

**Projeto de pesquisa: O Brasil na era da globalização:
condicionantes domésticos e internacionais ao desenvolvimento**

Sub-projeto IV. Efetividade e dilemas do regime de metas de inflação

Relatório I - Os formatos do regime e os impactos dos choques exógenos

Maryse Farhi

ÍNDICE

| | |
|---|----|
| SUMÁRIO | 2 |
| IV.1 - INTRODUÇÃO..... | 5 |
| IV.2- TEORIA E PRÁTICA DO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO..... | 6 |
| IV.3- QUESTÕES COMUNS AO REGIME DE METAS EM ECONOMIAS EMERGENTES..... | 9 |
| IV.4- ASPECTOS DIFERENCIAIS..... | 12 |
| IV.4.1 AS DIVERSAS CLASSIFICAÇÕES | 13 |
| IV.5- OS IMPACTOS DA VOLATILIDADE CAMBIAL | 15 |
| IV.5.1: DIFERENÇAS NACIONAIS NO <i>PASS-THROUGH</i> | 20 |
| IV.5.1.1: CORÉIA E TAILÂNDIA | 21 |
| IV.5.1.2 ÁFRICA DO SUL | 22 |
| IV.5.1.3 CHILE..... | 24 |
| IV.5.1.4: MÉXICO..... | 24 |
| IV.5.1.5: BRASIL..... | 25 |
| IV.5.1.6: TURQUIA..... | 28 |
| IV.6 OS FORMATOS DO REGIME | 30 |
| IV.6.1 – INSTITUCIONALIDADE DO REGIME DE METAS | 32 |
| IV.6.2: OBJETIVOS DOS BANCOS CENTRAIS | 34 |
| IV.6.3: HORIZONTE TEMPORAL DAS METAS | 35 |
| IV.6.4: OS INSTRUMENTOS DE POLÍTICA MONETÁRIA | 35 |
| IV.6.5: DINÂMICA DA ADOÇÃO DO REGIME DE METAS | 37 |
| IV.7- GESTÃO E CHOQUES EXÓGENOS..... | 40 |
| BIBLIOGRAFIA..... | 45 |

Sumário

A combinação de câmbio flutuante e regime de metas de inflação, adotada em 1999, tem constituído a espinha dorsal da política macroeconômica no Brasil. Para todos os que não aceitam a neutralidade da moeda, ao menos no curto prazo, é inegável que esta combinação tem sido, em boa parte, responsável pelo baixo crescimento econômico.

Entretanto, contrariamente ao apregoado por seus defensores nacionais, uma elevada taxa de sacrifício em termos de produto e emprego não é uma consequência inevitável dessa combinação de políticas. Ela tem sido adotada por diversos países emergentes sem, entretanto, constituir um obstáculo de monta ao crescimento econômico.

Esta discrepância de resultados não decorre dos princípios do regime de metas de inflação, mas de sua aplicação prática. Esta aplicação prática, que condiciona os impactos macroeconômicos da política monetária, tem sido objeto de acalorado e bastante atual debate entre economistas das mais variadas tendências que põe em evidência a importância que assumem seus formatos e suas gestões. Mas, o debate tem se centrado, sobretudo, nas experiências das economias desenvolvidas.

A discussão desta questão nas economias emergentes é extremamente importante para aprofundar o diagnóstico dos dilemas decorrentes da aplicação prática do regime de metas no Brasil. Para tanto, é necessário, em primeiro lugar, examinar as classificações existentes entre elas, do ponto de vista dessa política monetária, e identificar os pontos em comum que apresentam. Existe uma farta literatura sobre o principal dentre tais pontos em comum: todas as economias emergentes que adotam o regime de metas também optaram pelo câmbio flutuante. Na medida em que estão mais sujeitas a *sudden stops* dos fluxos internacionais de capitais, a volatilidade de suas taxas de câmbio é mais elevada que nas economias desenvolvidas e seu impacto nos preços (*passthrough*) mais acentuado.

As razões para este *passthrough* mais intenso da variação cambial aos preços são variadas. Entre as mais importantes, se destacam o histórico inflacionário do país, quanto mais alta tiver sido a inflação no passado, maior será o grau desta transmissão. Outra razão tem a ver com o fato que as economias emergentes apresentam estruturas econômicas menos complexas do que as economias industriais desenvolvidas. De forma geral, muitas dessas economias são produtoras e exportadoras de algumas *commodities* e importadoras de outras, tornando os preços internos desses produtos muito sensíveis à evolução da taxa de câmbio e dos preços formados nos mercados internacionais. Ademais, produtos primários (como

alimentos *in natura*) ou menos elaborados tendem a ter um peso relativo mais importante no consumo das famílias e, por conseguinte, nos índices de inflação.

Por outro lado, o aumento do grau de internacionalização produtiva e o *outsourcing* de indústrias dos países desenvolvidos fizeram com que, em muitas delas, as indústrias passassem a utilizar peças e componentes importados no seu processo de produção. Diversos economistas apontam que o coeficiente de *pass-through* também é determinado pela participação das empresas de capital estrangeiro em relação às empresas nacionais nos mercados domésticos. Quanto mais alta for esta relação, maior será o impacto da taxa de câmbio nos preços.

Entretanto, o principal fator explicativo do impacto da taxa de câmbio nos preços está ligado à baixa qualidade de suas moedas nacionais que, sobretudo em períodos de escassez de divisas e desvalorização, deixam de ser consideradas como instrumento de reserva. É devido a esta razão que a volatilidade da taxa de câmbio de longo prazo é muito mais acentuada nas economias emergentes do que nas desenvolvidas. Nessas circunstâncias, mesmo preços que não compõem a pauta de comércio exterior acabam sendo reajustados seguindo a evolução da taxa de câmbio.

Mas, devido às diferenças tanto nas inserções internacionais das economias emergentes quanto em suas estruturas de formação de preços, mesmo este ponto em comum acaba tendo reflexos muito diversos em cada país. Para efetuar a análise dessas diferenças, selecionamos, além do Brasil, uma amostra de 6 dos 14 países emergentes que adotam explicitamente o regime de metas de inflação: África do Sul, Chile, Coréia, México, Tailândia e Turquia. A conclusão desse exame mostra que o Brasil e a Turquia apresentam os mais elevados graus de transmissão da variação cambial aos preços. Para esses dois países, as razões não são as mesmas: a Turquia sofre diretamente com uma elevada dolarização (inclusive dos preços dos ativos financeiros) de sua economia, enquanto o Brasil apresenta a particularidade de ainda praticar uma elevada indexação, sobretudo, de seus preços administrados.

Após apontar a existência dessas diferenças no grau e nos impactos do *pass-through* torna-se necessário analisar as encontradas na prática do regime de metas em economias emergentes. O exame dos formatos adotados para o regime nos países de nossa amostra indica diferenças consideráveis entre eles. Essas são bem mais amplas que as comumente apontadas de independência formal ou autonomia operacional do Banco Central. Na questão da institucionalidade do regime de metas, elas existem na forma com que a autoridade monetária se relaciona com o governo eleito (quem toma a decisão na fixação da meta) e a

sociedade como um todo, (a quem o BC deve prestar contas sobre sua gestão). Também se notam algumas diferenças na forma como a meta é enunciada (ponto central, banda de tolerância) e nos instrumentos utilizados pela política monetária para a obtenção das metas. Mas, as mais marcantes estão concentradas no índice empregado para a apuração oficial da inflação (uso de índice cheio de preços ao consumidor ou de núcleo por exclusão) e no horizonte temporal para a consecução da meta fixada.

No que diz respeito à gestão do regime de metas em economias emergentes, as reações da autoridade monetária aos choques exógenos constituem seu traço mais marcante. È em função dessa reação que se pode distinguir a prática flexível do regime de metas, que minimiza seu impacto no produto e no emprego, da prática mais rígida, que no afã de obter uma inflação baixa não leva em consideração tal impacto.

Pesquisa: O Brasil na era da globalização: condicionantes domésticos e internacionais ao desenvolvimento

Sub-projeto IV. Efetividade e dilemas do regime de metas de inflação

Relatório I - Os formatos do regime e os impactos dos choques exógenos

Maryse Farhi

IV.1 - Introdução

A luta contra a inflação tem estado no centro da política macroeconômica brasileira há muitas décadas. A altíssima inflação que assolou o Brasil por longo período acabou sendo derrotada a partir de 1994 com o Plano Real. Garantir a manutenção de uma taxa de inflação baixa continua, entretanto, sendo o objetivo primordial dessa política.

A tarefa revelou-se árdua porque, desde a adoção do Plano Real em 1994, a dinâmica da inflação no Brasil tem demonstrado estreita vinculação com a taxa de câmbio. Durante a vigência do regime de câmbio administrado (1994-1998), a taxa de câmbio, mantida sobrevalorizada, serviu de âncora para a estabilização dos preços. A partir da crise cambial de janeiro de 1999, o câmbio flutuante passou a ser o principal propulsor das alterações de preços. Isto se verificou nos momentos em que a aversão aos riscos predominava nos mercados internacionais e a desvalorização da taxa de câmbio acelerou a inflação, como em 2001 e 2002. O mesmo se constatou após 2003, no contexto da nova fase de elevada liquidez internacional, quando ela voltou ao papel de principal fator de estabilidade dos preços e canal de transmissão da política monetária, atenuando os efeitos de outros choques exógenos, como a alta dos preços internacionais das *commodities*.

Adotada em 1999, pouco após a crise cambial que culminou na adoção do câmbio flutuante, a política monetária que segue o regime denominado de metas de inflação tem constituído um dos principais (senão o principal) elementos da política macroeconômica do Brasil. Num período conturbado por fortes desvalorizações do real e por um cenário externo caracterizado por elevada aversão aos riscos, a autoridade monetária, buscando readquirir credibilidade, definiu um formato e adotou uma gestão para o regime de metas que restringem ao máximo a flexibilidade dessa política monetária.

Essa prática do regime de metas, combinada com o câmbio flutuante, resulta em uma taxa básica de juros extremamente alta em termos nominais e reais que impõe uma elevada taxa de sacrifício ao produto e ao emprego. Mas, contrariamente ao que apregoam os defensores nacionais dessa combinação de políticas macroeconômicas, essa não é uma

consequência inevitável. Regimes de metas de inflação e câmbio flutuante têm sido adotados por diversos países emergentes sem constituir um obstáculo de monta ao crescimento econômico.

Esse relatório se propõe a confrontar essas distintas experiências, buscando extrair elementos que permitam aprofundar o diagnóstico dos dilemas decorrentes da aplicação prática dessas políticas macroeconômicas no Brasil. A primeira parte é consagrada ao atual debate sobre os impactos diferenciados do regime de metas. Este debate está centrado na aplicação prática desta política monetária (formatos e gestões). Ele põe em evidência que os resultados macroeconômicos estão intimamente ligados à sua operacionalidade. Na segunda parte, abordamos a questão das especificidades desta política monetária nas economias emergentes e as pré-condições apontadas como necessárias para sua adoção. Dentre os aspectos comuns do regime de metas em economias emergentes, o *pass-through* da volatilidade cambial aos preços é o mais importante. Quanto maior for o *pass-through*, maiores serão os impactos do câmbio sobre a inflação e sobre as taxas de juros resultantes da política monetária que passam a sofrer influência direta do regime cambial adotado.

A terceira parte aborda as diferenças dos formatos e dos instrumentos adotados para a aplicação do regime de metas em países emergentes. Na quarta parte do relatório, são analisados os diferentes graus de *pass-through* da volatilidade cambial e outros choques exógenos aos índices de preços desses países. Por fim, a quinta parte discute as diferentes gestões do regime de metas diante da ocorrência desses choques exógenos, tão comuns às economias emergentes.

Este conjunto de discussões tem por objetivo fornecer a base do segundo relatório, inteiramente dedicado ao Brasil, que buscará mostrar que o elevado sacrifício de produto e de emprego que tem sido imposto decorre, essencialmente, das rigidezes atuais do formato e da gestão do regime de metas, marcada por extremo conservadorismo e altas taxas nominais e reais de juros, bem como de sua específica combinação com o câmbio flutuante.

IV.2- Teoria e prática do regime de metas de inflação

Os fundamentos teóricos do regime de metas de inflação se baseiam no paradigma novo-clássico de neutralidade da moeda, expectativas racionais, equilíbrio de mercado, preços flexíveis e oferta de trabalho determinada por salários reais. A adesão de economistas novo-keynesianos (como Woodford, 2001 a e b, Walsh, 2002, e Bofinger, 2003) a essa política monetária levou ao assim chamado "novo consenso" que passa a aceitar um possível impacto da política monetária no curto prazo (curva de Philips de curto prazo inclinada para baixo), mas mantém sua neutralidade -no longo prazo (curva de Philips de longo prazo vertical).

Kriesler e Lavoie (2005) qualificam de irônica esta denominação de "novo consenso" ou, na sua expressão, "nova síntese neoclássica" já que seus integrantes compartilham a mesma visão da economia do monetarismo associado a Milton Friedman: neutralidade da moeda e da política monetária no longo prazo, associada à admissão que elas podem ter efeitos reais no curto prazo, e necessidade de aplicação de uma regra clara no seu manejo.

A única diferença entre Friedman e os autores do "novo consenso" reside no fato que o primeiro advogava regras para um crescimento ótimo da base monetária, enquanto para os segundos a regra consiste na determinação sistemática da taxa básica de juros para levar o índice de preços a convergir para uma meta determinada. Ademais, no que concerne à política monetária, os economistas do "novo consenso" estão convictos da existência de um viés inflacionário inerente à prática governamental¹ que leva a autoridade monetária a praticar uma política caracterizada como "inconsistente temporalmente"². Nesse contexto, a ênfase na estabilidade de preços é feita em contraposição às políticas monetárias discricionárias - decorrentes das análises macroeconômicas keynesianas que consideram que a moeda não é neutra - cujo intuito é a redução do desemprego, consideradas ineficientes.

A ampla aceitação desses argumentos levou tanto ao desenvolvimento do regime de metas de inflação quanto à tese da independência do Banco Central como formas de impedir a concretização do viés inflacionário. Nesta visão, o regime de metas de inflação consiste na adoção de regras definidas para a condução da política monetária por um Banco Central com objetivos precisos de estabilidade de preços e, portanto, incentivado a não ser contaminado por este viés.

Um novo tema vem sendo, recentemente, abordado nas discussões sobre o regime de metas de inflação, centrado nas implicações de seus distintos formatos e modos de gestão. O ponto de partida deste debate foi um artigo de Bernanke e Mishkin (1997, p. 12) defendendo a adoção deste regime, mas sublinhando dois pontos que passaram a constituir o cerne do novo debate. O primeiro consiste em dar preferência à discussão de como este regime foi implantado **na prática** porque "acreditamos que a retórica associada às metas de inflação é frequentemente enganosa". O segundo desses pontos se refere à caracterização do regime de

¹ Esse viés inflacionário de política monetária decorreria das pressões políticas. Políticos de sociedades democráticas, guiados pela necessidade de reeleição, adotariam medidas como a diminuição da taxa de juros, abaixo de seu nível de equilíbrio, com o objetivo de reduzir o desemprego. No curto prazo, tais medidas podem ter algum sucesso, se surpreenderem os agentes. No longo prazo, a existência de um *trade-off* entre produto (ou emprego) e inflação é enfaticamente negada pelos novo-clássicos que sublinham que, na medida em que a moeda é neutra no longo prazo, a política monetária só afeta os preços, sem influenciar o emprego e a renda.

² "Uma política é dita temporalmente inconsistente se determinada decisão de política econômica, que faz parte de um plano ótimo, anunciada em determinado período, deixa de ser ótima em uma data futura, mesmo que nenhuma nova informação relevante tenha surgido no período em questão". Modenesi (2005)

metas como sendo um “quadro de referência” (*framework*) flexível para a política monetária e não um conjunto de *ironclad rules*. Este regime, segundo os autores, pode ser melhor entendido como “constrained discretion” do BC. Se ele fosse interpretado como sendo de regras rígidas “então deveríamos conceder que essa abordagem seja suscetível a importantes críticas. Primeiro, a idéia que a política monetária não tem (essencialmente) outros objetivos além da inflação encontra pouca sustentação entre banqueiros centrais, o público e muitos economistas monetários. Segundo, dado que os Bancos Centrais se preocupam com produto, emprego, taxas de câmbio e outras variáveis além da inflação, tratar o regime de metas como uma regra literal pode levar a obter resultados econômicos muito pobres (*very poor economic outcomes*). Uma ênfase exclusiva nas metas de inflação pode acarretar uma economia real altamente instável, caso ocorram significativos choques de oferta, como grandes mudanças nos preços do petróleo.”

O debate que vem se desenvolvendo em torno destas questões envolve economistas das mais variadas tendências, de autores do "novo consenso" a economistas pós-keynesianos, como Lavoie (2006 e 2005), Setterfield(2005) e Lima e Setterfield (2006). Sem entrar no detalhe do embasamento teórico de suas análises, é importante sublinhar as conclusões a que eles chegam. Na análise desses autores, o regime de metas de inflação é parcialmente compatível com uma economia que funciona segundo os parâmetros pós-keynesianos. Em outras palavras, uma economia em que o produto e o emprego não gravitam automaticamente para um equilíbrio único determinado pela oferta e em que não existe uma curva de Philips vertical (indicando a não-neutralidade da moeda, mesmo no longo prazo). Nessa economia, um Banco Central pode fixar e alcançar uma meta de inflação, mas cada redução dessa meta tem o custo de também reduzir o nível de equilíbrio da economia real. Assim, o regime de metas de inflação não pode ser considerado como uma política macroeconômica autônoma. Ao contrário, sempre devem ser levados em conta os custos e efeitos adversos sobre o produto e o emprego da busca por uma inflação muito baixa. Levando em conta esses custos da política monetária, eles argumentam que uma meta de inflação compatível com as estruturas de uma economia pos-keynesiana deve ser mais elástica do que a banda de 0 a 3% adotada pelas economias desenvolvidas que aderiram a esta política monetária. Segundo Setterfield (2005): “Inflação pode ser motivo de preocupação, mas, tanto de um ponto de vista do *mainstream* ou dos pos-keynesianos, é com a **alta** inflação (acima de 10% ou mais) que a política monetária deve se preocupar e que deve buscar evitar.”

É importante sublinhar que para Setterfield e Lima (2006) quanto mais a política monetária tiver um formato e uma gestão ortodoxa e/ou uma orientação básica de

privilegiar o controle da inflação em relação às outras variáveis macroeconômicas, mais adversas serão suas conseqüências para a estabilidade econômica.

IV.3- Questões comuns ao regime de metas em economias emergentes

Entre os países que adotaram o regime de metas de inflação, incluem-se diversas economias emergentes. A opção por essa política monetária apresenta importantes aspectos em comum, entre os quais se destaca o fato que essa opção foi feita após esses países terem sido obrigados pelos ataques especulativos contra suas moedas a adotar o câmbio flutuante.

Uma especificidade comum às economias emergentes apontada por diversos autores foi analisada num estudo de março de 2006 do Fundo Monetário Internacional (FMI) e por Batini e Laxton (2006), também economistas do FMI. Trata-se da tendência a caracterizar o regime de metas de inflação como mais exigente em termos dos requisitos institucionais e técnicos que políticas monetárias alternativas, tornando-o pouco conveniente para muitos países em desenvolvimento. A análise mais detalhada deste ponto de vista foi feita por Eichengreen et al.(1999). Segundo eles, esses países estariam em melhor condição se mantivessem uma política monetária “convencional” como uma âncora cambial ou o controle da massa monetária. As pré-condições apontadas para a adoção do regime de metas por esses países pertencem a quatro amplas categorias:

- Independência institucional: o banco central deve ter plena autonomia legal e estar livre de pressões fiscais e políticas que criem conflitos com a meta de inflação.

- Infra-estrutura técnica bem desenvolvida: o banco central deve ter a capacidade de prever a inflação, de elaborar modelos e os dados necessários para implementá-los.

- Estrutura econômica: os preços devem estar totalmente desregulados, a economia não pode ser excessivamente sensível aos preços das *commodities* e à taxa de câmbio e a dolarização deve ser mínima.

- Sistema financeiro sadio: são necessários um sistema bancário sólido e um mercado de capitais desenvolvido para minimizar os potenciais conflitos entre a política monetária e os objetivos de estabilização financeira e garantir a eficácia dos mecanismos de transmissão da política monetária.

Entretanto, o FMI assinala que estudos mais recentes, refletindo a adoção do regime de metas num crescente número de economias emergentes, têm adotado um ponto de vista mais neutro. O organismo internacional cita, por exemplo, Carare e outros (2002) e Truman (2003) que concluem que os elementos frequentemente identificados como pré-condições para o regime de metas devem ser vistos como desejáveis, mas não como essenciais. Outras análises que adotam o mesmo ponto de vista sobre a importância apenas relativa das pré-

condições são DeBelle (2001), Amato and Gerlach (2002) e Mishkin e Schmidt-Hebbel (2005). Já Batini e Laxton (2006), após fazer um estudo empírico sobre as economias emergentes que aderiram ao regime de metas de inflação e realizar vários testes econométricos, concluem que "não parece ser necessário que os países emergentes reúnam um conjunto rígido de precondições institucionais, técnicas e econômicas antes de uma adoção bem sucedida do regime de metas" (p.28 e 29).

Outro ponto em comum para as economias emergentes que adotam o regime de metas se refere ao extremamente importante vínculo entre seus regimes cambiais e suas políticas monetárias e tem sido objeto de inúmeras publicações e de intenso debate. Em maio de 2005, o Bank for International Settlements (BIS, 2005) publicou um extenso trabalho reunindo diversas contribuições analíticas e estudos de caso em diversos países. Nele, esta questão está retratada com autores (Hawkins, 2005) defendendo que a crescente internacionalização financeira tem encorajado a convergência das políticas monetárias para a utilização de *market based instruments* e para o regime de metas de inflação. Outros (Mohanty e Scatigna, 2005) apontam para a perda de independência das políticas monetárias.

Segundo esses autores, para o conjunto das economias emergentes, emitentes de moeda inconvertível, a crescente liberalização dos fluxos de capitais e a desregulamentação financeira tiraram graus de liberdade na determinação do regime cambial e da política monetária. Isso se verifica, de forma mais pronunciada, nas economias que adotaram um grau elevado de abertura financeira, acentuando a inter-relação entre taxa de juros e taxa de câmbio, enquanto as que mantêm algum grau de controle sobre os fluxos de capitais conseguem, pelo menos parcialmente, insular suas políticas monetária e cambial. Ademais, países em que os fluxos de capitais externos de curto prazo são pouco importantes diante dos fluxos de capitais mais estáveis, como os investimentos diretos, mantêm maior independência na determinação de sua taxa de juros e de sua taxa de câmbio. Já os países que necessitam garantir a continuidade e permanência dos fluxos de curto prazo, para financiar seus balanços de pagamentos, apresentam menor independência das políticas monetária e cambial e são levadas a determiná-las em função desses fluxos. Como essas economias são vulneráveis a *sudden stops* ou a *overflows* dos fluxos de capitais externos de curto prazo, a taxa de juros resultante da política monetária passa a sofrer influência direta do regime cambial e do grau de abertura financeira adotados.

A adoção cada vez mais generalizada de taxas de câmbio flutuante resulta numa volatilidade cambial mais elevada nas economias emergentes³ do que nas desenvolvidas, devido aos ciclos de *feast or famine* de liquidez internacional. Tal sensibilidade das economias emergentes aos choques exógenos tem sido exacerbada, desde o final da década de 1980, pela liberalização dos movimentos de capitais, elemento básico da chamada “globalização financeira”, que provocou forte aumento dos fluxos de capitais direcionados para as economias emergentes. Esse aumento tem sido caracterizado por uma dinâmica volátil que toma a forma de ciclos⁴ no quais se encadeiam fases pronunciadas de elevada liquidez seguidas por períodos de absoluta escassez. Essas fases estão longe de serem lineares, observando-se nelas a ocorrência de diversos mini-ciclos, de menor duração e intensidade, ao longo da tendência principal. A instabilidade dos fluxos de capitais que condiciona esses ciclos tem profundas repercussões macroeconômicas nos países emergentes, carreando a volatilidade financeira para a economia real, já que provoca acentuada volatilidade da taxa de câmbio. Estudos publicados sobre a política de metas de inflação nas economias emergentes, entre os quais Ho e McCaulay (2003), economistas do BIS e o de Armínio Fraga com membros de sua diretoria, tendem a ter conclusões bastante semelhantes. Para essas economias, a convivência entre uma política de taxa de câmbio flutuante e o regime de metas de inflação tem sido problemática em função dessa volatilidade cambial exacerbada.

Nos países emergentes, desvalorizações muito expressivas das taxas de câmbio têm provocado surtos inflacionários através de sua transmissão (*pass through*) aos preços. Esse efeito também é muito mais acentuado nas economias emergentes que nos países industrializados e faz com que seja freqüente que as metas de inflação não sejam alcançadas. Eichengreen (2002) aponta que os choques de preços provocados pela desvalorização cambial tendem a ter efeitos mais nefastos em países emergentes do que nos países centrais, principalmente em razão de sua recente memória inflacionária. Um choque desse tipo poderia provocar novamente um alastramento da inflação. Uma depreciação percebida como persistente da taxa de câmbio pelos agentes econômicos pode resultar em conseqüências inflacionárias, reduzindo o grau de autonomia da política monetária. Se tal efeito for

³ Armínio Fraga *et alii* (2003) apresentam dados, após a adoção da combinação de câmbio flutuante e regime de metas de inflação, que confirmam a maior volatilidade das taxas de câmbio nas economias emergentes. “O coeficiente de variação é de 0.15 nessas economias contra 0.11 nas economias desenvolvidas. Mas, existem diferenças no grupo das economias em desenvolvimento: Brasil, Chile, Hungria, Peru e África do Sul apresentam uma volatilidade significativamente maior da taxa de câmbio, uma média de variação de 0.22” (p.26).

⁴ Ciclos de liquidez internacional dirigidos para as economias emergentes não esperaram a globalização financeira para se manifestar. Um desses ciclos teve início na década de 1970, após o primeiro choque do petróleo, em decorrência da necessidade dos bancos internacionais de reciclar os chamados “petrodólares”, superávits dos países da OPEP depositados em suas contas no euromercado. Mas, tais ciclos largos eram menos recorrentes do que os verificados nos últimos quinze anos.

expressivo, as autoridades monetárias serão obrigadas a elevar a taxa de juros em resposta a um choque externo, para controlar seus efeitos sobre os preços. Quanto maior o *pass-through*, maior será o impacto do câmbio sobre a inflação e maior a propensão das autoridades monetárias a aumentarem as taxas de juros. Nessas condições, as taxas de juros resultantes da política monetária passam a sofrer influência direta do regime cambial adotado. Uma discussão mais detalhada das causas dessa maior intensidade da transmissão da taxa de câmbio para os níveis de preços nas economias emergentes será realizada adiante.

O impacto da volatilidade da taxa de câmbio na inflação é considerado tão relevante que estudos como o de Goldstein (2002), preconizam a adoção de um *mixing* de políticas econômicas denominado de *managed floating plus*, no qual a variação da taxa de câmbio seria administrada de forma a se adequar às metas de inflação. Essa combinação seria o foco principal da política macroeconômica, aliada a medidas agressivas das autoridades, instituições financeiras e tomadores privados de crédito para reduzir o *currency mismatch*. Já, Truman (2002), num texto apresentado no Seminário do Banco Central do Brasil (BCB) “Três anos de metas de inflação”, conclui das comparações internacionais que a análise da aplicabilidade do regime de metas de inflação em economias nas quais o câmbio flutuante resulta em forte volatilidade da taxa de câmbio passa pelo grau de transmissão dessa volatilidade aos índices de preços. Segundo ele, os coeficientes de *pass-through* não são constantes universais, mas variáveis endógenas que podem ser influenciadas por medidas de política econômica. Truman chega a afirmar que: “se os preços da maioria dos bens e serviços estão vinculados aos movimentos da taxa de câmbio, seria razoável perguntar se essa economia está bem servida pelo regime de câmbio flutuante”.

IV.4- Aspectos diferenciais

O fato que a adoção do regime de metas de inflação em economias emergentes apresenta um obstáculo estrutural comum não quer dizer que não haja importantes diferenças entre elas, seja de seus históricos de inflação, seja na questão do formato e da gestão desta política monetária. As principais diferenças residem na própria evolução da inflação, na importância atribuída ao seu controle e na velocidade com que se procurou atingir patamares baixos. Em seguida, estão os graus variados de *pass-through* da taxa de câmbio para os preços, ditados por fatores macroeconômicos e institucionais distintos. Formatos diferenciados constituem outra dessas diferenças. Como veremos a seguir, tais diferenças modificam ou atenuam vários impactos dessa política monetária na economia real.

Várias economias emergentes passaram por episódios de altíssima inflação e de estabilização monetária enquanto outras não atravessaram episódios inflacionários tão intensos. Em parte, essa distinção decorre de heranças muito distintas trazidas das crises das dívidas dos anos 80. No primeiro grupo encontram-se muitas das economias da América Latina e a Turquia. Já na década de 1990, a Rússia e, em menor grau, a África do Sul também passaram por tais episódios de altíssima inflação. No segundo grupo das economias para as quais a alta inflação não chegou a constituir um problema grave e prolongado estão, sobretudo, os países do Sudeste Asiático. Mas, até as crises cambiais que as atingiram nos anos 90- seja diretamente, seja pelo efeito contágio - todas praticaram regimes de câmbio fixo ou administrado com o intuito de controlar a inflação ou de manter a competitividade externa. A análise da combinação câmbio flutuante/regime de metas de inflação em diversas dessas economias para avaliar sua efetividade e seus impactos macroeconômicos deve levar em conta essas diferenças que impedem que os países que praticam essa política monetária sejam considerados como um conjunto homogêneo.

IV.4.1 As diversas classificações

De modo geral, há duas formas de classificar as diferenças no tocante à aplicação do regime de metas pelos países que o adotam. A primeira, adotada por Carare e Stone (2003) economistas do FMI, estabelece a distinção entre eles lançando mão de "indicadores da clareza e da credibilidade de seu comprometimento com o regime de metas", ou seja, de seu grau de adesão aos preceitos básicos desta política monetária. Os autores afirmam que as análises empíricas realizadas para esses estudos sugerem que os distintos níveis de credibilidade entre as categorias também correspondem às diferenças entre os PIBs per capita e os níveis de desenvolvimento financeiro. De acordo com este critério, os países são divididos entre:

- *eclectic inflation targeters* (EIT): países que gozam de tamanha credibilidade que conseguem manter uma inflação baixa e estável sem precisar se comprometer de forma inequívoca com o regime de metas. Em outra tradição analítica (ver Carneiro 2006), pode-se dizer que são os países que emitem moeda conversível e instrumento de reserva internacional. Estão nesta categoria os EUA e os países da zona euro. Cumpre assinalar que tanto o Banco Central Europeu até agora quanto o Federal Reserve dos EUA, de forma mais contundente na anterior presidência de Alan Greenspan, negam que tenham adotado o regime de metas, argüindo de sua pouca flexibilidade;

- *full-fledged inflation targeters* (FFIT): forma mais conhecida do regime e que congrega o maior número de países. Suas autoridades monetárias dispõem de uma credibilidade

média a alta e se comprometem claramente – inclusive de forma institucional - a aplicar o regime de metas. O Brasil faz parte deste grupo que reúne todos os países que adotam explicitamente o regime de metas de inflação.

- *inflation targeters lite* (ITL): países que anunciam uma meta de inflação, mas por causa de sua baixa credibilidade em função da vulnerabilidade a choques exógenos, instabilidade financeira e/ou uma institucionalidade fraca não conseguem manter a inflação baixa como principal objetivo. Os países nesta categoria são vistos pelos autores como estando em uma fase de transição em que suas autoridades implementam as reformas estruturais necessárias para a adoção de uma meta de inflação crível.

Entretanto, chama a atenção o fato que dos 185 países membros do FMI, o estudo cubra 42 países, após a eliminação de 89 países "pequenos ou menos desenvolvidos", outros 4 (Belarus, Paraguai, Trinidad Tobago e Tunísia) por falta de dados além da Turquia devido às "circunstâncias turbulentas vividas em 2001". A extensão desse eclético universo decorre dos critérios e definições adotados: "a seleção foi realizada, presumindo-se que os países com uma taxa de câmbio flutuante fizeram a opção pelo regime de metas de inflação" (p.7). Por mais que demonstre claramente o vínculo entre câmbio flutuante e metas de inflação, este critério de determinação – deduzir uma política monetária de um regime cambial, como se não houvesse outras escolhas possíveis - nos parece fortemente impróprio e suscetível de levantar acentuadas dúvidas sobre a classificação proposta.

Outra classificação é empregada por autores como Truman (2002), Mishkin e Schmidt Hebbel (2005). O conjunto de países analisados por esses autores se restringe àqueles que clara e inequivocamente adotaram o regime de metas de inflação. Essa classificação é baseada nas diferentes trajetórias da inflação e dos objetivos do regime de metas. Truman faz a seguinte distinção entre as economias que usam o regime de metas de inflação:

- *maintainers*: países que procuram manter a inflação nos patamares já atingidos;
- *convergers*: países que já estão a caminho de alcançar a baixa inflação almejada;
- *squeezers*: países que estão na situação de buscar reduzir fortemente uma taxa de inflação elevada.

É claro que essa classificação não é estática, vários países, sobretudo entre as economias emergentes, se movem de uma categoria para a outra e não necessariamente no caminho da melhora. Assim, o Brasil que, em 1999 e 2000, podia ser considerado como sendo *converger*, passou de 2001 a 2003 à condição de *squeezer* em virtude do impacto na inflação da

desvalorização cambial ocasionada pela forte restrição de financiamento externo, antes de voltar a ser *converger* a partir de 2004.

IV.5- Os impactos da volatilidade cambial

A volatilidade cambial das economias dotadas de moedas inconversíveis é mais elevada do que a registrada nas economias desenvolvidas, em função dos ciclos internacionais de liquidez. Esta volatilidade resulta num impacto da taxa de câmbio nos preços também mais acentuado nas economias emergentes que nas desenvolvidas. Há evidências empíricas na literatura para esta afirmação. Por exemplo, Choudhri e Hakura (2001) concluem que para uma amostra de 12 economias emergentes, de 1979 a 2000 (que abrange, portanto, o período, em que eles empregaram regimes de câmbio fixo ou administrado), o *pass-through* médio anual para os preços aos consumidores foi de 26% (com alguns chegando a 40%). Esses valores são muito superiores à média anual registrada no grupo de países desenvolvidos não pertencentes ao G3 (12%) ou para os países do G3 (7%).

Os mesmos estudos empíricos apontam que o impacto da taxa de câmbio é mais intenso nos preços dos produtos importados e por atacado (ou preços dos produtores) e que ele vai diminuindo ao longo da cadeia de distribuição e, portanto, para os preços aos consumidores. Entretanto, diversos autores apesar de aceitar que o *pass-through* é mais elevado nas economias emergentes do que nas desenvolvidas, apontam uma redução de seu coeficiente após as crises que as assolaram na segunda metade da década de 1990, embora se registre um aumento de sua velocidade (ver, por exemplo, Frankel, Parsley e Wei, 2005). As bruscas e acentuadas desvalorizações então registradas provocaram aumentos de preços (portanto de taxa de inflação) menos acentuados do que se poderia prever anteriormente. Mas, não se pode concluir desta observação que o coeficiente de *pass-through* tenha declinado estruturalmente. Goldfajn e Werlang (2000) argumentam que esse coeficiente medido em períodos de crise tende a ser menor do que o registrado em períodos normais. A razão é que crises cambiais são acompanhadas por recessões e que estas últimas têm o efeito de deprimir os preços domésticos, reduzindo a transmissão da desvalorização cambial aos preços e gerando a impressão errônea que ela apresenta um menor impacto.

Em que pesem as evidências de um *pass-through* mais elevado nas economias emergentes do que nas economias desenvolvidas, poucos oferecem explicações para essas notáveis diferenças. Entre esses, Frankel, Parsley e Wei, ao buscar as razões de um eventual menor *pass-through*, acabam apontando que entre os mais importantes determinantes da rapidez e do grau de transmissão da taxa de câmbio aos preços estão:

- 1- inflação de longo prazo: quanto mais alta tiver sido a inflação, maior será o impacto da taxa de câmbio nos preços. O declínio generalizado da inflação na década de 1990 foi uma das principais razões para uma redução de ambos esses parâmetros;
- 2- volatilidade de longo prazo da taxa de câmbio: da mesma forma que na anterior, o coeficiente de *pass-through* varia na razão direta desta volatilidade.
- 2- renda per capita: quanto menor for esta renda, maior será o *pass-through*. A inflação dos países pobres é, tradicionalmente, mais suscetível à variação da taxa de câmbio;
- 3- custos de transporte e tarifas de importação: quanto maiores esses custos, mais eles constituirão uma importante barreira reduzindo ou retardando o *pass-through* nos preços por atacado. O fato de, nas últimas duas décadas, esses custos terem caído (em função das razoavelmente generalizadas quedas das tarifas e do transporte) pode ser considerado, em boa parte, como responsável pela elevação do *pass-through* nos preços por atacado.

Algumas dessas razões na raiz do maior impacto da taxa de câmbio nos preços nas economias emergentes do que nas economias desenvolvidas merecem um exame mais atento, já que elas apresentam características variáveis de país a país. Por definição, economias emergentes apresentam estruturas econômicas menos complexas do que as economias industriais desenvolvidas. De forma geral, muitas dessas economias são produtoras e exportadoras de algumas *commodities* e importadoras de outras. Nesse caso, os preços internos desses produtos são igualmente muito sensíveis à evolução da taxa de câmbio e dos preços formados nos mercados internacionais. Ademais, produtos primários (como alimentos *in natura*) ou menos elaborados tendem a ter um peso relativo mais importante no consumo das famílias e, por conseguinte, nos índices de inflação. Esses produtos são muito sensíveis à taxa de câmbio nos países em que eles fazem parte da pauta de comércio externo.

O aumento do grau de internacionalização produtiva e o *outsourcing* de indústrias dos países desenvolvidos fizeram com que, em muitas delas, as indústrias passassem a utilizar peças e componentes importados no seu processo de produção. Dornbusch (1987), seguido por diversos economistas, aponta que o coeficiente de *pass-through* também é determinado pela participação das empresas de capital estrangeiro em relação às empresas nacionais nos mercados domésticos. Quanto mais alta for esta relação, maior será o impacto da taxa de câmbio nos preços.

Entretanto, o principal fator explicativo do impacto da taxa de câmbio nos preços está ligado à baixa qualidade de suas moedas nacionais que, sobretudo em períodos de escassez de divisas e desvalorização, deixam de ser consideradas como instrumento de reserva. É

devido a esta razão que a volatilidade da taxa de câmbio de longo prazo é muito mais acentuada nas economias emergentes do que nas desenvolvidas. Nessas circunstâncias, mesmo preços que não compõem a pauta de comércio exterior acabam sendo reajustados seguindo a evolução da taxa de câmbio. Este caso particular decorre de diversos fatores: produtos que são similares nacionais de importações, mercadorias produzidas por setores altamente concentrados, que gozam de um elevado poder de mercado e, novamente, aquelas produzidas localmente por firmas de capital estrangeiro.

Por outro lado, deve ser sublinhado que este tipo de comportamento tende a ser mais pronunciado nos países que passaram por experiências não muito distantes de elevada inflação. Nestes países, uma desvalorização cambial mais acentuada é percebida como uma ameaça de retorno da alta inflação, desencadeando reações dos agentes semelhantes às de então, seja buscando diretamente divisas (em países como a Argentina ou a Turquia, por exemplo) seja buscando formas de indexação, como no Brasil. Os agentes almejam, quase por reflexo, manter o "valor" (isto é, a expressão em divisas) de seu poder aquisitivo, de seus patrimônios (promovendo a fuga de seus haveres líquidos) e/ou de suas receitas (procurando elevar seus preços à medida que a moeda se desvaloriza).

O estudo já mencionado de Choudhri e Hakura conclui que os países emergentes que apresentam um "ambiente inflacionário"⁵ registram um *pass-through* bem mais elevado do que aqueles nos quais não se registrou alta inflação. Esses autores não atribuem o fato à menor qualidade da moeda desses países, acentuada pelos episódios de alta inflação. Mas, sua contribuição é importante, sobretudo no trabalho empírico de comprovar suas afirmações através de extenso levantamento comparativo do *pass-through* em 71 países, de 1979 a 2000. Nessa comparação, eles dividem os países entre os que não precisaram realizar uma estabilização monetária, mesmo que tenham tido períodos de inflação mais elevada (chamados, pelos autores, de países com um só regime de inflação), e os que tiveram de passar por esta estabilização em função de uma altíssima inflação (chamados de países com dois regimes de inflação). A tabela 1 mostra o coeficiente de *pass-through* para os primeiros, enquanto os segundos estão contemplados na tabela 2.

Tabela 1

Estimativas de *pass-through* nos países com um só regime de inflação

⁵ Por nossa parte, consideramos mais adequado falar em "histórico inflacionário" do que em "ambiente inflacionário".

| País | Pass-Through da taxa de câmbio em: | | | | País | Pass-Through da taxa de câmbio em: | | | |
|---------------------------------|------------------------------------|-------|-------|-------|------------------------------------|------------------------------------|-------|-------|-------|
| | T=1 | T=2 | T=4 | T=20 | | T=1 | T=2 | T=4 | T=20 |
| Países de baixa inflação | | | | | USA | 0.00 | -0.01 | 0.06 | 0.06 |
| Austria | 0.04 | 0.05 | 0.05 | 0.05 | Média | 0.04 | 0.08 | 0.14 | 0.16 |
| Australia | | | | 0.14 | | | | | |
| Bahrain | -0.08 | -0.09 | -0.09 | -0.09 | Países de inflação moderada | | | | |
| Bangladesh | 0.00 | 0.08 | 0.08 | 0.08 | Burundi | 0.12 | 0.10 | 0.09 | 0.09 |
| Belgium | 0.08 | 0.10 | 0.19 | 0.26 | Chile | 0.17 | 0.18 | 0.35 | 0.38 |
| Burkina Faso | 0.16 | 0.29 | 0.38 | 0.34 | Colombia | -0.01 | -0.01 | -0.01 | -0.01 |
| Cameroon | 0.22 | 0.32 | 0.38 | 0.39 | Costa Rica | 0.03 | 0.14 | 0.57 | 0.57 |
| Canada | 0.00 | 0.04 | 0.11 | 0.19 | Egypt | 0.01 | -0.01 | 0.21 | 0.24 |
| China | 0.04 | 0.14 | 0.30 | 0.41 | El Salvador | 0.06 | 0.12 | 0.18 | 0.19 |
| Denmark | 0.06 | 0.14 | 0.22 | 0.24 | Ghana | 0.14 | 0.12 | 0.20 | 0.09 |
| Ethiopia | -0.01 | -0.06 | -0.09 | -0.10 | Greece | 0.12 | 0.25 | 0.42 | 0.48 |
| Finland | -0.01 | 0.03 | -0.02 | -0.04 | Guatemala | 0.15 | 0.33 | 0.45 | 0.46 |
| France | -0.01 | 0.03 | 0.11 | 0.18 | Haiti | 0.21 | 0.28 | 0.31 | 0.31 |
| Germany | 0.05 | 0.11 | 0.13 | 0.13 | Honduras | 0.07 | 0.12 | 0.31 | 0.38 |
| India | 0.06 | 0.09 | 0.10 | 0.10 | Hungary | 0.18 | 0.31 | 0.48 | 0.54 |
| Ireland | 0.06 | 0.12 | 0.38 | 0.54 | Indonesia | 0.10 | 0.21 | 0.41 | 0.43 |
| Italy | 0.04 | 0.06 | 0.11 | 0.18 | Jamaica | 0.17 | 0.33 | 0.49 | 0.53 |
| Jordan | 0.13 | 0.27 | 0.44 | 0.40 | Kenya | 0.09 | 0.22 | 0.35 | 0.38 |
| Korea | 0.06 | 0.08 | 0.10 | 0.12 | Madagascar | 0.01 | 0.21 | 0.31 | 0.32 |
| Malaysia | -0.01 | 0.03 | 0.05 | 0.05 | Paraguay | 0.07 | 0.19 | 0.34 | 0.34 |
| Morocco | 0.10 | 0.26 | 0.29 | 0.29 | Philippines | 0.00 | 0.33 | 0.35 | 0.35 |
| Nepal | 0.12 | 0.25 | 0.31 | 0.31 | Portugal | -0.01 | 0.08 | 0.44 | 0.54 |
| Netherlands | 0.05 | 0.10 | 0.19 | 0.23 | South Africa | 0.02 | 0.07 | 0.13 | 0.14 |
| Norway | 0.01 | 0.07 | 0.08 | 0.13 | Venezuela | 0.29 | 0.36 | 0.50 | 0.61 |
| New Zealand | 0.05 | 0.13 | 0.27 | 0.42 | Zimbabwe | 0.06 | 0.17 | 0.29 | 0.32 |
| Pakistan | -0.05 | -0.06 | -0.07 | -0.07 | Média | 0.09 | 0.19 | 0.33 | 0.35 |
| Papua New Guinea | 0.11 | 0.23 | 0.36 | 0.38 | | | | | |
| Singapore | -0.08 | -0.13 | -0.13 | -0.13 | Países de alta inflação | | | | |
| Spain | 0.00 | 0.03 | 0.11 | 0.15 | Ecuador | 0.13 | 0.34 | 0.60 | 0.68 |
| Sweden | 0.02 | 0.03 | 0.03 | 0.03 | Sierra Leone | 0.27 | 0.29 | 0.52 | 0.52 |
| Switzerland | 0.08 | 0.07 | 0.07 | 0.07 | Turkey | 0.36 | 0.46 | 0.51 | 0.52 |
| Thailand | 0.02 | 0.07 | 0.14 | 0.19 | Uruguay | 0.19 | 0.27 | 0.45 | 0.62 |
| Trinidad | 0.04 | 0.08 | 0.12 | 0.13 | Zambia | 0.15 | 0.27 | 0.41 | 0.46 |
| Tunisia | -0.03 | 0.05 | 0.09 | 0.10 | | | | | |
| UK | -0.01 | -0.01 | 0.02 | 0.03 | | | | | |

Fonte: Choudhri e Hakura, D.S., 2001

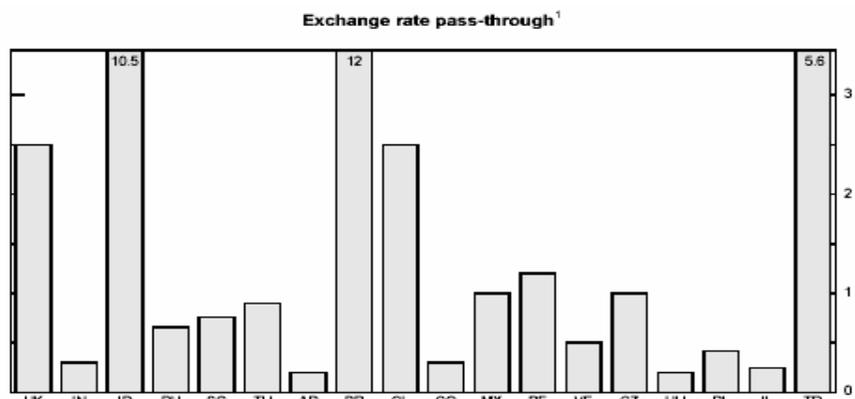
Tabela 2
Estimativas de *pass-through* nos países com dois regimes de inflação

| País | Pass-Through da taxa de câmbio em: | | | | F-test |
|-----------------------------------|------------------------------------|-------|-------|-------|--------|
| | T=1 | T=2 | T=4 | T=20 | |
| Argentina | | | | | |
| Inflação Moderada (1991:3-2000:4) | 0.01 | 0.06 | -0.09 | -0.09 | |
| Inflação elevada (1980:1-1991:2) | 0.67 | 1.02 | 1.01 | 1.09 | 17 02 |
| Inflação elevada (1980:2-1989:1) | 0.62 | 0.68 | 0.76 | 0.79 | 25 95 |
| Brazil | | | | | |
| Inflação Moderada (1994:4-2000:4) | 0.08 | 0.17 | 0.39 | 0.44 | |
| Inflação elevada (1981:1-1994:3) | 0.75 | 0.33 | 0.63 | 0.63 | 95 75 |
| Inflação elevada (1980:2-1989:2) | 0.64 | 0.76 | 0.89 | 0.92 | 26 35 |
| Israel | | | | | |
| Inflação Moderada (1985:4-2000:4) | 0.25 | 0.28 | 0.28 | 0.28 | |
| Inflação elevada (1979:3-1985:3) | 0.64 | 0.83 | 0.83 | 0.83 | 47 87 |
| Mexico | | | | | |
| Inflação Moderada (1988:3-2000:4) | 0.09 | 0.27 | 0.27 | 0.27 | |
| Inflação elevada (1980:2-1988:2) | 0.25 | 0.28 | 0.28 | 0.28 | 17 87 |
| Peru | | | | | |
| Inflação Moderada (1993:3-2000:4) | -0.11 | -0.07 | -0.20 | -0.20 | |
| Inflação elevada (1980:2-1993:2) | 0.49 | 0.64 | 0.64 | 0.64 | 16 83 |
| Inflação elevada (1980:3-1988:2) | 0.06 | 0.29 | 0.52 | 0.40 | 4 32 |
| Romania | | | | | |
| Inflação Moderada (1981:3-1990:3) | 0.06 | -0.01 | 0.03 | 0.06 | |
| Inflação elevada (1990:4-2000:4) | 0.30 | 0.47 | 0.47 | 0.47 | 5 45 |
| Bolivia | | | | | |
| Inflação Moderada (1986:2-2000:4) | 0.02 | 0.08 | 0.09 | 0.09 | NA |
| Nicaragua | | | | | |
| Inflação Moderada (1991:3-2000:4) | 0.46 | 0.28 | 0.28 | 0.28 | NA |

Fonte: Choudhri e Hakura, D.S., 2001

Contudo, trabalhos mais recentes, como os de Mohanty e Scatigna (2005) voltam a constatar graus elevados de *pass-through* nas economias emergentes. Uma das explicações possíveis para essa constatação é que esses trabalhos passaram a incorporar os dados do período de *sudden stop* dos capitais internacionais para as economias emergentes de 2001 e 2002 que provocaram novas altas da inflação.

Gráfico 1
Grau de *pass-through* em diferentes países



¹ Increase in the inflation rate following a 10% depreciation of the exchange rate; estimates consider different periods across countries.

Source: Central banks.

Fonte: Mohanty e Scatigna (2005)

IV.5.1: Diferenças nacionais no *pass-through*

Alguns estudos empíricos têm tratado de identificar as fontes de inflação mais importantes nas economias emergentes. Lougani and Swagel (2001) examinam a experiência de 53 países em desenvolvimento entre 1964 e 1998. Eles concluem que o crescimento da base monetária e/ou os movimentos da taxa de câmbio dão conta de dois terços da variância da inflação em horizontes curtos e longos. No agregado, as perturbações nos custos ou o hiato de produto não são fatores significativos. Ao desagregar sua amostra, os autores concluem que estes fatores são mais importantes em países com taxa de câmbio flutuante do que nos que praticam o câmbio fixo.

Em contraste, a partir do exame da experiência de 14 países emergentes nas décadas de 1980 e 1990, Mohanty y Klau (2001)⁶ sustentam que perturbações exógenas de oferta, em particular dos preços dos alimentos e da energia, são um forte determinante da inflação. Os preços dos alimentos e da energia que, normalmente, representam uma maior porcentagem do índice de preços ao consumidor em países emergentes do que em países desenvolvidos, são altamente voláteis devido às influências climáticas e a fatores geopolíticos. Nesse estudo, os fatores de demanda, representados pelo hiato de produto e a base monetária, também tiveram impactos significativos. Ademais, as elevações de salários e as variações da taxa de câmbio foram apontadas como outros fatores importantes da volatilidade da taxa de inflação em muitos países.

Mas, quase todos os estudos convergem na constatação que os impactos de choques exógenos na inflação são muito mais intensos nas economias emergentes que nas desenvolvidas. É por esta razão estrutural que vários economistas têm sérias restrições à adoção por essas economias da combinação câmbio flutuante/regime de metas de inflação. Do mesmo modo que a literatura do “novo consenso” sublinha como uma das pré-condições para a adoção dessas políticas macroeconômicas, a necessidade da inexistência de “dominância fiscal”, eles apontam que a possibilidade de uma política monetária com algum grau de liberdade também está vinculada à necessidade de minimizar a “dominância cambial”.

Entretanto, os impactos da volatilidade da taxa de câmbio nos preços são variáveis, conforme a evolução passada da inflação e a estrutura de formação de preços específica de cada economia. Dito de outra maneira, a comparação internacional (Truman, 2002) mostra

⁶ M S Mohanty e Marc Klau: *What determines inflation in emerging market economies?*, BIS Papers No 8, 2001

que os coeficientes de *pass-through* não são constantes universais, mas variáveis endógenas que podem ser influenciadas pela política econômica. Na medida em que buscamos comparações úteis com o regime de metas de inflação no Brasil, somos levados a restringir nossa análise a, além do Brasil, 6 dos 14 países⁷ emergentes que adotam explicitamente o regime de metas; África do Sul⁸, Chile⁹, Coreia¹⁰, México¹¹, Tailândia¹² e Turquia¹³. A escolha foi efetuada com base em vários critérios. Em primeiro lugar, eliminamos os países que passaram, recentemente, a pertencer à Comunidade Européia em função do fato que suas economias e sua política monetária passaram a sofrer direta influência desta integração. Em seguida, procuramos escolher nos países remanescentes aqueles que têm as maiores e mais diversificadas economias, Coreia, Tailândia, México e África do Sul. Por último, agregamos o Chile, considerado um caso de sucesso de adoção de regime de metas de inflação, e a Turquia em função de sua recente adoção deste regime e por compartilhar com o Brasil as primeiras colocações no ranking mundial dos juros altos.

IV.5.1.1: Coreia e Tailândia

As duas tabelas anteriores mostram claramente tanto uma maior transmissão da volatilidade da taxa de câmbio aos preços ao consumidor nas economias emergentes quanto acentuadas diferenças entre essas mesmas economias. Essas diferenças nos levam a usar novamente a amostra de economias emergentes, anteriormente discutida. Elas podem ser constatadas inclusive entre países que sucumbiram à mesma crise cambial (caso das economias do Sudeste Asiático) e ao mesmo movimento de fuga de capitais. A análise das economias asiáticas após a crise proporciona uma rica visão dos impactos e das diferenças nacionais decorrentes de mudanças abruptas e acentuadas da taxa de câmbio.

Ito e Sato (2006) concluem que a ampla depreciação cambial registrada nesses países teve conseqüências macroeconômicas que variaram de um para o outro. Segundo eles as diferenças nos impactos macroeconômicos da crise estariam ligadas ao fato que as razões para a fuga de capitais foram diferentes em cada país, impondo diferenças também em seu processo de recuperação. A inflação não deu grandes saltos na maioria dos países, incluindo

⁷ África do Sul, Brasil, Chile, Colômbia, Coreia, Filipinas, Hungria, Israel, México, Peru, Polônia, Rep. Checa, Tailândia e Turquia

⁸ Para maiores informações, consultar o site do Banco Central da África do Sul <http://www.reservebank.co.za/>

⁹ Para maiores informações, consultar o site do Banco Central do Chile <http://www.bcentral.cl/esp/>

¹⁰ Para maiores informações, consultar o site do Banco Central da Coreia; <http://www.bok.or.kr/eng/index.jsp>

¹¹ Para maiores informações, consultar o site do Banco Central do México: www.banmex.org.mx.

¹² Para maiores informações, consultar o site do Banco Central da Tailândia: http://www.bot.or.th/bothomepage/index/index_e.asp

¹³ Para maiores informações, consultar o site do Banco Central da Turquia: <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/eng/>

a Tailândia e a Coréia. Entretanto, a Indonésia sofreu uma inflação muito alta após uma acentuada depreciação cambial. Ali, os impactos da taxa de câmbio nos agregados monetários e no índice de preços ao consumidor são positivos, amplos e estatisticamente significativos. Em consequência da inflação, a vantagem competitiva advinda da taxa de câmbio foi perdida em termos reais.

Já em países como a Coréia e a Tailândia, a acentuada depreciação nominal da taxa de câmbio no momento da crise cambial foi seguida por forte reversão, em janeiro de 1998, reduzindo seu impacto na inflação. Em meados de 1998, essas taxas de câmbio tiveram sua volatilidade reduzida em patamares próximos a 60/70% de desvalorização em relação à taxa de câmbio vigente antes da crise. Nesses dois países, o *pass-through* para os preços da volatilidade cambial se deu, sobretudo, através dos preços dos produtos importados, em particular *commodities* e partes e peças a serem incorporadas aos produtos industriais. Embora a inflação tenha se elevado em função da desvalorização cambial, esse efeito foi muito menos importante que na Indonésia, cuja taxa de câmbio não se recuperou ao mesmo tempo das outras.

Na Coréia, o índice de preços ao consumidor caiu de cerca de 10% em janeiro de 1998 para pouco mais de 1% em janeiro de 1999, recuperando-se e estabilizando em uma faixa entre 3 e 5%, aproximadamente. O núcleo de inflação também sofreu queda significativa, chegando a um patamar deflacionário em meados de 1999. Ressalta-se, assim, que o movimento de apreciação do *won* colaborou para reduzir o impacto inflacionário sobre a economia sul-coreana. A partir de 2000, a *core inflation* permanece em valores inclusos dentro da banda de variação estimada. Já a inflação cheia, que inclui preços que são afetados por choques externos (como o petróleo), sofre uma variação maior, e sai do intervalo previsto para a oscilação da taxa de inflação prevista para o período, notoriamente nos anos de 2001 e 2004.

O mesmo fenômeno se registrou na Tailândia, onde o índice de preços ao consumidor, após atingir 10% em 1998, registrou uma deflação de 1% em 1999 (antes, portanto, da adoção do regime de metas naquele país). Depois disto, o índice passou a situar-se, próximo a 2,5% até 2004. A partir de então, a inflação cheia se acelerou, ficando por volta de 4,5%, embora seu núcleo tenha registrado alta de apenas 1,6%, contido dentro da banda de meta de inflação de 0 a 3,5%. Em 2006, a inflação cheia atingiu 4,8% (acumulado em 12 meses, até novembro) enquanto seu núcleo registrava um aumento de 1,7%.

IV.5.1.2 África do Sul

A África do Sul passou por profundas mudanças políticas e econômicas na última década, quando o país voltou a se inserir na economia internacional. Nos anos 80, anteriormente ao fim do regime de *apartheid* e à introdução da democracia, o país enfrentou sanções econômicas e forte fuga de capitais que resultou na declaração de uma moratória parcial da dívida externa. Porém, assim que surgiram sinais de uma transição política pacífica em curso, normalizaram-se as relações políticas e econômicas internacionais da África do Sul. A economia sul-africana vive uma fase de expansão desde setembro de 1999 – o mais longo período de crescimento já registrado. A taxa de crescimento média nesse período tem sido de 3,5%, enquanto na década anterior, essa média foi de menos de 1%.

No que concerne à inflação, a África do Sul passou por períodos de inflação mais alta, embora muito inferiores aos registrados na América Latina. A inflação que chegou a atingir o patamar de dois dígitos (entre 12 e 20%) de 1972 a 1992 reduziu-se para uma média inferior a 10%, de 1994 a 1999. Quando o regime de metas foi formalmente adotado em 2000, a meta foi fixada num intervalo entre 3 e 6%. Em 2001 e 2002, entretanto, a forte aversão aos riscos que predominava entre os investidores internacionais levou a uma forte volatilidade e à depreciação da taxa de câmbio. Em consequência, a taxa de inflação aumentou para 9,3% para depois voltar a cair para 6,8% em 2003 e 4,3% em 2004 e 2005.

A taxa de câmbio flutuante na África do Sul tem se mostrado bastante volátil, porque o país vem tendo continuados déficits na balança comercial e no saldo da conta corrente do. Assim, a taxa de câmbio é extremamente sensível aos fluxos de capitais externos que permitem equilibrar ou ter um pequeno superávit no balanço de pagamentos. Este déficit na conta corrente ampliou-se de 4% do PIB na primeira metade de 2005 para mais de 6% na primeira metade de 2006. Em decorrência deste déficit e de uma redução, por parte dos investidores internacionais, de sua exposição às economias emergentes, constatou-se, a partir de maio de 2006, nova depreciação da taxa de câmbio do rand.

Este país é forte exportador de *commodities*, embora tenha se tornado menos dependente delas, nas últimas décadas, devido, sobretudo, ao desenvolvimento do setor de serviços. Em decorrência, sua estrutura de preços tem mostrado ser bastante sensível à variação da taxa de câmbio bem como a outros choques de oferta, como os preços internacionais das matérias-primas que figuram em sua balança comercial. Choudhri e Hakura calculam um *pass-through* de longo prazo de 14% para os preços aos consumidores, enquanto Bhundia estima que ele se situa em 12%. Este autor mostra, entretanto, que choques de oferta não relacionados à taxa de câmbio têm impacto mais intenso e mais rápido nos índices de preços do que os derivados da volatilidade cambial. Nesse caso, o coeficiente

de *pass-through* chega a 75% em 2 anos. A diferença entre os impactos nos preços decorrentes de choques de oferta e da volatilidade cambial é explicada pelo autor através da substituição de produtos importados por produtos locais e pela absorção de parte dos impactos da desvalorização pela redução das margens das redes de distribuição.

IV.5.1.3 Chile

Ao longo dos anos noventa, o Chile esteve menos exposto à volatilidade financeira do que outras economias emergentes. Os principais indicadores econômicos registraram crescimento do produto, baixa inflação e déficit fiscal controlado. García e Restrepo (2002) mostram que o *pass-through* tem se reduzido no Chile, malgrado o fato deste ser uma economia pequena e aberta. Apesar da significativa depreciação do peso, após 1997, e dos produtos importados representarem 48% do índice de preços ao consumidor, não se registrou um forte impacto na inflação. Os autores apontam para a redução internacional do *pass-through* em economias emergentes e concluem que ela se deveu, sobretudo ao fato que, nessas economias, depreciações cambiais acentuadas conduzem geralmente à recessão. Recessões – hiato de produto negativo, quando o produto efetivo é inferior ao produto potencial – tendem a compensar os efeitos inflacionários da depreciação, levando à redução das margens. Nesse caso, uma fração (que pode ser elevada) da depreciação não é transmitida aos preços no curto prazo. Mas, com o passar do tempo a demanda agregada volta a se recuperar, levando ao desaparecimento do hiato negativo de produto e os preços acabam refletindo mais intensamente a depreciação cambial, se esta se mantiver. Outro fator apontado para a redução da transmissão da variação cambial aos preços foi o aumento da produtividade que reduziu os custos salariais unitários e a inflação

IV.5.1.4: México

Depois de experimentar baixos níveis de inflação e altas taxas de crescimento durante os 25 anos após a 2ª. Guerra mundial, a inflação no México alcançou dois dígitos em 1973. Em 1987, quando os preços se elevaram a uma taxa de 150%, as autoridades decidiram lançar um agressivo programa de estabilização que incluía reformas fiscais e políticas de renda e no qual a taxa de câmbio era utilizada como âncora nominal para romper a inércia inflacionária. Em 1993, o governo conseguiu reduzir a inflação para um só dígito pela primeira vez em vinte anos. Durante este período, a taxa de câmbio se apreciou de forma constante, gerando uma perda de competitividade e um freio ao crescimento. Labastida (1998) observa que os preços domésticos em dólares subiram continuamente de 1988 a finais de 1993, período no qual os aumentos dos salários domésticos foram superiores à desvalorização da taxa de câmbio. Numa observação de mais longo prazo, Cárdenas et alii (2003) mostram que no

período 1980-2001, a inflação média foi alta no México (41.8%), além de ser volátil (desvio padrão de 38.9%). A inflação teve relação positiva com a desvalorização cambial, declinando em períodos de estabilidade e aumentando fortemente em resposta às grandes depreciações associadas às crises de 1982 e de 1994 e a relacionada à queda do preço do petróleo em 1986.

O colapso do regime cambial em fins de 1994, com uma depreciação significativa da taxa de câmbio nominal e real, levou a inflação a sofrer o impacto da desvalorização cambial. Mas, os preços domésticos expressos em dólar caíram, indicando que parte da desvalorização não foi repassada aos preços. A situação específica do *pass-through* registrado no México decorre também do processo de liberalização comercial iniciado em 1985, quando começou a negociação para ser incluído no Acordo Geral Sobre Tarifas e Comércio (GATT) e se aprofundou, em 1993, com a aprovação formal de um tratado de livre comércio com os Estados Unidos e o Canadá. Estas medidas levaram a fortes aumentos da quantidade e da participação de insumos importados pelas empresas mexicanas, sobretudo nos setores de substâncias químicas derivadas de petróleo, borracha, plásticos, produtos metálicos e maquinaria. Nessas condições, o *pass-through* registrado no México após a crise cambial de 1994/95 foi bastante elevado (da ordem de 12%), com os preços dos produtos comercializáveis subindo bem mais do que os preços dos não comercializáveis.

Mas, nos anos recentes, num regime de câmbio flutuante, o México conseguiu diminuir a inflação e gerar um ambiente de estabilidade macroeconômica. Chiquier e Noriega (2007) mostram que, após registrar uma inflação de 52% em 1995, o México conseguiu reduzi-la para os mais baixos níveis em três décadas. A partir de 2000, a inflação foi inferior a 10% e a partir de 2005, tende a estar situada numa faixa de mais ou menos 1% ao redor da meta de inflação de 3% estabelecida em 2002. Os autores consideram que a inflação mexicana, que exibiu um passado de alta persistência, está atualmente num estado estacionário. Eles atribuem tal feito à combinação de política monetária e fiscal adotada depois da crise cambial. Entretanto, é importante salientar que eles deixam de mencionar um importante fator: depois da crise de 1994/95 e do pacote de ajuda ao México capitaneado pelo seu principal parceiro comercial, os EUA, a volatilidade da taxa de câmbio do peso mexicano se reduziu drasticamente, mesmo num regime de câmbio flutuante. Esta redução está ligada a vários fatores: o pacote de ajuda americana de 1994, a entrada do México no Nafta e bem sucedidas intervenções do Banco Central no mercado de câmbio. Assim, é possível que a clara redução da inflação mexicana esteja simplesmente vinculada a essa maior estabilidade cambial.

IV.5.1.5: Brasil

A economia brasileira possui uma estrutura de formação dos preços que amplifica o impacto da instabilidade cambial na inflação. A dinâmica dos índices de preços no Brasil tem mantido estreita vinculação com a taxa de câmbio desde a adoção do Plano Real em 1994. Naquele período, a taxa de câmbio sobrevalorizada serviu de âncora para a estabilização dos preços. Os contratos de privatização de empresas estatais do setor de serviços acentuaram esta vinculação ao indexar seus preços a índices de inflação que refletem mais rápida e intensamente a taxa de câmbio. A adoção do câmbio flutuante só ocorreu em janeiro de 1999, como resultado de uma crise cambial. Essa adoção tinha sido retardada pelos temores que, ao deixar de funcionar como âncora cambial, a taxa de câmbio passasse a impulsionar a inflação. Após a introdução deste regime cambial, a taxa de câmbio passou a constituir o principal propulsor das alterações de preços, acelerando a inflação nos momentos em que a aversão aos riscos predominava nos mercados internacionais. No novo ciclo de elevada liquidez internacional, o câmbio voltou a cumprir o papel de principal fator de estabilidade dos preços e canal de transmissão da política monetária, atenuando os efeitos de outros choques exógenos como os aumentos dos preços internacionais das *commodities*.

A questão do *pass-through* elevado ganha especial relevância no Brasil que se singulariza por ser o único país que adotou, por longo período e com largo alcance, mecanismos de indexação da moeda e dos contratos. A decorrente inércia inflacionária foi reduzida na adoção do Plano Real. Mas, ela foi reintroduzida pela adoção de uma indexação das tarifas dos serviços prestados pelas companhias oriundas do processo de privatização. É importante sublinhar que esta reindexação foi feita utilizando índices de preços com forte peso dos preços por atacado que, conforme demonstrado nos estudos empíricos, são - tanto no Brasil quanto nas outras economias emergentes - muito mais sensíveis aos choques cambiais e outros choques de oferta. Essa estrutura específica da formação dos preços faz com que a volatilidade da taxa de câmbio e/ou os demais choques exógenos de oferta atinja a maioria dos preços dos bens e serviços. Não são apenas os preços dos bens comercializáveis - que compõem a pauta do comércio exterior - que sofrem os impactos dos choques exógenos, mas também os preços administrados. A participação agregada dos bens comercializáveis e dos que têm preços administrados representa quase 69% do Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), adotado como índice de referência para a fixação e apuração das metas de inflação. Essa particularidade faz com que a evolução do índice de preços que condiciona a política monetária brasileira seja muito mais sensível aos choques exógenos e à variação cambial, do que as demais economias emergentes.

Os números mostram que os preços denominados administrados ou monitorados por contrato apresentaram taxas de variação bem mais elevadas que os chamados preços livres, pressionando para cima o índice que baliza o regime de metas para inflação. Os preços dos bens comercializáveis sofrem o impacto direto da variação cambial e/ou dos preços internacionais. Alguns setores, principalmente produtores de *commodities* de qualidade razoavelmente homogênea como soja ou polpa de papel, conseguiram, nos períodos de desvalorização cambial ou de alta dos preços internacionais, impor reajustes equivalentes aos preços internos. Esses setores são indiferentes à taxa de juros já que podem reduzir a parcela de produção destinada ao mercado interno. Outros setores produtores de bens comercializáveis só conseguem repassar parte da desvalorização ou dos aumentos nos preços internacionais aos seus preços internos, porque a diferença de qualidade de seus produtos ou o tamanho da demanda externa por eles os obriga a vender parte de sua produção no mercado interno. Para esses, embora num grau inferior aos dos bens não comercializáveis, taxas de juros elevadas e baixo crescimento econômico conseguem reduzir a demanda a ponto de levar à redução das margens de lucro para poder continuar vendendo no mercado interno.

Por outro lado, os preços dos bens não-comercializáveis, destinados ao mercado interno, sofrem indiretamente os efeitos do *pass-through*. Em primeiro lugar, porque houve forte elevação da parcela de renda disponível destinada ao pagamento dos bens administrados, acarretando uma redução de demanda interna por outros tipos de bens. Em segundo lugar, porque as elevadas taxas de juros têm impacto direto apenas sobre essa parcela reduzida dos preços que é pouco sensível à desvalorização cambial ou a choques de oferta advindos do mercado internacional. São os preços dos bens não comercializáveis que se ajustaram, através da redução de custos (essencialmente salariais) e de margem de lucros, à redução da demanda agregada provocada pela elevação da taxa de juros. Contudo, esses preços só representam um terço do IPCA, utilizado como parâmetro nas metas de inflação, contra dois terços dos preços administrados e dos bens comercializáveis.

Ademais, é importante salientar que a origem do capital e as estruturas de mercado das empresas que produzem bens não-comercializáveis são extremamente diferenciadas, implicando diferenças acentuadas de sua formação de preços. Alguns setores industriais muito concentrados e/ou de propriedade de capitais estrangeiros não se mostram dispostos a reduzir preços em função da elevação da taxa de juros e da queda da demanda, como, por exemplo, a indústria de cimento. Outros, como no caso dos produtores de bens duráveis (automóveis, eletroeletrônicos e “linha branca”), acabaram reagindo à queda da demanda

interna através da exportação de parte de sua produção, contornando a redução da demanda interna sem redução de margem de lucro, adquirindo contornos de bens comercializáveis com alguma sensibilidade à taxa de juros. Entretanto, outros setores - compostos de médias, pequenas e micro empresas - em particular na área de serviços, foram obrigados a cortar fundo em suas margens de lucro, em função das elevadas taxas de juros e da forte queda da demanda interna por aquelas provocada. Muitas dessas empresas passaram a situar-se no limiar de sobrevivência; outras simplesmente deixaram de existir.

A análise da estrutura de formação de preços no Brasil demonstra que ela amplifica e dissemina aos índices de inflação um grande conjunto de choques de oferta, decorrentes da volatilidade da taxa de câmbio e das variações dos preços internacionais dos produtos exportados pelo país. O impacto dessas últimas na taxa de inflação pode ter inclusive crescido com o aumento da absorção de produtos brasileiros pelos mercados externos. Esta mesma análise aponta para os mecanismos de indexação, tanto os reintroduzidos na privatização de importantes setores da área de serviços quanto os mais informais, herdados do período de altíssima inflação, como os principais responsáveis pelo elevado impacto dos choques exógenos nos índices de preços. De acordo com o estudo de Mohanty e Scatigna (2005), dados atualizados fornecidos pelos próprios Bancos Centrais de cada país indicam que o Brasil apresenta o grau de *pass-through* mais elevado entre o conjunto de países contemplados. Não é acidental o fato que a literatura disponível sobre este tema se valha com grande frequência do caso brasileiro.

IV.5.1.6: Turquia

A Turquia, desde os finais dos anos 70, tinha um problema crônico com a inflação, que aliado a uma baixa taxa de crescimento do produto causou uma grande instabilidade política. Com a esperança de que a abertura internacional pudesse ajudar na redução da inflação, conforme apregoado pelos defensores da globalização, a Turquia liberalizou sua conta de capitais na segunda metade de 1989 bem como seus mercados financeiros, inclusive permitindo a abertura de contas correntes em divisas dos residentes. Essas medidas trouxeram resultados preocupantes para a economia. A dívida interna do governo cresceu constantemente, passando de 5,6% do PIB em 1989, para 14,4% PIB em 1994 e para 41,7% do PIB em 1999. A dívida externa, um pouco menos preocupante, saltou de 79,6 bilhões (43.3% do PIB) em 1997 para 101,8 (55% do PIB) em 1999.

O país passou por uma série de crises financeiras, em 1994, 1999 e 2001. A última delas resultou do fracasso de um plano de estabilização levado a cabo em 2000, sob

orientação do FMI. À luz das crises cambiais das economias emergentes daquele período, a tentativa para controlar as fragilidades estruturais na Turquia incluía a estabilização da taxa de inflação, a diminuição da taxa de juros e o controle da relação dívida/PIB. O programa sugerido pelo FMI começou a ser institucionalizado em janeiro de 2000, com o objetivo de diminuir a inflação para 25% em 2000 e para apenas um dígito em 2002. Seu ponto central era a subordinação da política monetária aos objetivos da política cambial. Baseou-se, para isso, em 3 pilares básicos: disciplina fiscal, reformas estruturais e um acordo de fixação da taxa de câmbio.

Tal modelo de estabilização teve as características semelhantes aos adotados na América Latina no início dos anos 90. A âncora cambial funcionaria como mecanismo para conter o movimento dos preços internos, enquanto o governo comprometia-se a realizar superávits primários, para diminuir o nível de endividamento e da taxa de juros. A especificidade turca, que a aproxima da Argentina, foi a radicalização da política monetária, visando aumentar a credibilidade do programa. Instituiu-se uma quase-currency board, em que o governo se comprometia em não mais esterilizar os fluxos de capitais e não controlar as taxas de juros.

Os resultados foram o inverso do esperado. Apesar do PIB ter atingido um crescimento de 7,4% em 2000, a inflação caiu devagar e houve uma apreciação cambial real. Em termos de balança de pagamentos, a balança comercial, historicamente superavitária, tornou-se deficitária. Essa reversão, logo foi sentida pelos aplicadores internacionais, que passaram a reduzir os fluxos de capitais para o país, levando a um aumento na taxa de juros e a uma fragilidade do sistema bancário, que acumulava passivos denominados em divisas. Devido ao compromisso cambial do quase-currency board, o governo não podia fornecer liquidez para a economia. Dessa maneira, a taxa de juros interbancária chegou a 7000% a.a e os capitais começaram a fugir do país.

Em 2000, eclodiu uma crise de liquidez no sistema financeiro. A saída encontrada foi novamente recorrer ao FMI, que disponibilizou US\$ 7,5 bilhões, acompanhados de novo plano de estabilização: flutuação cambial, regime de metas de inflação e regulamentações mais rígidas sobre o setor bancário. A situação, porém, era caótica. Após o colapso da âncora, a lira turca sofreu forte depreciação, fazendo com que a inflação anual chegasse a 68% no fim de 2001. A infra-estrutura institucional precisava ser reformada imediatamente. Além disso, a dinâmica da inflação e os mecanismos de transmissão monetária estavam altamente instáveis devido às mudanças na estrutura econômica. Ademais, a reestruturação do sistema

bancário em 2001 havia aumentado o déficit público para níveis históricos, impondo grandes dificuldades à política fiscal.

A taxa de câmbio flutuante da lira turca mostrou ser extremamente volátil por diversas razões. Em primeiro lugar, como resultado da grande desvalorização da taxa de câmbio, a conta corrente chegou a ser superavitária em 2001, porém, entre 2002 e 2005, a Turquia voltou a registrar déficit em conta corrente, atingindo o valor recorde de 22.9 bilhões de dólares (6,4% do PIB) devido a uma grave deterioração de sua balança comercial. Em segundo lugar, para fazer frente aos crescentes déficits em conta corrente, a Turquia vem absorvendo enormes quantidades de fluxos de capitais internacionais, principalmente na forma de investimentos de portfólio e outros investimentos (no geral, capitais de curto prazo) que tendem a aumentar a vulnerabilidade do país a aumentos da aversão aos riscos dos investidores internacionais, além de apreciar a moeda. Em terceiro lugar, no contexto de elevado déficit público e de curtos prazos de maturidade das dívidas, o prêmio de risco-país da Turquia é extremamente volátil, exibindo grande sensibilidade a quaisquer divergências econômicas ou políticas e esta volatilidade se transmite à taxa de câmbio.

O nível de dolarização da economia turca chegou a ser altíssimo no período após a crise. Dados do Banco Central turco mostram que o nível de dolarização alcançou um pico em 2001, para reduzir-se um pouco em seguida. Esses dados também mostram que a dolarização no mercado de ativos também foi muito elevada, em torno de 40% do total dos ativos denominados em moeda estrangeira.

Com todos esses fatores condicionantes, Leigh e Rossi (2002) apontam que os efeitos da desvalorização cambial na Turquia são, ao mesmo tempo, mais intensos e se fazem sentir mais rapidamente do que em outras economias emergentes. A velocidade da transmissão de um choque cambial para os preços por atacado e ao consumidor é bastante elevada. A maior parte desses efeitos se faz sentir nos primeiros 4 meses. Nesse intervalo de tempo, 50 e 40% da variação cambial se fazem sentir respectivamente nos preços por atacado e ao consumidor.

Mas, a apreciação da taxa de câmbio verificada a partir de 2003 levou a autoridade monetária a sugerir que o comportamento dos mecanismos de formação de preços se alterou à medida que se logrou conter a inflação e a indexação dos preços à taxa de câmbio teve sua intensidade reduzida.

IV.6 Os formatos do regime

Para além das classificações e dos graus de transmissão da volatilidade cambial aos preços, deve-se também analisar as diferenças nos formatos adotados pelos países

emergentes que seguem o regime de metas. A variedade desses parâmetros é grande, abrangendo desde o aspecto institucional, os índices de preços utilizados, o horizonte temporal em que a meta deve ser cumprida e até mesmo os instrumentos utilizados pelo BC em sua política monetária. É sintomático que, apesar de sua importância, essas diferenças têm sido pouco examinadas em detalhe.

Entretanto, os distintos formatos adotados têm fortes impactos tanto na gestão do regime de metas, já que esta deve cumprir as imposições neles contidos, quanto, por via de consequência, em suas repercussões macroeconômicas. Um formato muito rígido do regime de metas de inflação pode ter um efeito perverso sobre os custos relativos à convergência das taxas de inflação para a meta. Quanto maior a rigidez com que o regime é implementado, maior a volatilidade das taxas de juros e do produto, elevando os custos para a sociedade do cumprimento das metas previamente estabelecidas.

Ao decidir adotar o regime de metas de inflação como sua política monetária, cada país determina uma série de parâmetros que irão configurar seu formato específico, dentro de um modelo mais genérico. O resumo dessas comparações para os países de nossa amostra se encontra no Quadro 1.

Quadro 1: Formatos do regime de metas

| Países | África do Sul | Brasil | Chile | Coréia | México | Tailândia | Turquia |
|----------------------------|---|---|--|---|---|--|--|
| Institucional | Meta fixada p/ governo e BC, gestão BC, Forum pol monet. inclui Tesouro | Meta fixada p/ CMN, comitê gestão: conjunto da diretoria BC | BC independente, Ministro Fazenda pode suspender decisões p/ 15 dias | Meta determinada p/ BC e Governo | Meta fixada p/ Governo, Banco Central independente. | Meta fixada p/ Governo Gestão comitê especialistas externos + membros BC | Meta fixada p/ Governo, BC "independente p/a política monetária" |
| Objetivo declarado | proteger valor da moeda e estabilidade financeira | Estabilidade preços e sistema financeiro | Manter inflação baixa e estável | Estabilidade de preços é o principal objetivo do BC | Estabilidade moeda e sistema financeiro | Estabilidade monetária e financeira | Atingir e manter preços estáveis |
| Índice de referência | índice de preços ao consumidor, excluindo custos das hipotecas imobiliárias | Índice de preços ao consumidor cheio | Índice de preços ao consumidor cheio | 1998 a 2000: índice cheio. A partir de 2000: núcleo p/ exclusão energia e alimentos | Índice de preços ao consumidor cheio | Núcleo por exclusão da energia e alimentos | Índice de preços ao consumidor cheio |
| Horizonte temporal da meta | Meta válida para 12 meses após seu anúncio | Ano calendário | 2 anos | Longo prazo 3 anos, curto prazo: ano calendário | Longo prazo: 4 anos; metas curto prazo: 12 meses | Meta de longo prazo | 3 anos com metas intermediárias anuais |
| Data da adoção | fase informal 1998 adoção formal 2000 | 1999 | fase informal 1991, adoção formal: 1999 | 1998 | 1999 | 2000 | metas implícitas 2000 a 2005; 2006: adoção formal |
| Instrumento pol. monet. | De 1991 a 1995: taxa de 90 dias, depois: taxa over. | Taxa de juros overnight | Taxa de juros overnight | Taxa de juros overnight | regulação liquidez, Sistema Saldos Acumulados | Taxa de juros de 14 dias + reservas bancárias | Taxa de juros de curto prazo (overnight e uma semana) |
| Formato da meta | Intervalo de variação de 2% ao redor da meta | Intervalo de 2%, salvo 2003 a 2005: 2,5% | 1995 a 2000: intervalo: 5%, 2001=> intervalo 1% | Intervalo de 0,5 % ao redor da meta | Intervalo de variação de 1% ao redor da meta | Piso e teto, 0 a 3%, sem ponto central | Ponto fixo |
| Taxa de inflação 2006 | 5,% | 3,14 | 2,5 | Núcleo: 2,3 Índice "cheio" 2,6 | 4,05 | Núcleo: 1,7 Inflação cheia: 4,8%* | 9,65 |
| Meta p/a 2007 | 5% | 4,5% | 3% | 3% p/a núcleo | 3% | 0 a 3,5% p/a núcleo | 4% até 2008 |
| Taxa de juros, 12/06 | 9% | 13,25% | 5% | 4,5% | taxa over 7% | 4,93 | 17,5 |

* acumulado em 12 meses em novembro de 2006

Fonte: Bancos Centrais dos países incluídos, elaboração própria

IV.6.1 - Institucionalidade do regime de metas

Na questão da institucionalidade do regime de metas de inflação, a literatura mais convencional aponta como principal distinção a independência formal da autoridade monetária, de forma a impedir a "contaminação" da política monetária pelo "viés inflacionário" das pressões políticas. Em nossa amostra, essa independência formal é

reconhecida no Chile e no México. Nos demais países, entre os quais o Brasil, verifica-se, em variados graus de precisão, a atribuição ao BC de uma autonomia operacional na gestão da política monetária, às vezes com o uso de paráfrases como a afirmação que o BC turco é "independente para a política monetária".

Mas, existem outras distinções importantes a serem feitas. A importância dessas diferenças reside no fato que a institucionalidade do regime de metas tende a ter um peso relevante na dinâmica de sua gestão. Elas dizem respeito a dois aspectos que vêm sendo pouco levados em conta. O primeiro e mais importante é o da *accountability* da autoridade monetária. Tanto no caso em que a autoridade monetária é independente quanto naquele em que é operacionalmente autônoma, é fundamental determinar como ela se relaciona com o governo eleito e a sociedade como um todo, da mesma forma que é fundamental que ela preste conta de sua gestão. Para examinar este aspecto, é necessário desdobrá-lo nas seguintes questões: quem toma a decisão na fixação da meta e a quem o BC deve prestar contas?

Verifica-se que nos seis países analisados, a meta é determinada pelo conjunto do governo, às vezes com a participação do BC (África do Sul e Coréia), seja ele independente ou não. A exceção é o Brasil em que a meta de inflação é fixada pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) composto pelo presidente do Banco Central e os ministros da Fazenda e do Planejamento. Nos dois países em que o BC é formalmente independente, ele deve prestar contas, periodicamente, de sua gestão da política monetária ao Congresso. Nos demais, o BC só deve explicações em caso de não cumprimento da meta fixada. As instâncias em que isto é feito variam: na África do Sul e na Coréia, essa prestação de contas deve ser feita no Parlamento, no Brasil e na Turquia ela se dirige apenas ao ministro da Fazenda e nos demais países ao governo como um todo.

O segundo aspecto institucional diz respeito à composição do comitê encarregado de tomar as decisões de política monetária. Na África do Sul, as decisões de política monetária são tomadas pelo *Monetary Policy Committee* (MPC) composto de nove membros: o presidente do Banco Central, três vice-presidentes e cinco diretores do Banco. Mas também foi criado um Fórum de Política Monetária que se reúne duas vezes por ano e no qual se encontram representantes do Tesouro e da sociedade civil cujo objetivo é "abrir uma via de discussão para garantir que os pontos de vista das partes interessadas são levados em conta na determinação da política monetária. Na Tailândia, o comitê encarregado da gestão da política monetária conta além de membros da diretoria do BC com especialistas externos e no Chile é facultada a presença do ministro da Fazenda nas reuniões com direito de palavra,

mas sem direito de voto. É facultado ao ministro se opor às decisões do comitê e suspender a aplicação de suas decisões por um período que não pode ser superior a 15 dias. Nos demais países, tal comitê é composto pelos membros da diretoria do BC tecnicamente qualificados, enquanto no Brasil todos os membros da diretoria da autoridade monetária (inclusive das áreas administrativas) têm assento no Copom.

IV.6.2: Objetivos dos Bancos Centrais

No que tange aos objetivos declarados dos Bancos Centrais da amostra, verifica-se razoável homogeneidade na definição do objetivo de inflação baixa e estável, o mais das vezes associado à manutenção da solidez do sistema financeiro. Os formatos adotados na especificação da meta de inflação a ser alcançada também variam pouco já que a maioria dos países mantém uma banda de tolerância ao redor do objetivo estipulado. As exceções são a Tailândia que estipula um piso e um teto para a inflação sem definir uma meta central e a Turquia que estipula um ponto fixo sem intervalo de variação. O mesmo não se pode dizer em relação ao índice de preços utilizado para aferir seu cumprimento e ao horizonte temporal em que meta de inflação adotada deve ser cumprida. Para medir o resultado da política monetária, tanto a Coréia quanto a Tailândia utilizam um índice de inflação do núcleo por exclusão dos preços de energia e alimentos, os mais sujeitos a choques exógenos de oferta.

É digno de nota o fato que, no momento em que a Coréia implantou o regime de metas, ainda na vigência do acordo feito com o FMI após a crise de 1997, o índice adotado foi o índice cheio de inflação. Mas, após longa campanha explicativa e assim que o acordo foi descontinuado e cessaram suas condicionalidades, o país passou a utilizar o núcleo da inflação. Nessa campanha de explicação, a análise realizada pelo BOK buscou convencer os agentes que a remoção dos preços de alimentos e energia era importante. Seu principal argumento era que "sabe-se que após um choque de oferta (geralmente no âmbito externo, como secas/enchentes ou guerras no Oriente Médio) os preços tendem a se estabilizar, e não se evidenciarão problemas de inconsistência temporal da política econômica a partir de uma alteração forçada (e intempestiva) das metas inflacionárias. A política monetária do governo, assim, não poderá (nem mesmo deverá) levar em consideração estes fatores de desequilíbrio de caráter fortemente exógeno na fixação de suas metas de inflação".

Já o Banco Central da Tailândia que ao instaurar o regime de metas especificou a utilização do núcleo de inflação, afirma que optou por excluir os preços mais voláteis porque "a manutenção desses preços na medida da inflação pode conduzir a uma má operação da política monetária pela Comissão". O índice de preços empregado pela África do Sul só deixa

de levar em conta o custo das hipotecas imobiliárias, item que sofre direta e pesada influência da política monetária. Os demais países, incluindo o Brasil, utilizam o índice cheio de preços ao consumidor.

IV.6.3: Horizonte temporal das metas

O horizonte temporal para se alcançar as metas é terreno da maior diversidade entre os países. Como se sabe, o Brasil adota o ano calendário para a verificação da realização do objetivo da política monetária definido com 18 meses de antecedência, mas é o único país nesta amostra a manter um horizonte tão curto. A África do Sul é o país que mais se aproxima do Brasil neste quesito ao estipular que a meta deverá ser cumprida nos doze meses que sucedem seu anúncio. Em seguida aparece o Chile que define um prazo de dois anos para a consecução do objetivo da política monetária. Os outros países adotam um horizonte de médio prazo de 3 anos, mas – com exceção da Tailândia – valem-se também de metas intermediárias para um prazo mais curto de 12 meses. Ao adotar formalmente o regime de metas em janeiro de 2006, a Turquia fixou um horizonte temporal para alcançar as metas de três anos com uma “banda de incerteza”. Segundo Kara (2006), o Banco Central da Turquia “enfatizou que a política monetária terá uma abordagem de 'médio prazo' em que choques transitórios poderão ser tolerados, mesmo que ponham em risco a meta de inflação no curto prazo” A Coreia que, de início através do *Bank of Korea Act* de Abril de 1998, tinha estabelecido que o Banco Central deveria manter uma meta de inflação anual e usar de quaisquer mecanismos cabíveis para atingir tal meta, aderiu a este tipo de horizonte temporal mais longo ao mesmo tempo em que passou a adotar o núcleo de inflação como índice relevante. É inegável a vantagem deste horizonte temporal que além de permitir aos agentes formar expectativas de longo prazo, também proporciona maior flexibilidade à gestão da política monetária, permitindo acomodar tanto choques exógenos de oferta quanto proporcionar o tempo necessário para que se tornem efetivos os mecanismos de transmissão da política monetária.

IV.6.4: Os instrumentos de política monetária

Também se registram diferenças nos instrumentos utilizados pelos Bancos Centrais em sua política monetária. O conjunto de textos existente sobre o regime de metas de inflação indica claramente que ele carrega um corolário: na impossibilidade de continuar utilizando uma regra de crescimento da base monetária, a operacionalização deste regime deve ocorrer através do uso das taxas de juros de curto prazo. A simples existência de diferenças neste item é de molde a indicar que a adoção do regime de metas se deu muito mais enquanto um *framework* de política monetária em tempos de taxa de câmbio flutuante

do que como adesão estrita a seus preceitos e que diversos países mantiveram as peculiaridades de seus instrumentos de política monetária. Este é principalmente o caso do México em que a política monetária é conduzida por critérios essencialmente de controle da base monetária. Esse controle ocorre através de um regime de saldos diários da conta corrente que as instituições de crédito mantêm com o Banco Central (“corto”), na qual diariamente o saldo é verificado. O objetivo deste regime é que as instituições financeiras que por acaso não consigam zerar a conta sejam penalizadas, pois em caso de déficit as taxas do Banco Central são duas vezes as praticadas pelo mercado.

Além disso, outro mecanismo utilizado são os sinais de política monetária divulgados todos os dias através do mercado financeiro com os leilões públicos de títulos, crédito e outros ativos do governo. O total de vendas é compatível com o objetivo do saldo que o Banco Central deseja manter em sua conta corrente, sendo este também um indicador das intenções de política monetária. Desta forma, se o objetivo do saldo diário total for negativo sinaliza que o Banco Central não deseja proporcionar aos bancos os recursos demandados, de forma que eles são levados a se financiar na medida do possível pelas taxas de juros vigentes no mercado. Um objetivo positivo indica intenção de manter uma quantidade de recursos maior que a requerida pelo sistema, levando várias instituições financeiras a, ao final do dia, ter saldos positivos em suas contas correntes com o BC. O anúncio inclui ainda a pretensão de intercâmbio entre títulos e moedas, de modo que toda a política monetária encontra-se claramente explicitada para os agentes, a quantidade de liquidez é determinada pelo governo e o equilíbrio da taxa de juros fica por conta do mercado. Ao final do dia, os bancos podem realizar empréstimos entre si de forma a equilibrar as contas entre eles, apenas após esta rodada de negociações os saldos em conta corrente com o Banco Central são conferidos de forma a avaliar a adequação à meta inicialmente estipulada para o dia.

Na Turquia, durante o período de metas de inflação implícitas entre 2002 e 2005, os agregados monetários foram utilizados como “âncoras complementares”, para reduzir as incertezas com relação ao futuro e influenciar as expectativas dos agentes. Dentre os agregados monetários, a base monetária foi escolhida como alvo. Em 2002, a meta era aumentar a base monetária ao mesmo nível da taxa de crescimento da renda nominal para aumentar a demanda por moeda. O excesso de liquidez era esterilizado pelo Banco Central em coordenação com o Tesouro através de operações transparentes baseadas em mecanismos de mercado. Por sua vez, a Tailândia admite oficialmente utilizar a taxa de juros de curto prazo junto com requerimento de reservas bancárias como instrumentos de sua política monetária.

Sem igual admissão oficial, o Banco Central do Brasil emprega os mesmos instrumentos. Além do uso da taxa básica de juros, o BCB vale-se de dois mecanismos para reduzir efetivamente o volume de dinheiro disponível para empréstimos dos bancos:

a- recolhimento de compulsórios sobre os depósitos dos clientes dos bancos

b- exigência que os bancos mantenham reservas bancárias sobre capital próprio de 11%, contra os 8% demandados tanto pelos países signatários do Acordo de Basiléia quanto pelos demais que a ele aderiram.

Essas medidas são apresentadas como tendo caráter prudencial, mas, não por acaso, eram os típicos instrumentos de política monetária quando o objetivo dessa era restringir o crescimento da massa monetária. Nenhum desses dois instrumentos de política monetária chega sequer a ser mencionado nas atas da reunião do Copom ou nos Relatórios de Inflação.

IV.6.5: Dinâmica da adoção do regime de metas

Outra particularidade se nota na dinâmica da adoção do regime de metas de inflação. A maior parte das economias emergentes que adotaram o regime de metas de inflação o fizeram na seqüência de um ataque especulativo e/ou uma crise cambial que as forçaram a abandonar o regime de câmbio fixo ou administrado e passar a usar o regime de câmbio flutuante. Entretanto, em nossa amostra, encontramos dois países que fogem a esta determinação: África do Sul e Chile. O Chile passou a adotar esta política monetária em 1991, mas "de maneira informal" num regime cambial de bandas largas de flutuação. Em setembro de 1990, o Banco Central (que havia se tornado autônomo no fim do governo militar) informou ao Congresso chileno a meta da inflação para o ano seguinte, enfatizando que uma meta para a taxa de câmbio nominal não era possível à época, devido às características peculiares da economia chilena como: a tendência a sofrer choques externos; o alto grau de indexação disseminado na economia; a experiência negativa recente com regime de câmbio fixo; e a convicção disseminada de que o câmbio fixo era ruim para o crescimento das exportações. Nesta fase informal, o governo chileno promoveu o fortalecimento do setor financeiro e a manutenção do equilíbrio fiscal e uma "redução gradual (mas sustentável) da inflação¹⁴ nos anos 90" (Massad, 2001). Em 1999, a eliminação da banda da taxa de câmbio e a adoção do regime de câmbio flutuante foram acompanhadas da adoção formal do regime de metas de inflação.

¹⁴ A primeira meta estabelecida pelo Chile, em 1991, era um intervalo de 15,0% a 20,0% para a inflação acumulada em 12 meses. Esta meta foi diminuída gradualmente e os intervalos foram estreitados de 5 pontos percentuais de diferença entre os limites superior e inferior da banda para 2 pontos percentuais. Entre 1995 e 2000, a meta tornou-se pontual, sem abandonar a tendência de queda. Em 2001, após uma inflação 1 ponto percentual acima da meta pontual de 3,5%, o Chile voltou a utilizar metas com intervalo, novamente com 2 pontos percentuais de diferença entre os limites superior e inferior da banda (2% a 4%). Todo o processo de convergência para uma inflação estável foi realizado em aproximadamente 10 anos, desde 1991.

Em março de 1998, o Reserve Bank da África do Sul passou a utilizar um “pacote” de indicadores econômicos para abalizar as decisões de política monetária. Desta forma, configurou-se uma abordagem eclética em que se levavam em conta indicadores como o montante de crédito bancário disponível, o crescimento do produto, as taxas de juros, variações do ouro e de reservas em moedas estrangeiras, movimentos na taxa de câmbio da moeda sul-africana e expectativas de inflação. Essa abordagem decorreu do reconhecimento que o Banco Central tinha de combater a inflação com urgência. Desse modo, as autoridades monetárias sul-africanas entraram numa fase informal de metas de inflação em que o BC se propunha a formular a política monetária no sentido de atingir uma meta anual entre 1% e 5% sem, no entanto, especificar um horizonte temporal no qual esta meta seria atingida. Diretrizes para o crescimento da oferta monetária e do crédito bancário foram anunciadas ao mesmo tempo. Essas orientações estavam em sintonia com a Constituição sul-africana, que confere ao BC “a responsabilidade de proteger o rand sul-africano no interesse do desenvolvimento econômico do país”. Durante esta fase informal, a taxa de câmbio permaneceu dentro de bandas de flutuação e diversas medidas foram adotadas com o objetivo de reduzir o elevado *pass-through* do câmbio aos preços. A África do Sul adotou formalmente o regime de metas de inflação na condução da política monetária com o anúncio da adoção de uma banda de 3 a 6 por cento para a inflação do ano de 2002.

Incluída entre os países que adotaram o regime de metas de inflação e o câmbio flutuante na seqüência de uma crise cambial, a Turquia também implantou o regime de metas de inflação em duas fases. A política de estabilização monetária adotada em 2000, baseada numa âncora cambial, logo sucumbiu a um ataque especulativo que resultou numa crise profunda em fevereiro de 2001. Depois do colapso da âncora cambial, a Lira turca depreciou massivamente e a taxa anual de inflação atingiu 68% no final de 2001. Ao Banco Central da Turquia (BCT) não restava opção além de deixar a lira turca flutuar. Porém, o BCT sabia que o regime de metas de inflação não era um mecanismo que poderia ser acionado do dia para a noite. Adotá-lo sob condições iniciais prematuras poderia causar sérios danos ao país, ao invés de beneficiá-lo, uma vez que poderia acarretar uma perda de credibilidade tanto para o BCT quanto para o próprio regime de metas de inflação. A solução foi adotar um regime intermediário, o regime de metas de inflação implícitas, até que as pré-condições se fizessem presentes, e a partir daí se passaria para o regime de metas de inflação puro.

Tais pré-condições não observadas naquele momento e consideradas condição *sine qua non* para se poder pular a fase “implícita” e ir diretamente para o regime de metas de inflação puro eram principalmente:

1) redução da volatilidade da taxa de câmbio: no contexto de elevado déficit público e de curtos prazos de maturidade das dívidas, o prêmio de risco medido pelo “EMBI spread” no pós- crise exibiu grande sensibilidade a quaisquer divergências econômicas ou políticas em relação às expectativas dominantes. A volatilidade do prêmio de risco se transmitia à taxa de câmbio, o que fazia com que se tornasse também extremamente volátil. Essa grande volatilidade, combinada com um *pass-through* elevado produziu exageradas expectativas de inflação,

2) Nível aceitável de dolarização: o altíssimo nível de dolarização da economia turca alcançou um pico em 2001, logo antes da adoção do regime de metas de inflação implícitas. Um ano mais tarde, em 2002, em torno de 40% do total dos ativos ainda eram denominados em moeda estrangeira.

3) Independência das instituições: A lei, aprovada em Abril de 2001 – logo após a crise e antes da implementação do regime de metas de inflação implícitas – fortaleceu a autonomia do BCT ao permitir-lhe ter o total livre-arbítrio para escolher os instrumentos de política monetária. O objetivo primário do BCT foi definido como atingir e manter a estabilidade dos preços. Esta lei também ajudou a inculcar no BCT a noção de *accountability* (responsabilidade, prestação de contas), ao tornar obrigatória a publicação de todas suas operações, decisões de política monetária e eventuais não cumprimentos das metas no período previsto. Ademais, o BCT não pode mais conceder adiantamentos de empréstimos ou exceder o limite de crédito estipulados ao Tesouro turco, estabelecimentos públicos, empresas estatais e instituições, e não pode mais comprar títulos de dívida emitidos pelo Tesouro, empresas estatais e instituições no mercado primário.

4) Fortalecimento do sistema bancário: o sistema bancário turco, fortemente abalado pela crise de 2001, passou por uma drástica reestruturação naquele ano. Esta reestruturação levou a um aumento da dívida pública para níveis historicamente elevados, constituindo um ambiente de dominância fiscal onde o controle da inflação se torna ainda mais difícil.

5) redução da dominância fiscal: A dívida pública líquida chegou a atingir 90% do PIB em 2001. A maturidade média dos empréstimos domésticos era por volta de 9 meses. Mais da metade do estoque de dívida total do governo estava em forma indexada ou denominada em moeda estrangeira, tornando-a altamente sensível aos choques externos. A relação da dívida pública com o PIB caiu para 60% em 2004, com o governo passando a buscar superávits primários altos e sustentados no tempo.

De 2002 a 2005, o BCT concentrou seus esforços em adquirir credibilidade através de transparência, boa comunicação com o público, previsibilidade e *accountability*. Outro ponto

importante na política de combate à inflação foi a ação conjunta do BCT e do governo turco, que propiciou a coordenação natural entre as políticas monetária e fiscal, a partir do reconhecimento do papel da disciplina fiscal como regulador das expectativas num contexto de forte dominância fiscal¹⁵. Em diversos relatórios do BCT faz-se alusão explícita à importância da disciplina fiscal para conter as expectativas de alta da inflação e estabilizar a economia. Nesses relatórios, salienta-se que, após a crise de 2001, a disciplina fiscal emergiu como a principal política âncora ao lado da credibilidade do banco central que constituíram os principais fatores que ajudaram no rápido processo de desinflação. A contenção da inflação foi o aspecto de maior sucesso do ajustamento pós-crise de 2001. Entre 2001 e 2005 as metas de inflação foram atingidas, fortalecendo a credibilidade da política monetária. A inflação anual, medida pelo Índice de Preços ao Consumidor, caiu para 7,72% ao final de 2005. Por outro lado, a taxa de câmbio real sofreu apreciação de 40% e o déficit em conta corrente atingiu 6% do PIB. Somente após essa fase de transição o BCT julgou a economia turca preparada para avançar em direção ao regime de metas de inflação propriamente dito, adotando formalmente o regime de metas de inflação em janeiro de 2006.

IV.7- Gestão e choques exógenos

Após termos mostrado as diferenças nos formatos adotados para o regime de metas de inflação nas economias emergentes, bem como as existentes no impacto de choques exógenos de oferta, resta assinalar aquelas, notáveis, relacionadas à forma como as autoridades monetárias desses países reagem a esses choques. Essas reações estão na raiz das repercussões macroeconômicas distintas dos diversos choques de oferta a que estão sujeitas as economias emergentes.

É importante aqui estabelecer os limites entre o que se designa como sendo um regime de metas de inflação estrito ou flexível. Um regime de metas de inflação estrito se configura quando só a inflação importa para o banco central, enquanto, num regime de metas de inflação flexível, outras variáveis, como o produto, também entram em linha de consideração. O fato que a maioria dos bancos centrais não deixa de levar essas outras variáveis em conta indica o que regime de metas de inflação flexível é o caso mais geral. Mas, é preciso considerar que, sobretudo nas economias emergentes, no início da aplicação desse tipo de política monetária, maior ênfase é dada à inflação, como uma forma de adquirir credibilidade.

¹⁵ A relação entre o déficit público líquido e o PIB atingiu 90,5% em 2001 antes de ser reduzida para 78,5% em 2002.

Um banco central que segue a aplicação estrita do regime de metas tentará atingir a meta o mais rápido possível, sob quaisquer circunstâncias. O que gere esta política monetária de forma flexível tentará levar a inflação gradualmente para sua meta. A maioria dos modelos de metas de inflação mostra que quanto mais estrita for a gestão da política monetária, mais variável será o produto e mais instável será a taxa de juros. A distinção entre flexibilidade e rigidez também ocorre no que diz respeito ao ritmo de desinflação. Quanto mais rápida for a redução das metas fixadas para a inflação, mais estrita será a gestão da política monetária. Já a aplicação flexível do regime de metas pressupõe a fixação de objetivos que possam ser atingidos sem colocar uma pressão indevida no produto. O objetivo continua sendo a redução da inflação, mas fica implícito que uma queda demasiado rápida embute custos excessivamente elevados.

Antes de procurarmos esclarecer a postura das autoridades monetárias da amostra selecionada de economias emergentes diante de choques exógenos, é interessante apontar como algumas economias desenvolvidas que adotaram o regime de metas de inflação lidam com a questão. De forma geral, quando os bancos centrais, no regime de metas, se defrontam com uma inflação que a ultrapassa, eles não tentam voltar para a meta o mais rapidamente possível. Eles escolhem um horizonte no qual poderão influenciar a evolução dos preços, em função de fatores como a defasagem entre as medidas de política monetária e seu impacto na inflação, o comportamento das expectativas de inflação e a importância que ele dá aos outros objetivos das políticas macroeconômicas do governo.

No Canadá, foi especificado um horizonte temporal de seis a 8 trimestres para um retorno à meta de inflação, quando esta foi afetada por um choque de oferta. Outros países têm maior flexibilidade. Nesse mesmo caso, a Suécia determinou que a meta original deva voltar a ser atingida no prazo de um a dois anos, podendo eventualmente ser mais longo. Segundo o Banco Central sueco, o Riksbank, uma abordagem mecânica que busque invariavelmente trazer a inflação de volta à meta definida em um ou dois anos pode levar a amplas e indesejáveis flutuações na atividade econômica. Na Inglaterra, foi dada ao Comitê de Política Monetária a flexibilidade de propor o horizonte no qual um desvio da meta de inflação será retificado, dependendo da natureza e da severidade do choque inicial que levou a inflação a desviar de sua meta.

Nos países emergentes que compõem a amostra utilizada neste texto, tanto a Coreia quanto a Tailândia se resguardaram preventivamente do impacto de diversos choques de oferta, ao adotar um núcleo da inflação (que exclui os preços dos alimentos e da energia) como parâmetro para sua meta de inflação. Essa simples medida demonstra o elevado grau

de flexibilidade que suas autoridades monetárias têm imprimido à gestão da política monetária.

Os demais países da amostra escolheram utilizar o índice cheio de preços aos consumidores. Mas, isto não quer necessariamente dizer que sua reação a choques de oferta será semelhante nem tampouco que sua gestão do regime de metas prima pela inflexibilidade. Assim, por exemplo, nos países que escolheram um horizonte temporal mais longo para alcançar uma meta determinada de inflação, a autoridade monetária não precisa reagir com um aumento de juros a um choque de oferta que eleve temporariamente o índice de inflação.

No caso da África do Sul, em que o formato do regime de metas é pouco flexível (horizonte temporal de 12 meses e uso do índice cheio de inflação, excluindo apenas a variação do custo das hipotecas imobiliárias), o Banco Central considera que uma ênfase exclusiva na busca do cumprimento da meta pode levar a resultados altamente indesejáveis para economia. Embora o cumprimento da meta seja o objetivo primordial da política monetária, ele reconhece que decisões que ignoram circunstâncias especiais podem causar instabilidade à economia real em termos de produção e emprego. Assim, quando a inflação acelerou fortemente após um episódio de instabilidade e desvalorização cambial em 2001, o banco central sul-africano aceitou que as metas de 2002 e 2003 fossem ultrapassadas e alterou a meta de 2004 para uma faixa entre 3 a 6%, ante uma meta inicial de 3 a 5%. Ao fazê-lo, enfatizou que as metas anteriormente fixadas tinham se tornado inatingíveis, salvo se medidas draconianas fossem tomadas.

Tanto o Chile quanto o México (embora em menor grau) parecem ter alcançado certa estabilidade da inflação em níveis relativamente baixos. Choques exógenos, sobretudo os advindos da volatilidade cambial, passaram a ser menos recorrentes que nas demais economias emergentes e, quando ocorrem, podem ser tratados de forma flexível. Na análise dos Bancos Centrais dos dois países, essa flexibilidade também pressupõe que a autoridade monetária tenha atingido um grau de credibilidade mais elevado.

Na Turquia, esta credibilidade do Banco Central ainda está para ser construída, dado que crises cambiais e episódios de alta inflação se multiplicaram no passado recente e que persiste, na atualidade, uma inflação próxima a dez por cento. Mas, apesar disto, é digno de nota o fato que a taxa de juros básica da economia turca é mais elevada do que a taxa de juros brasileira em termos reais, embora seja superior a ela em termos nominais.

No que concerne o Brasil, dois episódios merecem ser ressaltados e serão analisados em detalhes no próximo relatório. Eles constituem indicações que a gestão da política

monetária na presidência de Armínio Fraga no BC tenha sido, em alguma medida, menos restritiva e ortodoxa do que a que passou a ser praticada na gestão de Henrique Meirelles após a posse do governo Lula. Embora a diferença possa parecer sutil, a percepção e o reconhecimento de choques exógenos foram muito mais claros em 2001 e em 2002. Naquele período, fortes desvalorizações do real, decorrentes de ataques especulativos, provocaram a elevação dos preços dos bens comercializáveis. Essa elevação foi potencializada, em 2002, pelo aumento verificado nos preços desses bens nos mercados internacionais (inclusive os do petróleo, em função das tensões que desembocaram na guerra contra o Iraque). A alta da taxa de câmbio também se refletiu na evolução dos preços administrados, que em 2002 foram reajustados levando em conta o impacto da desvalorização cambial acumulada desde o mesmo período de 2001. A taxa de inflação de 2002 foi muito superior à de 2001 em decorrência da superposição de distintos choques: nova alta da taxa de câmbio, elevação dos preços internacionais dos bens comercializáveis e repasse da alta da taxa de câmbio do ano anterior aos preços administrados.

Um estudo do presidente do Banco Central naquele período (Fraga et al., 2003) reconhece que, em períodos de forte desvalorização cambial, cujos efeitos são transmitidos aos preços, as taxas de juros perdem muito de seu poder, enquanto instrumento de política anti-inflacionária, tornando necessária a adoção de novas metas de inflação. “Afim, manter a velha meta afetaria mais a credibilidade do BCB porque seria considerada inatingível”. Naquele período, a autoridade monetária manteve, em diversas ocasiões, a taxa básica de juros da economia brasileira em patamares inferiores ao da paridade descoberta¹⁶. Ademais, houve o reconhecimento explícito que a política monetária tinha fortes efeitos no desempenho da economia. Assim, no trabalho de Fraga *et alii*, são descritas diversas trajetórias para a inflação após ter sofrido choques exógenos tão intensos. Nele se aponta que “trajetórias com quedas mais acentuadas da inflação implicam em perdas excessivas do produto. Simulações indicam que uma meta de inflação que fosse de 6.5% em 2003, implicaria uma queda de 1.6% do PIB. Ademais, uma trajetória que alcançasse a meta de 4%, em 2003, implicaria numa queda ainda mais acentuada do PIB (-7.3%)”. A trajetória da inflação de 2002 levou, no final do ano, à adoção de metas ajustadas de 8,5% para 2003 e 4,5% para 2004, para dar maior flexibilidade à política monetária.

Porém, o caráter exógeno desses choques e sua magnitude não foram inteiramente levados em conta na definição, em janeiro de 2003, das novas metas ajustadas de inflação,

¹⁶ Isto foi particularmente claro em 2002 quando o risco país do Brasil atingiu 2400 pontos e as projeções para a taxa de câmbio futura eram catastróficas.

que para 2003 foram fixadas em 8,5%, quando o IPCA acumulado de 2002 tinha alcançado 12,5%! Essa opção feita sob o novo governo, constituiu um erro de gestão interno ao regime de metas e levou à política monetária extremamente rígida que se seguiu, provocando uma acentuada contração da atividade econômica. Segundo Bevilaqua et alii¹⁷ (2007), dado o histórico de alta inflação e indexação no Brasil, nesse episódio as autoridades monetárias preferiram "naturalmente, evitar um processo de desinflação muito gradual, mesmo se esse fosse desejável do ponto de vista de minimização da volatilidade do PIB (..) questões de credibilidade também argüiam por uma desinflação rápida em lugar de uma mais lenta". Eles afirmam igualmente que: "um forte sinal que o governo apoiava a estratégia de desinflação foi dado em junho (2003), quando estipulou¹⁸ a meta de 2004 em 5,5%(..) e a de 2005 em 4,5%, ambas com uma margem de tolerância de 2,5%".

O segundo episódio teve lugar em 2004, quando o Copom decidiu instaurar um "processo" de elevação da taxa básica de juros para, novamente, "desinflacionar a economia". A partir de julho de 2004, as atas do Copom passaram a prenunciar nova rodada de elevação das taxas de juros decorrente "da deterioração das expectativas de inflação, do hiato decrescente de produto e do risco de transmissão da alta dos preços industriais no atacado sobre os preços no varejo". Ademais, a ata da reunião de julho de 2004 aponta "o risco em elevação de que a inflação continue se afastando da trajetória das metas.. em um ambiente capaz de acomodar recomposições de margem de lucro, inclusive as requeridas por reajustes salariais que tendam a elevar o rendimento real médio entre dissídios".

Neste caso, houve um claro erro de diagnóstico do caráter da elevação dos preços no contexto de uma meta extremamente ambiciosa. A inflação daquele período tinha pouco a ver com pressões de demanda, sendo, sobretudo decorrente de choques de oferta, como a alta dos preços internacionais das *commodities* que fazem parte da pauta comercial externa e do impacto nos preços das mudanças introduzidas na Cofins. Não reconhecer o impacto de tais choques, salvo quando eles são inegáveis como em 2002, e buscar uma rápida desinflação que traga o índice de inflação de volta para a meta configura uma gestão do regime de metas extremamente rígida. Configura, sobretudo, uma gestão pouco disposta a levar em conta os custos macroeconômicos das decisões de política monetária, como a redução da atividade econômica, o impacto na dívida pública e a apreciação da taxa de câmbio.

¹⁷ Afonso Bevilaqua foi diretor de Política monetária do BCB no primeiro mandato do governo Lula. Foi substituído no cargo, em março de 2007, por um dos co-autores do referido texto, Mario Mesquita.

¹⁸ Como vimos, no Brasil, é o Conselho Monetário Nacional – formado pelos Ministérios da Fazenda e do Planejamento e do próprio Banco Central- que estipula a meta de inflação a ser perseguida.

BIBLIOGRAFIA

- Amato, Jeffery e Stefan Gerlach, 2001, "Inflation Targeting in Emerging Markets and Transition Economies: Lessons after a Decade," CEPR Discussion Paper No. 3074, Londres: Centre for Economic Policy Research.
- Bank for International Settlements (BIS) - - Globalisation and monetary policy in emerging markets, BIS Papers no. 23, Maio, 2005a, em <http://www.bis.org>
- Batini, N. e Laxton, D. (2006), Under What Conditions Can Inflation Targeting be Adopted? The Experience of Emerging Markets, Working Paper no 406 do Banco Central do Chile, dezembro. Disponível em <http://www.bcentral.cl>
- Bernanke, Ben e Mishkin, Frederic S: Inflation Targeting: a New Framework to Monetary Policy, NBER, WP. 5893, 1997 disponível em <http://www.nber>
- Bevilaqua, A., Mesquita, M. e Minella, A.: Brazil: taming inflation expectations, WPS 129, Banco Central do Brasil, janeiro de 2007, Disponível em: <http://www.bcb.gov.br>
- Bhundia, A: An Empirical Investigation of Exchange Rate Pass-through in South Africa, IMF Working Paper 02/165, setembro de 2002
- Bofinger, P. Risk of deflation and effectiveness of monetary policy, Briefing paper for the Committee on Economic and Monetary Affairs of the European Parliament, agosto de 2003, disponível em:
<http://www.europarl.europa.eu/comparl/econ/pdf/emu/speeches/20030910/bofinger.pdf>
- Carare A. e Stone M.R (2003).- Inflation Targeting regimes, IMF Working Paper, WP/03/9, disponível em : <http://www.imf.org>
- Carare, A, e outros (2002), "Establishing Initial Conditions in Support of Inflation Targeting," IMF Working Paper 02/102 (Washington: International Monetary Fund).
- Cárdenas, A. B., Carrillo A.D. e Torres García, A. : La Importancia del "Traspaso" del Tipo de Cambio a los Precios, Documento de Investigación No. 2003-02, Janeiro de 2003,
- Carneiro, R. M. *Globalização e inconvertibilidade monetária*. Campinas: IE/UNICAMP, abr. 2006 (Texto para Discussão n. 120).

- Chiquiar, D. e Noriega, A. E. : A Time Series Approach to Test a Change in Inflation Persistence: The Mexican Experience, Working Papers No. 2007-01, Banco de México, Janeiro de 2007,
http://www.banxico.org.mx/publicaciones/JSP/docinvestigacion_autor.jsp#
- Choudhri, E.U. e Hakura, D.S., 2001: Exchange Rate Pass-through to Domestic Prices: Does the Inflationary Environment Matter? IMF Working Paper, WP/01/194, dezembro
- Debelle, Guy, 2001, "The Case for Inflation Targeting in East Asian Countries," texto apresentado na Conferência do Reserve Bank of Australia sobre as Futuras Direções da Política Monetária no Leste asiático (Julho).
- Eichengreen, B., et alii, 1999, "Transition Strategies and Nominal Anchors on the Road to Greater Exchange-Rate Flexibility," in *Essays in International Finance*, Vol. 213. (Princeton, New Jersey: International Finance Section, Department of Economics, Princeton University).
- FMI (2006) *Inflation Targeting and the IMF- Prepared by Monetary and Financial Systems Department, Policy and Development Review*, disponível em : <http://www.imf.org>
- Fraga, Arminio, Goldfajn, Ilan, Minella, André. Inflation targeting in emerging market economies. Jun. 2003. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br>
- Frankel, J.A.; Parsley, D.C. e Wei, S.J.; 2005. "Slow Passthrough Around the World: A New Import for Developing Countries?," NBER Working Papers 11199, National Bureau of Economic Research, Inc.
- García, C.J. e Restrepo, J.E. (2001): Price inflation and Exchange Rate Pass-Through in Chile: Banco Central do Chile, Working Paper N° 128, novembro
- Goldfajn, I. e Werlang, S., 2000, "The Pass-Through from Depreciation to Inflation: A Panel Study," Departamento de Economia, PUC-Rio, Texto Para Discussão No. 424.
- Goldstein, Morris.(2002). *Managed Floating Plus*. Washington, DC: Institute for International Economics.
- Hawkins, John: Globalisation and monetary operations in emerging economies, em *Globalisation and monetary policy in emerging markets*, BIS Papers no. 23, <http://www.bis.org>, - maio de 2005
- Ho e McCauley: "Living with flexible exchange rates: issues and recent experience in inflation targeting emerging markets economies" BIS Working Papers, fev. 2003 em www.bis.org.

- Ito, T. e Sato, K: Exchange Rate Changes and Inflation in Post-Crisis Asian Economies: VAR Analysis of the Exchange Rate Pass-Through, NBER Working Paper No. 12395, Julho 2006
- Kara, H., Küçük Tuğer, H., Özlale, Ü., Tuğer, B., Yavuz, D. and Yücel E. M. (2005) Exchange rate pass-through in Turkey: Has it changed and to what extent?, Research Department Working Paper, No: 05/04, Central Bank of Turkey.
- Labastida, A.C., Pass -Through del Tipo de Cambio y del Salario: Teoria y Evidencia para la Industria Manufacturera en México, BANCO DE MÉXICO, Setembro de 1998, Documento de Investigación No. 9803, http://www.banxico.org.mx/publicaciones/JSP/docinvestigacion_autor.jsp#
- Lavoie, M.: A Post- Keynesian Amendment to the New Consensus on Monetary Policy, *Metroeconomica* 57 (2), 165-192. Maio de 2006
- Leigh, D. e Rossi, M. Exchange Rate Pass-through in Turkey, IMF Working Paper no. WP 02/204, novembro de 2002
- Lima, G. T. e Setterfield, M.: Inflation Targeting and Macroeconomic Stability in a Post Keynesian Economy 2006
- Lougani, P. e P. Swagel (2001): "Sources of Inflation in Developing Countries", IMF Working Paper, No: WP/01/198.
- Massad, C.: Políticas del Banco Central de Chile: 1997-2003, Banco Central de Chile. Disponível em: <http://bcentral.cl>,
- Mishkin, Frederic e Klaus Schmidt-Hebbel, 2005, "Does Inflation Targeting Make a Difference?" texto preparado para a Nona Conferência Anual do Banco Central do Chile "Monetary Policy Under Inflation Targeting," Santiago, Chile, October 20 and 21, 2005.
- Modenesi, André de Mello, Regimes Monetários, Manole Ed. 2005, p.166
- Mohanty, M.S. e Klau, M: What determines inflation in emerging market economies?, BIS Papers No 8, 2001
- Mohanty, M.S. e Scatigna, M.: Has globalisation reduced monetary policy independence? Em "Globalisation and monetary policy in emerging markets", BIS Papers no. 23, em <http://www.bis.org>, maio 2005
- Truman, Edwin M (2002) - Inflation Targeting from a Global Perspective, apresentado no seminário do Banco Central do Brasil, Rio de Janeiro 17 de Maio. Disponível em <http://www.bcb.gov.br>.

- Truman, Edwin M. (2003) - *Inflation Targeting in the World Economy*, Washington, Institute for International Economics.
- Walsh, C.E. (2002) Teaching Inflation Targeting: An analysis for intermediate macro, *Journal of Economic Education* no. 33(4).
- Woodford, M. (2001a), "The Taylor Rule and Optimal Monetary Policy," *American Economic Review* 91, 232-237.
- Woodford, M. (2001b). "Imperfect Common Knowledge and the Effects of Monetary Policy," NBER Working Papers 8673.