%	0,09	9 meses

* Reservas Internacionais no regime de metas cambiais e Taxa Nominal de Câmbio no regime de metas inflacionárias

** Tempo necessário para o Banco Central interromper os aumentos na taxa de juros pós-choques.

A explicação para a diferença das variações da taxa de juros passa pelo entendimento de como se comportam os agentes diante de choques externos. O primeiro efeito, independente do regime monetário, é o aumento de demanda por moeda estrangeira. Esse aumento pode ser atendido das seguintes maneiras: desvalorização cambial, venda de reservas por parte da autoridade monetária ou um *mix* das duas alternativas.

No RMC, diante do compromisso com a taxa de câmbio, o Banco Central é obrigado a atender a demanda por moeda estrangeira vendendo parte de suas reservas. No entanto, uma redução abrupta do nível de reservas impõe uma escolha para o Banco Central: relaxar o regime cambial e permitir que o câmbio flutue, ou aumentar a taxa de

juros tornando as aplicações em moeda doméstica mais atrativas. Comprometido com a meta cambial, o Banco Central aumentaria a taxa de juros, de forma que todos os efeitos do choque fossem absorvidos por esse aumento. A duração de todo esse processo é curta, dada a interação direta dessas variáveis.

No RMI, o aumento de demanda por moeda estrangeira causa uma desvalorização cambial. No entanto, o coeficiente de *passthrough* é menor que a unidade⁵, absorvendo em algum grau o impacto do choque externo. Assim, a intermediação da inflação entre o choque e a resposta de política monetária permite ao Banco Central responder, via taxa de juros, de forma mais moderada. No entanto, os mecanismos de inércia inflacionária e de preços administrados tornam os efeitos dos choques mais resistentes à reversão da política monetária.

Ainda nessa linha, Bernank e Mishkin (1997) argumentam que no RMI não pode ser classificado como uma regra rígida, à luz do debate regras *versus* discricção. Sob RMI, o comprometimento do Banco Central seria com a estabilidade de preços no longo termo, permitindo acomodações no curto termo. A existência de cláusulas de escape e a possibilidade do Banco Central de abdicar da meta, no curto termo, sem romper com o regime monetário, possibilitam a suavização dos efeitos imediatos dos choques externos. Exemplo disso é o ano de 2001, onde diante da desvalorização cambial e a fim de não comprometer demasiadamente o produto, o BACEN anunciou em agosto de 2001 que abandonaria a perseguição da meta de inflação.

Entretanto, o elemento estrutural central nos dois regimes é a elevada mobilidade de capitais, tendo como conseqüência a vulnerabilidade externa. De certa forma, a troca de regime monetário flexibilizou o impacto dos choques, porém aumentou o tempo de propagação dos efeitos desses mesmos choques, de forma que não podemos assumir que houve uma redução da dependência do comportamento econômico em relação aos movimentos de capitais. Essa dependência levaria a uma reflexão sobre a introdução de mecanismos de controles de capitais.

Do ponto de vista do crescimento econômico, um bom ponto de partida para essa comparação é o trabalho de Hermann (2004). Para a autora, no modelo de metas cambiais, por ela denominado modelo-1990, estaria presente o *trade off* entre crescimento e equilíbrio da balança de pagamentos. No segundo período, de metas de inflação, ou o modelo-2000, estaria presente o *trade off* entre crescimento e inflação.

⁵ De acordo com Minella, Freitas, Goldfajn e Muinhos (2003) o coeficiente de *passthrough* no Brasil é de cerca de 12% para preços livres, 25% para preços administrados e 16% para a cesta do IPCA.

Sendo a autoridade monetária comprometida com regras, seja ela cambial ou de inflação, os *trade off's* estariam sempre relegando o crescimento.

Desconsiderando o ano de 1994, com um crescimento atípico de 5,9% devido à explosão de demanda e à súbita queda do imposto inflacionário, a economia brasileira nunca conseguiu crescer mais do que 3% por dois anos consecutivos. Se comparado com o crescimento mundial, desde 1995, a economia brasileira apresenta menores taxas de crescimento. Comparando os dois regimes monetários, o PIB brasileiro teve uma taxa média de crescimento de 2,6% no RMC e 2,31% sob RMI, tendo crescido em média 2,4% durante o período 1995-2005. Podemos ver a comparação das taxas de crescimento econômico, nos dois períodos, no Brasil e no mundo na Tabela 5.

Tabela 5: Crescimento Econômico (VAR % PIB)

Ano	<u>Brasil</u>	<u>Mundo</u>
1995	4,22	3,70
1996	2,66	4,00
1997	3,27	4,20
1998	0,13	2,80
Média sob RCM	2,57	3,68
1999	0,79	3,70
2000	4,36	4,80
2001	1,31	2,60
2002	1,93	3,10
2003	0,54	4,10
2004	4,94	5,30
2005	2,28	4,80
Média sob RMI	2,31	4,06

Fonte: ipeadata *on-line*

Assim, a crença de que, debelado o fenômeno inflacionário, o país retomaria uma trajetória estável e autônoma de crescimento econômico não se concretizou. As âncoras nominais não só controlaram o recrudescimento do processo inflacionário, como também tornaram a economia brasileira dependente dos movimentos internacionais de capitais. Além disso, os mecanismos que impediram a redução da taxa de juros no período, funcionaram como uma âncora do crescimento econômico.

A armadilha imposta pelos modelos macroeconômicos descritos anteriormente é um convite à reflexão sobre alternativas na condução da política econômica. As propostas da heterodoxia acadêmica brasileira se concentram em alguns pontos comuns: (i) a necessidade da queda da taxa de juros; (ii) a introdução de controles de capitais; (iii) um câmbio competitivo em um patamar desvalorizado e estável; (iv) acumulação de reservas internacionais; (v) flexibilização da política monetária; e (vi) flexibilização da política fiscal.

A sabedoria convencional justifica as altas taxas de juros praticadas pela economia brasileira em função de seu elevado risco. No entanto, tem ganhado força a hipótese de prêmio de risco endógeno (BRESSER E NAKANO, 2002), na qual o risco-país é elevado simplesmente porque a taxa de juros básica de curto prazo praticada pelo BACEN é demasiadamente elevada. Dessa forma, uma grande redução na taxa de juros básica reduziria sensivelmente o risco-país. Conseqüentemente, os efeitos de uma redução nos juros domésticos seriam exatamente inversos àqueles previstos na sabedoria convencional.

A introdução de controles de capitais possibilitaria a manutenção da estabilidade da taxa de câmbio e a maior autonomia na execução da política monetária. Com uma baixa taxa de juros o governo poderá acumular reservas de forma a regular a desvalorização cambial e seu impacto sobre a inflação. Após a conquista de um câmbio desvalorizado, os controles e as reservas propiciariam ao governo combater a volatilidade cambial, reduzir a vulnerabilidade externa e a reconquista da política econômica.

A flexibilização das políticas monetária e fiscal viriam a reboque da queda na taxa de juros, da adoção de controles de capital e da acumulação de reservas internacionais. Com uma menor taxa de juros incidindo sobre o estoque da dívida, o governo necessitaria de um menor esforço fiscal para manter a relação Dívida/PIB, conduzindo recursos para investimentos em infra-estrutura e serviços públicos básicos. Quanto à política monetária, a menor vulnerabilidade externa reduziria o impacto dos choques externos sobre a inflação, possibilitando a introdução de metas de crescimento econômico, tornando o BACEN não só guardião da moeda, mas também promotor de desenvolvimento econômico.

7 – Síntese e Conclusões

A estabilização econômica, mais que o controle do processo inflacionário, introduziu um novo paradigma para a economia brasileira. Após o convívio, por décadas, com altas taxas de inflação, as relações entre os agentes econômicos eram, em 1994, uma grande incógnita para os gestores de política econômica. Assim, buscou-se apoiar a economia brasileira na instituição de âncoras nominais, para o balizamento na formação de preços e para a convergência de expectativas inflacionárias.

Teoricamente, ambos os regimes monetários visam, através de uma regra, retirar graus de liberdade do gestor da política monetária. A convergência das expectativas inflacionárias depende, fundamentalmente, da credibilidade do Banco Central em se comprometer com as regras. No entanto, dois dilemas de credibilidade foram enfrentados pelo Banco Central no período: o dilema da obtenção de credibilidade da regra cambial frente aos movimentos especulativos de capitais e o dilema de construção de credibilidade para o regime de metas de inflação diante da volatilidade cambial.

A comparação entre os dois regimes monetários demonstra que, além da presença de uma âncora nominal e de baixos níveis de inflação, alguns aspectos são característicos de ambos os períodos. Entre esses elementos comuns, pode-se destacar a persistência de altas taxas de juros, baixo crescimento econômico e subordinação da política monetária aos movimentos de capitais.

A mudança de regime monetário possibilitou o equilíbrio externo e a redução do impacto de choques externos. No entanto, o choque externo passou a ter impactos mais demorados, impondo o prolongamento dos ciclos restritivos da política monetária.

As principais propostas para a conquista de um modelo de desenvolvimento econômico são: (i) a queda da taxa de juros; (ii) a introdução de controles de capitais; (iii) um câmbio competitivo em um patamar desvalorizado e estável; (iv) acumulação de reservas internacionais; (v) flexibilização da política monetária; e (vi) flexibilização da política fiscal.

8 - Referências Bibliográficas

BANCO CENTRAL. Relatórios de Inflação, 1999-2005. Brasília, DF.

BATISTA JR., P. N. “Dolarização, âncora cambial e reservas internacionais”, *Revista de Economia Política*, vol. 13, n. 3, pp. 5-20, jun/set, 1993.

BERNANKE, B.; MISHKIN, F. "Inflation targeting: A New Framework for Monetary Policy", *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 11, n. 2, pp. 97-116, 1997.

BOGDANSKI, J.; TOMBINI, A., e WERLANG. S. "Implementing Inflation Targeting in Brazil". Trabalho para Discussão nº 1, Banco Central do Brasil, 2000.

BERSSER PEREIRA, L.C.; NAKANO, Y. "Uma estratégia de desenvolvimento com estabilidade", *Revista de Economia Política*, vol. 22, n. 3, pp. 146-177, jul/set, 2002.

COUTINHO, L. A. "A especialização regressiva: um balanço do desempenho industrial pós-estabilização". In: Velloso, J.P.R (coord): *Desafios de um país em transformação*, IX Fórum Nacional. Rio de Janeiro, José Olympio, 1997.

FIGUEREDO, M. R. F.; Ferreira, T. P. "Os Preços Administrados e a Inflação no Brasil". Banco Central do Brasil, Working Series Papers n. 59, dezembro, 2002.

FRANCO, G. "Inserção externa e desenvolvimento", *Revista de Economia Política*, vol. 18, nº3 (71), pp. 121-128, jun/set 1998.

GOLDFAJN, I.; WERLANG, S. "The Pass-Through from Depreciation to Inflation: a Panel Study", Working Paper 423, Departamento de Economia, PUC-Rio, 2000.

HERMANN, J. "O trade off do crescimento no Brasil nos anos 1990-2000: Análise crítica e alternativas de política monetária", *Econômica*, vol. 6, n. 2, pp. 261-289, dezembro, 2004.

MINELLA, A.; FREITAS, P.S.; GOLDFAJN, I e MUINHOS, M.K (2003). "Inflation Targeting in Brazil: Constructing Credibility under Exchange Rate Volatility", Working Series Papers nº 77, Banco Central do Brasil, 2003.

MODENESI, A. M. *Regimes Monetários: Teoria e a Experiência do Real*. Rio de Janeiro, Ed. Manole, 2005.

SICSÚ, J. “Teoria e Evidências do Regime de Metas Inflacionárias”, *Revista de Economia Política*, vol. 22, n. 1, pp. 23-33, jan/mar, 2002.

Walsh, C.E. “Optimal contracts for Central Bankers”, *The American Economic Review*, v. 85, pp. 150-67, 1995.