

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

**O PAPEL DA POLÍTICA FISCAL
NOS PAÍSES COM METAS DE INFLAÇÃO NA AMÉRICA LATINA**

Luiz Felipe Leone Piani

Matrícula: 0813484

Gino Olivares

Orientador

Rio de Janeiro

Dezembro, 2011

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

**O PAPEL DA POLÍTICA FISCAL
NOS PAÍSES COM METAS DE INFLAÇÃO NA AMÉRICA LATINA**

Luiz Felipe Leone Piani

Matrícula: 0813484

Gino Olivares

Orientador

“Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor.”

Rio de Janeiro

Dezembro, 2011

“As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor.”

Agradecimentos

À minha família que me ajudou e incentivou ao longo desse curso. Especialmente agradeço ao meu irmão Carlos Augusto que me ensinou o primeiro conceito econômico *There is no free lunch* e, à minha mãe, Anne Kathryn que sempre apoiou e acreditou em mim incondicionalmente. À minha namorada Clara Diniz, por toda paciência e compreensão extremamente necessárias para a realização deste trabalho. Ao meu orientador Gino Olivares, por ter se disponibilizado para me auxiliar durante a sua realização.

Resumo

No contexto de plano de metas de inflação podemos observar países da América Latina que alcançaram a estabilidade de preços e convergência da taxa de juros para patamares mais baixos. Chile, Colômbia, Peru são países que como o Brasil também possuem a política de metas para a inflação porém, diferentemente do Brasil, já possuem taxas de juros condizentes com as do resto do mundo. Esse fato nos leva a questionar o tipo de interação entre as políticas fiscal e monetária no passado recente desses países, ou seja, qual foi a contribuição efetiva que os governos tiveram, através do controle de seus gastos, para que se houvesse uma redução em suas taxas de juros. Essa relação entre a política monetária, através de mudanças na taxa de juros, e política fiscal, através de gastos do governo, nos países da América Latina com o plano de metas de inflação, será o objeto principal de análise do trabalho.

Palavras-chave: Política fiscal, Metas para inflação na América Latina

Sumário

1. Introdução	8
2. Estabilidade de Preços: Sistema de Metas para a Inflação e Política Fiscal	10
3. Brasil	
3.1. Plano de metas para inflação no Brasil	13
3.2. Desempenho econômico: inflação, juros e gastos do governo	16
4. Países da América Latina com Plano de Metas para Inflação	23
4.1. Chile	
4.1.1. Plano de metas para inflação no Chile	23
4.1.2. Desempenho econômico: inflação, juros e gastos do governo	25
4.2. Colômbia	
4.2.1. Plano de metas para inflação no Colômbia	27
4.2.2. Desempenho econômico: inflação, juros e gastos do governo	28
4.3. Peru	
4.3.1. Plano de metas para inflação no Peru	30
4.3.2. Desempenho econômico: inflação, juros e gastos do governo	30
5. Análise conjunta dos indicadores econômicos: política fiscal, inflação e juros	33
5.1. Colômbia	34
5.2. Chile	35
5.3. Peru	37
5.4. Brasil	38
5.5. Conclusão	40
6. Conclusão	41
7. Bibliografia	43

Lista de Gráficos

Gráfico 1- IPCA (Ano %)	16
Gráfico 2- IPCA (12 meses %)	18
Gráfico 3- SELIC Meta (%)	19
Gráfico 4- Resultado Primário 12m Brasil (% PIB)	21
Gráfico 5- IPC Chile (%)	24
Gráfico 6- IPC Anual Chile (%)	25
Gráfico 7- Taxa de Juros Chile – TPM (%)	25
Gráfico 8- Resultado Primário Chile (% PIB)	26
Gráfico 9- IPC Anual Colômbia (%)	28
Gráfico 10- Resultado Primário Colômbia (% PIB)	29
Gráfico 11- Taxa de Juros Colômbia (%)	29
Gráfico 12- IPC Anual Peru (%)	31
Gráfico 13- Taxa de Juros Peru (%)	31
Gráfico 14- Resultado Primário Peru (% PIB)	32
Gráfico 15- Juros Colômbia (%)	34
Gráfico 16- Inflação 12m Colômbia (%)	34
Gráfico 17- Resultado Primário 12m Colômbia (% PIB)	34
Gráfico 18- Resultado Nominal 12m Colômbia (% PIB)	35
Gráfico 19- Dívida Líquida / PIB – Colômbia (%)	35
Gráfico 20- Juros Chile (%)	36
Gráfico 21- Inflação 12m Chile (%)	36
Gráfico 22- Resultado Primário 12m Chile (% PIB)	36
Gráfico 23- Resultado Nominal 12m Chile (% PIB)	36
Gráfico 24- Dívida Líquida / PIB – Chile (%)	36
Gráfico 25- Juros Peru (%)	37
Gráfico 26- Inflação 12m Peru (%)	37
Gráfico 27- Resultado Primário 12m Peru (% PIB)	37
Gráfico 28- Resultado Nominal 12m Peru (% PIB)	38
Gráfico 29- Dívida Líquida / PIB – Peru (%)	38
Gráfico 30- Juros Brasil (%)	39
Gráfico 31- Inflação 12m Brasil (%)	39
Gráfico 32- Resultado Primário 12m Brasil (% PIB)	39
Gráfico 33- Resultado Nominal 12m Brasil (% PIB)	39
Gráfico 34- Dívida Líquida / PIB – Brasil (%)	39

1. Introdução

O Banco Central (BC) brasileiro a partir do ano de 2000 passou a ter como diretriz de política monetária o regime de metas de inflação. Regime em que o BC ancora as expectativas de inflação em um dado patamar e exerce a política monetária, com credibilidade, de maneira a fazer com que o nível de preços convirja para o alvo desejado. Foi esse plano que livrou “permanentemente”, tanto o Brasil quanto os outros países do pesadelo da alta volatilidade de preços.

Dentro da vasta estrutura de políticas que caracteriza o plano de metas, está a necessidade de um forte alinhamento entre políticas fiscal e monetária. No caso de descompasso entre tais políticas, o esforço feito para que a inflação convirja para a meta pode ser tão danoso à economia que tornaria a convergência inviável. Sendo assim, para a redução da taxa básica de juros em um país como o Brasil, comprometido com o regime de metas, sem colocar em risco a estabilidade de preços, é suposto que haja uma grande cooperação da política fiscal do governo.

Em um contexto de plano de metas de inflação podemos observar outros países da América Latina que alcançaram esse objetivo. Chile, Colômbia, e Peru são países que, como o Brasil, também possuem a política de metas para a inflação, porém, já possuem taxas de juros condizentes com as do resto do mundo. Esse fato nos leva a questionar o tipo de interação entre as políticas fiscal e monetária no passado recente desses países, ou seja, qual foi a contribuição efetiva que os governos tiveram, através do controle de seus gastos para que se houvesse uma redução em suas taxas de juros.

Dentro desse escopo, o trabalho se propõe a analisar a história econômica recente - características específicas do plano de metas e séries históricas de dados econômicos de quatro países da América Latina que possuem metas de inflação: Peru, Chile, Colômbia e Brasil, a fim de entender como a postura fiscal desses países influenciou e ainda influencia o processo de cortes na taxa de juros. Sendo assim, investigarei como a política fiscal contribui para o sucesso do regime de metas e flexibilidade da política monetária nesses países.

O trabalho se divide em quatro partes, a seção 2 faz uma breve introdução sobre o Sistema de metas para inflação e sua relação com a política fiscal. Nas seções 3 e 4 serão apresentadas características do sistema de metas para inflação e história econômica recente, tendo enfoque na evolução da taxa de inflação, juros e gastos do governo, do Brasil (parte 3) e do Chile, Colômbia e Peru (parte 4). Na seção 5 será feita uma análise gráfica de series temporais para a interpretação de possíveis tendências e relações entre gastos do governo, juros e inflação. A sexta seção conclui.

2. Estabilidade de preços: Sistema de metas para inflação e política fiscal

Nesta seção será apresentada uma breve introdução sobre o Sistema de metas para inflação e sua relação com a política fiscal, considerando as colocações do economista Frederic Mishkin.

Muitos países, desde a década de 1990, têm adotado as metas para inflação como sua estratégia de política monetária para atingir a estabilidade de preços. Na América Latina Chile (1991), Peru (1994), México (1999), Brasil (1999) e Bolívia (1999) passaram a ter o sistema de metas para inflação como suas diretrizes de política monetária. Em todos esses países o sistema foi implementado para que se pudesse reduzir e estabilizar o nível de preços de maneira a gerar o menor custo possível de produto e emprego, e assim, apesar de terem características institucionais diferentes, em todos os lugares em que é vigente o sistema, existe a mesma estrutura geral e a mesma racionalidade de funcionamento (MISHKIN, 2007).

O sistema de metas para inflação envolve diversos elementos em sua estrutura: o anúncio público de uma meta explícita - numérica - para a inflação no médio-longo prazo; um comprometimento institucional com a estabilidade de preços, sendo o principal objetivo de longo prazo da política monetária e comprometimento para atingir esse objetivo; um modelo mais abrangente usado nas decisões de política monetária; maior transparência da política monetária através de maior comunicação com o público e com o mercado e o aumento da responsabilidade do Banco Central.

O papel das expectativas é crucial em um processo de desinflação, pois em um cenário com inflação alta e crescente a forma em que os empregados e firmas reveem os salários e preços é alterada. Com uma expectativa de que no período seguinte os preços serão mais altos do que no período anterior, no momento da revisão de preços, essa esperança de aumento será embutida no preço atual e dará continuidade ao ciclo crescente dos preços.

Com a compreensão das expectativas, pode ser melhor entendido o modo de atuação do plano de metas para inflação. Com a definição de uma meta explícita para a inflação no médio prazo é possível ancorar as expectativas de inflação do mercado - firmas e trabalhadores -, assim ao invés de ajustar os preços com expectativas crescentes eles serão ajustados pela nova meta fazendo assim que a inflação convirja para a meta. A questão principal é como fazer com que o mercado acredite realmente que a meta será cumprida. Nesse ponto é ressaltada a importância de todo o arcabouço

estrutural que está por trás de uma simples meta, todas as demais características do sistema de metas tem como objetivo dar credibilidade e autonomia ao Banco Central.

Para que a meta seja crível é preciso, primeiramente, que o Banco Central tenha autonomia institucional, preferivelmente embasada em lei, para perseguir a meta. Isso se traduz em independência na utilização de seus instrumentos de política monetária e de decisões, ou seja, discricionariedade para tomar as atitudes necessárias para que a taxa de inflação convirja para a meta. É importante ressaltar que tal discricionariedade do Banco Central deve ser direcionada, de forma mais relevante, ao que tange o cumprimento da meta e deve ser limitada pelo governo para que não se fuja desse objetivo.

Segundo, é preciso que as atitudes do Banco Central sejam transparentes e comunicadas para o mercado, através de divulgações de atas de reuniões, relatórios e esclarecimentos quanto aos métodos utilizados. Com isso fica claro para o público o que está sendo feito para se atingir a meta.

Em terceiro lugar, o Banco Central deve ter a responsabilidade de cumprir as metas pré-estabelecidas sendo seus integrantes obrigados a prestar contas e sujeitos a dar explicações e a punições caso as metas não sejam cumpridas. Assim é garantido o comprometimento do Banco Central com a estabilidade de preços que conciliado à meta explícita evita a tentação da inconsistência dinâmica.

Todos esses elementos da estrutura do plano de metas para inflação fazem que o Banco Central angarie credibilidade perante o mercado e com isso se torna mais fácil e menos danoso para economia reduzir e estabilizar a taxa de inflação (MISHKIN, 2007).

Contudo, a estabilidade de preços não depende única e exclusivamente da atuação da política monetária, essa, através principalmente pela determinação da taxa de juros é apenas um dos componentes da demanda agregada. Política fiscal, consumo, taxa de câmbio são outros fatores “endógenos” que tem grande importância para o sucesso do controle inflacionário.

Dessa forma, seguindo o escopo do trabalho, temos que política fiscal deve ser alinhada com a política monetária. Pois para a estabilidade de preços regimentada pelo Sistema de metas para inflação deve haver um equilíbrio entre a política monetária e fiscal tal que, tudo mais constante, um excesso de gastos do governo não coloque em risco o cumprimento da meta. Em um cenário, por exemplo, em que tanto a inflação real e a esperada estão no centro da meta, uma política fiscal

expansionista “irresponsável” – pois não era esperada nem foi alinhada com a política monetária – fará com que haja um aumento na demanda agregada e subsequentemente uma pressão inflacionária – na qual a amplitude dependerá do hiato do produto. Para que essa pressão não desalinde a expectativa de inflação, ou seja, não desfaça o objetivo do plano de metas para inflação o Banco central deverá fazer um ajuste na política monetária para acomodar o maior déficit fiscal. Tal ajuste é feito usualmente através de incrementos na taxa de juros, para que assim a inflação permaneça na meta.

Dessa forma, com o comprometimento ao plano de metas para a inflação, uma política monetária equilibrada com a política fiscal tornaria mais fácil o processo de estabilização da taxa de inflação e consequentemente o processo de redução da taxa de juros.

3. Brasil

Nesta seção abordarei baseando-me em diversos autores abaixo citados, na primeira parte, as características do Sistema de metas para inflação brasileiro, e na segunda parte, a história econômica recente do Brasil tendo enfoque na evolução da taxa de inflação, juros e gastos do governo.

3.1. Plano de metas para inflação no Brasil

No Brasil, o problema do descontrole do nível de preços, após várias tentativas mal sucedidas, foi solucionado no ano de 1994 com a criação do Plano Real no qual em um período de um mês fez com que a inflação caísse de 47,43% a.m. para 6,84% a.m.. Apesar de o Plano Real ter tirado o país desse “pesadelo” que era a inflação alta, ele não foi a solução final para o problema no Brasil. Aproximadamente 5 anos após a implementação do Plano Real - dado o cenário macroeconômico externo em crise com a moratória Russa em 1998 – o Real sofreu um ataque especulativo e as autoridades monetárias não conseguiram manter a taxa da câmbio fixa, dessa forma a taxa de câmbio a partir desse momento se tornou flutuante, ou seja determinada pelo mercado (GIAMBIAGI, 2004).

Em um momento em que a conjuntura global era adversa, a política fiscal brasileira era frágil e o câmbio passou a ser flutuante, as expectativas de inflação se desancoraram. Anteriormente o câmbio fixo tinha o papel de âncora para as expectativas de inflação, entretanto nesse novo contexto o país se encontrava em uma situação em que as expectativas de inflação estavam desancoradas e então sob o risco de perder o controle dessas expectativas e retornar assim aos maus períodos de descontrole inflacionário. Foi então que decidiu-se adotar o sistema de metas para a inflação, onde seriam definidas metas e elas seriam seguidas com comprometimento do governo e do Banco Central. Com esse novo sistema, o Banco Central obteve êxito ao ancorar as expectativas de inflação e passou a acumular uma credibilidade fundamental que é decisiva até os dias de hoje no que diz respeito as decisões de política monetária.

Desde o ano 2000 o sistema de metas para inflação tem conseguido, exceto nos anos de 2001 a 2003, “domar” as expectativas e assim trazer a taxa de inflação a patamares mais baixos. A estrutura do sistema concedeu ao Banco Central brasileiro a credibilidade e autonomia para estabilizar de forma

permanente o nível de preços no Brasil. Dessa forma pode ser visto que o Brasil, com o sistema de metas para a inflação, conseguiu superar de uma vez por todas o seu trauma inflacionário ganhando assim os variados benefícios que a estabilidade de preços pode trazer (BELIVAQUA, MESQUITA e MINELA, 2007).

Dentro do cenário macroeconômico descrito acima, o Brasil entrou no regime de metas para inflação com o objetivo de ancorar as expectativas de inflação tentando assim acabar de uma vez por todas com o temor de descontrole inflacionário no país.

No mês de junho de 1999 o Brasil, através de um decreto assinado pelo Presidente da República, adotou oficialmente como política monetária as metas para inflação. Nesse documento é estabelecida a estrutura principal do regime, como: qual índice de inflação que será perseguido, aponta quem definirá as metas, qual o horizonte de tempo em que elas serão definidas, dá autonomia para o Banco Central persegui-lo, assim como traz a regra de cumprimento do regime, procedimentos caso a meta não seja cumprida e exige a divulgação de um relatório trimestral (BOGDANSKI, 2000).

No decreto é dito: “As metas são representadas por variações anuais de um índice de preços de ampla divulgação”, nesse caso o CMN, – Conselho Monetário Nacional – mediante proposta do Ministro do Estado da Fazenda, definiu o IPCA – Índice de Preços ao Consumidor Amplo divulgado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística, IBGE – como o índice de inflação que seria usado como a meta. O IPCA mede a variação do custo da cesta de bens de consumo representativa da população em 12 regiões metropolitanas do país com renda até 40 salários mínimos (DECRETO PRESIDENCIAL NO 3.008, 1999).

Tanto as metas quanto os seus respectivos intervalos de tolerância são definidas pelo CMN, mediante proposta do Ministro do Estado da Fazenda. Desde 2005 a meta tem sido determinada em 4,5% ao ano e a banda de tolerância, desde o início do regime, é de 2 pontos percentuais para cima ou para baixo da meta. É determinado também que deve ser definida a meta em um período de dois anos a partir do ano atual.

Através do decreto é dado ao Banco Central do Brasil a autonomia e a responsabilidade para atingir a meta. “Ao Banco Central do Brasil compete executar as políticas necessárias para o cumprimento das metas fixadas”. Assim é garantida a independência de instrumentos de política monetária - o que

é fundamental no regime de metas – pois, é excluída a chance de pressões políticas e demonstra que o comprometimento exclusivo é com as metas (BOGDANSKI, 2000).

A meta para o ano de 2011, por exemplo, será cumprida se o índice de inflação IPCA medido de janeiro a dezembro desse ano estiver dentro da banda de tolerância da meta, que é a meta $\pm 2pp$. Caso a meta não seja cumprida o presidente do Banco Central do Brasil divulgará publicamente, por meio de uma carta aberta ao Ministro do Estado da Fazenda, as razões do descumprimento. A carta deverá conter: (1) uma descrição detalhada das causas do descumprimento, (2) providências para assegurar o retorno da inflação aos limites estabelecidos e (3) o prazo no qual se espera que as providências produzam efeito.

O Banco Central do Brasil é obrigado a divulgar até o último dia do final de cada semestre, o Relatório de Inflação abordando o desempenho do regime de metas para inflação, os resultados das decisões passadas de política monetária e o cenário inflacionário no médio e longo prazo.

Dado o arcabouço institucional do regime de metas no Brasil, é necessário agora apresentar os seus aspectos operacionais. Em outras palavras, como o Banco Central brasileiro toma efetivamente suas decisões para se cumprir a meta estabelecida.

O instrumento de política monetária escolhido pelo Banco Central para se atingir a meta de inflação é a taxa básica de juros - SELIC. O BC através de operações de mercado aberto consegue definir a taxa de juros de curto prazo que “rege” a economia, assim ele consegue, de certa forma, controlar toda a curva da estrutura a termo da taxa de juros. Com o poder de definir o volume de moeda que circula na economia ele consegue consequentemente determinar a inflação.

O COPOM - Comitê de Política monetária - tem como objetivo implementar a política monetária, ou seja, entre outras atribuições ele define a meta da taxa SELIC. Em reuniões a cada seis semanas o COPOM decide o que será feito com a taxa de juros, mantida, elevada ou baixada. São membros do comitê: o presidente e alguns diretores de setores específicos do Banco Central e alguns conselheiros do BC. Logo após cada reunião é divulgada a Ata do COPOM, que descreve os fatores condicionantes da decisão sobre a taxa de juros. A Ata do COPOM é mais um dos meios pelo qual o BC demonstra transparência ao mercado.

O COPOM toma suas decisões embasado no cenário macroeconômico, em modelos de projeção de inflação e nas expectativas de inflação. Quando o conjunto desses dados é analisado o comitê discute e julga qual será a melhor política monetária a ser tomada, a decisão final é feita através de voto (DECRETO PRESIDENCIAL NO 3.008, 1999).

As expectativas de inflação, como mencionadas diversas vezes, são de imensa importância para a decisão de política monetária. O Banco Central do Brasil realiza regularmente pesquisas de expectativas do mercado, e as divulga no relatório FOCUS. Assim é possível saber quais foram as melhores previsões, além é claro, qual é a expectativa geral do mercado. Com esse mecanismo o BC consegue importantes dados para ser input de seus modelos e também aumentar a difusão da informação pelo mercado (FRAGA, 2009).

Resumindo, a operação do Banco Central se dá pelo seguinte processo. O CMN define a meta para inflação; o Banco Central, através do COPOM, define a política monetária de acordo com a meta e de acordo com as expectativas do mercado e calibra a política monetária para que ela e a meta estejam sempre ajustadas no médio prazo. Com credibilidade esse processo se torna mais fácil e menos doloroso para economia (BOGDANSKI, 2000).

3.2. Desempenho Econômico: Inflação, Juros e Gastos do Governo

Desde a segunda metade do século XX o Brasil tem entre seus principais problemas econômicos a alta taxa de inflação. A partir da década de 1980 esse problema piorou gravemente tendo o nível de preços chegado a patamares nunca antes atingidos na história do país, por exemplo, a inflação atingiu seu pico no ano de 1993 e foi de 2477,1% (Gráfico 1). Após diversas tentativas frustradas, de planos econômicos criados para solucionar o problema, em 1994 o plano Real entrou em vigor e, com a ajuda de uma política de austeridade monetária, conseguiu derrotar a inflação (GIANBIAGI, 2004).

IPCA (ano %)

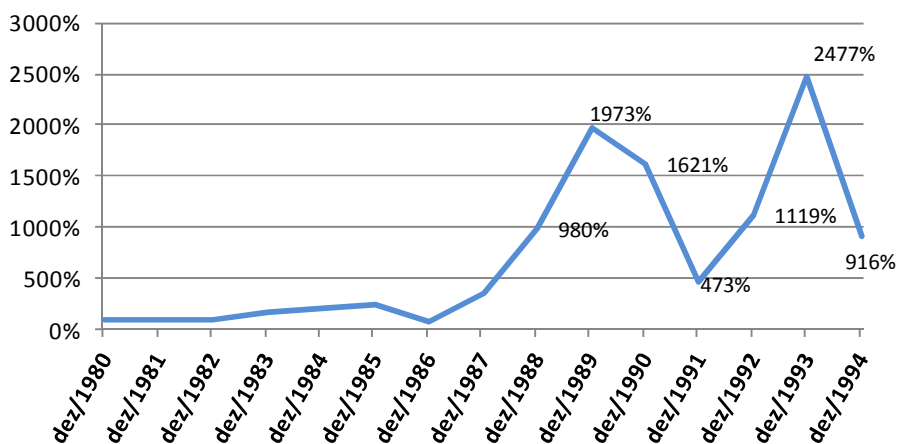


Gráfico 1

Desde então a inflação vinha em uma trajetória decrescente até que, no final da década, o mundo entrou em um período economicamente conturbado, com as crises da Ásia e a da dívida na Rússia, deixando o Brasil em situação delicada. O país no momento se encontrava com uma dívida externa alta e a moratória russa gerou uma crise de confiança que desencadeou em um ataque especulativo sobre o real. Com o regime de câmbio fixo sendo ameaçado, o governo tentou preservá-lo com aumento na taxa de juros, porém, devido aos ataques em 1999, o governo foi obrigado a deixar o real se desvalorizar.

Na ausência de uma política monetária bem definida a taxa de câmbio estava se desvalorizando a passos largos. Desde a abertura do câmbio, em 45 dias o real se desvalorizou 70%, enquanto a inflação se encontrava em trajetória crescente. Em março de 1999 uma nova diretoria do Banco Central assumiu o cargo, sua primeira atitude foi aumentar a taxa de juros e a segunda foi propor o sistema de metas para inflação como o novo guia para política monetária no Brasil. Com o câmbio flutuante as expectativas de inflação se desancoraram e foi neste contexto que a idéia de adotar o sistema de metas para inflação veio à tona (GIANBIAGI, 2004).

Com a necessidade real de uma âncora nominal para controlar as expectativas do mercado, a sugestão do plano de metas para inflação se adequava perfeitamente a essa necessidade. Em 1º de Julho de 1999 o Brasil, através de um decreto emitido pelo presidente, adotou formalmente o sistema de metas para inflação como sua política monetária (FRAGA, 2009).

Nos anos de 1999 e 2000 o governo, através do tripé de políticas cambial, monetária e fiscal, conseguiu superar os momentos difíceis que precederam a época. Em um ambiente econômico mais tranqüilo as expectativas de inflação foram perfeitamente ancoradas, fazendo assim com que a política monetária fizesse a inflação convergir para a meta. Em 2000, por exemplo, a inflação ficou exatamente na meta como pode ser visto no gráfico 2. Dado esse cenário, se deu o início de uma redução na taxa de juros que, em dois anos, caiu de 45% para 15,75%, (GIANBIAGI, 2004)

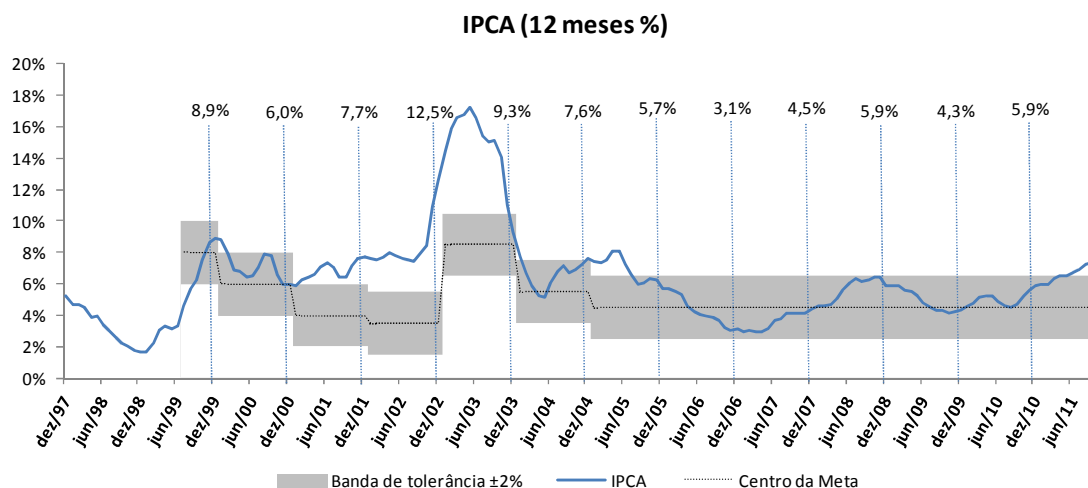


Gráfico 2

Já em 2001 o panorama tanto externo quanto interno se alterou. No âmbito externo estava ocorrendo uma desaceleração da economia mundial, os ataques terroristas nos Estados Unidos e o contágio da crise argentina desencadearam uma forte desvalorização do real. Tal depreciação pressionou significativamente os preços internos. Na parte interna ocorreu a crise energética que, com o aumento das tarifas, também teve grande contribuição para o aumento dos preços através dos preços administrados (FRAGA, 2002).

No ano de 2001 a política monetária não foi capaz de fazer com que a inflação convergisse para a meta. O presidente do Banco Central então, como manda a lei, foi obrigado a escrever uma carta aberta para o ministro da fazenda. Na carta fica claro que com o surgimento de duas adversidades, tanto interna quanto externa, não foi possível alinhar a inflação observada com a meta para o ano de 2001. Caso o BC tentasse cumprir tal tarefa o aperto monetário mais rígido teria que ser de tal grandeza que seria muito oneroso para a economia brasileira. Entretanto, os consecutivos aumentos na taxa de juros que ocorreram em 2001 tiveram a função de recolocar as expectativas do ano de 2002 junto à meta.

No início de 2002 a conjuntura econômica do Brasil estava mais favorável, com um câmbio estabilizado, por volta de R\$2,40, e com a inflação mostrando sinais arrefecimento. Baseado nessa conjuntura o COPOM decidiu fazer dois cortes na taxa de juros, que chegaram ao patamar de 18% a.a. ao final de 2002 (gráfico abaixo). (MEIRELLES, 2004)

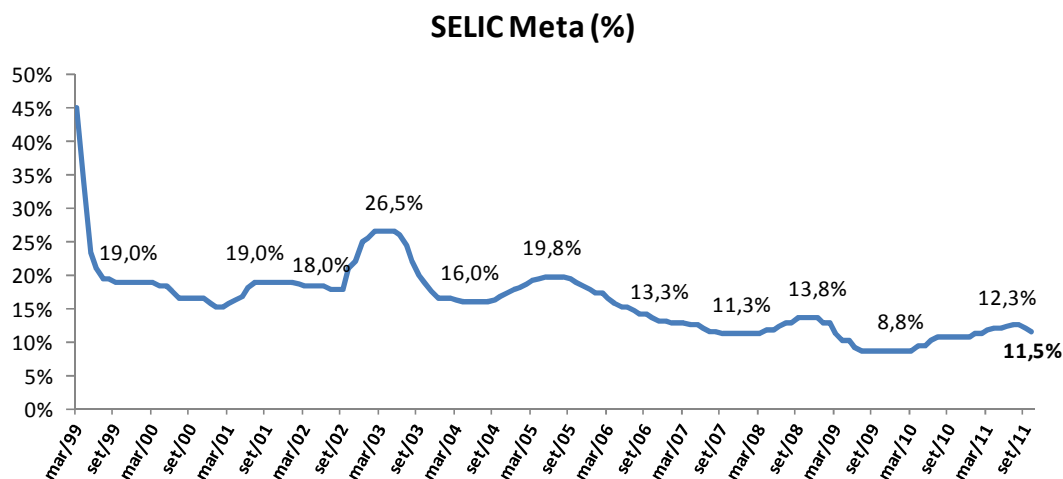


Gráfico 3

Entretanto, no final do terceiro trimestre esse quadro se reverteu rapidamente. O Brasil, devido a um cenário internacional de aversão ao risco, e, em período de campanhas presidenciais, sofreu severamente uma crise de confiança. As pesquisas para presidente apontavam a vitória de Lula - Luiz Inácio Lula da Silva, que em outras candidaturas tinha um discurso extremista de esquerda pregando, dentre outros absurdos, a moratória da dívida externa. Tal crise resultou em fluxo excessivo de retirada de capitais estrangeiros, o que consequentemente resultou em uma grande depreciação cambial. O câmbio aumentou de um valor médio de R\$2,55 no quarto trimestre de 2001 para R\$3,67 no quarto trimestre de 2002, representando uma depreciação de aproximadamente 44% (MEIRELLES, 2003).

Com o repentino desvio para cima das expectativas do mercado o COPOM, em sua primeira reunião extraordinária, decidiu aumentar a taxa de juros em 3%p.p. No final do ano a taxa de juros já tinha sido elevada para 25%a.a, mesmo com o forte aperto monetário não foi possível segurar a pressão inflacionária. A forte depreciação cambial acrescida de um crescimento acentuado nos preços administrados, dando destaque ao gás de botijão, álcool e energia elétrica, e do aumento das expectativas de inflação tanto para 2002 quanto para 2003, resultaram em um não cumprimento da meta.

Com a inflação efetiva excessivamente fora da meta no ano de 2002, 9pp acima da meta, o Banco Central teve um árduo trabalho em 2003 para retomar o controle das expectativas de inflação e assim da inflação. Neste ano a meta também não foi cumprida. A maior parte da inflação de 2003 veio no início do ano, decorrente da inflação gerada no final de 2002 – inércia inflacionária. O Banco Central estava ciente do descumprimento da meta, pois sabia que a grande inércia inflacionária vinda do ano anterior faria com que um ajuste no curto prazo fosse muito custoso para a economia brasileira. Dessa forma, a providência tomada pelo Banco Central para assegurar o retorno aos limites estabelecidos e convergência da inflação para às metas, foi o uso de uma meta ajustada – 8,5%. A decisão do Banco Central foi a de evitar custos desnecessários para a economia diluindo a convergência para a meta em um período mais longo. Em 2003 seria “aceita” uma trajetória de convergência da inflação passando pela meta ajustada mas em 2004 que deveria convergir para a meta pré-estabelecida - 5,5%. O papel das expectativas foi essencial nesse processo, pois quanto mais em linha com a meta elas tivessem menos doloroso - economicamente - e mais fácil seria o processo de desinflação. É importante ressaltar o comprometimento da política fiscal com o regime de metas através de superávits primários compatíveis com a sustentabilidade da dívida pública. Tal comprometimento explícito deu início a reversão do quadro de crise de confiança que havia se instalado anteriormente e, a partir do terceiro trimestre, a economia já dava sinais que estava se recuperando (MEIRELLES, 2004).

Em 2004, as políticas monetária e fiscal, elevando a taxa de juros e o superávit primário para 3,6% do PIB, gráfico 4, efetuadas de frente ao cenário da crise de confiança se mostraram eficientes no que diz ao respeito da convergência para a meta de inflação. Nesse ano, assim como em todos os anos subsequentes, a meta para inflação foi cumprida. Apesar de pressões inflacionárias geradas pela depreciação cambial ou outros fatores como pela redução do hiato do produto – com o crescimento econômico, o Banco Central sempre demonstrando seu comprometimento com o plano de metas respondeu a todas essas pressões quando elas se refletiam em expectativas inflacionárias, através de seu instrumento de política monetária que é a taxa de juros. Como pode ser visto no Gráfico 2, a taxa de inflação vem caindo a partir de 2003 assim como a taxa de juros no gráfico 3, salvo nos momentos em que o Banco Central a eleva para conter as expectativas. (BELIVAQUA, MESQUITA E MINELA, 2007).

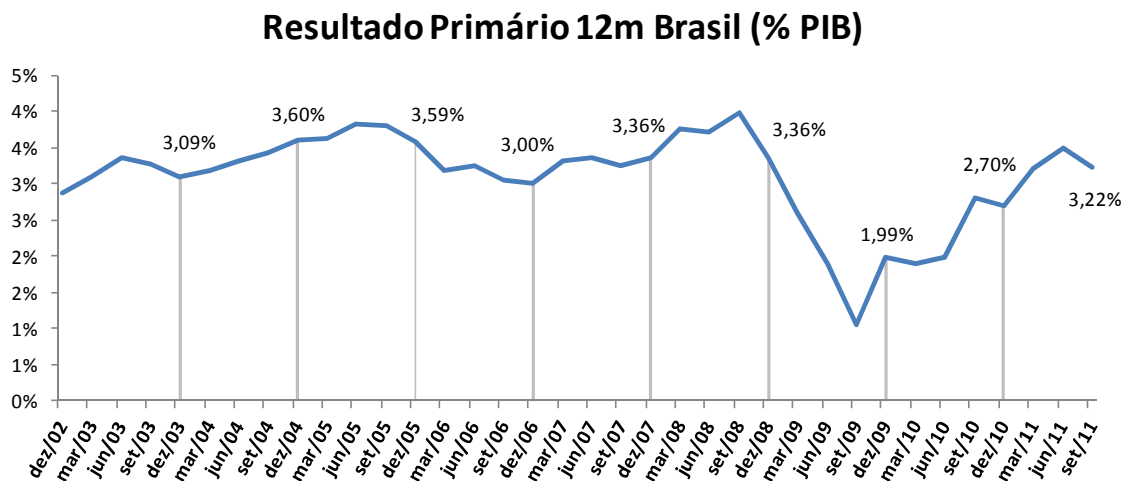


Gráfico 4

Os anos de 2005 a 2007, pode-se dizer que foi o período em que foi consolidada a estabilidade de preços. Nesse intervalo o Brasil se via com uma economia aquecida e “saudável”, com inflação e a taxa de juros atingindo níveis historicamente baixos. Em 2006, a inflação foi de 3,1% e em junho de 2007 a taxa de juros estava em 11,25%.

Até o último trimestre de 2008 a economia brasileira ainda se mostrava bastante aquecida, com forte expansão no mercado de capitais e do PIB. No entanto, tal aceleração econômica levou a um aumento da inflação e de suas expectativas em 12. Nesse contexto o Banco Central deu início a uma juste da taxa de juros para conter a deterioração das expectativas inflacionárias e dessa forma ancorá-las na meta.

No cenário exterior, o mundo no final de 2008 estava entrando em uma severa crise econômica, sem paralelos desde a crise de 1929. Ainda que não muito contaminado pela crise, o Brasil sofreu suas conseqüências. A crise financeira internacional teve suas maiores repercussões no país, através do canal de crédito, pois uma onda de incerteza “invadiu” os mercados gerando uma escassez de liquidez em todos os setores da economia. De frente a esse novo cenário adverso, o Banco Central, graças a sua credibilidade gerada pelo compromisso com o plano de metas, pode promover liquidez para o mercado - cortando taxas de juros, dentre outras, sem que seu objetivo com a convergência da inflação para meta tenha sido posto em “xeque”. No lado da política fiscal, o governo atuou aumentando seus gastos correntes. A política anticíclica fiscal em 2009 resultou em uma queda no resultado primário de 140bp (Gráfico 4).

Foi fundamental para o desempenho relativamente positivo do Brasil na crise, a possibilidade do tomador de política monetária ter podido tomar medidas anticíclicas sem que a estabilidade de preços e o desempenho econômico de longo prazo tenham sido ameaçados. Essa pode ser considerada uma das características mais importantes que o plano de metas proporciona para o *policymaker*, flexibilidade de política no curto prazo, quando há necessidade, sem que seja ameaçado o objetivo de médio e longo prazo (MESQUITA E Torós, 2010).

4. Países da América Latina com Plano de metas para inflação

Nesta seção adotarei uma abordagem mais abrangente sobre as características do Sistema de metas para inflação e a história econômica - tendo enfoque na evolução da taxa de inflação, juros e gastos do governo – de três países da América Latina que adotaram metas para inflação como diretriz de política monetária – Chile, Colômbia e Peru.

4.1. Plano de metas para inflação no Chile

Em 1990 foi colocada em prática a nova legislação do Banco Central Chileno (BCC). Essa legislação deu ao BCC independência, quanto à política fiscal e discricionariedade para adoção da política monetária de sua escolha, e o mandato de buscar a estabilidade de preços como seu principal objetivo. Assim, em setembro de 1990, foi adotado o plano de metas para inflação e escolhida a meta para o ano seguinte. Contudo, o plano de metas foi inicialmente interpretado pelos agentes como uma projeção para a inflação e não como uma meta a ser alcançada, conseqüentemente levando o BCC a atuar de forma gradual na escolha de suas metas que começaram em 20% (1991) até chegar em 3% (2011). Com o sucesso da desinflação, os agentes passaram a perceber que as metas eram mais que projeções, eram um objetivo a ser seguido pelo BCC.

Juntamente com o novo plano de metas para inflação, o BCC também perseguiu metas cambiais de 1984 até 1999. Porém, com decorrer do tempo, as metas para inflação se mostraram dominantes ao câmbio, pois sempre que houvesse um conflito entre as metas de inflação e câmbio o BCC decidiria em favor do objetivo de inflação. (MISHKIN & SAVASTANO, 2002)

De acordo com Rodrigo Valdés (2007), o plano de metas para inflação chileno foi parcialmente implementado em 1990 e integralmente em 1999. Tal plano, como mencionado anteriormente, teve origem com um forte arcabouço institucional que deu ao BCC a independência de objetivos e instrumentos, mandato claro de estabilidade de preços e que determina responsabilidades aos membros do banco.

Durante a primeira fase do regime de metas para inflação (1990-1999), a inflação, medida pelo índice de preços ao consumidor (CPI), convergiu de aproximadamente 30% para 3%. O sistema, nesse momento, ainda não possuía todas as características mencionadas na primeira seção do plano de metas para inflação. No entanto, apesar existirem metas e legislação vigentes, ainda faltavam maior transparência e comunicação.

As metas, sempre para o ano seguinte, eram anunciadas em setembro através de um relatório para o Congresso. O BCC, primeiramente, teve como objetivo convergir a inflação para um número de um dígito e, posteriormente, atingir os mesmos patamares de inflação de países desenvolvidos.

A partir da segunda metade de 1999, as autoridades monetárias iniciaram o processo de implementação de várias mudanças na política monetária, tais mudanças culminaram na adoção do arcabouço completo (full-flaged) do plano de metas para inflação. Dentro dessas mudanças estão incluídas: aplicação da taxa de câmbio flutuante, desenvolvimento de melhores modelagens e capacidade de previsão, maior comunicação para aumentar a transparência e credibilidade - com a divulgação das atas das reuniões do BCC - e divulgação de um relatório de inflação (HEBBEL & WENER, 2002).

Em setembro de 1999 foi determinada a meta de 3,5% para o ano 2000 e uma meta entre 2% - 4% para os anos à frente. Em 2007 foi definido que o novo alvo para a variação do índice de preços ao consumidor chileno seria de 3% com intervalo de tolerância de $\pm 1\%$. Foi definido também que o horizonte de política monetária – período máximo em que o BCC deve trazer a inflação para a meta - seria de 2 anos. O gráfico abaixo (gráfico 5) mostra a evolução da taxa de inflação chilena

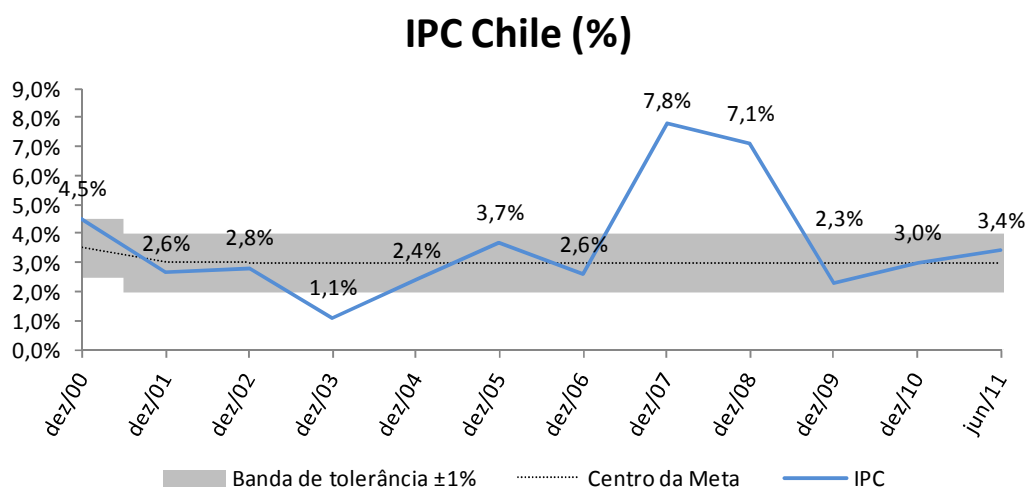
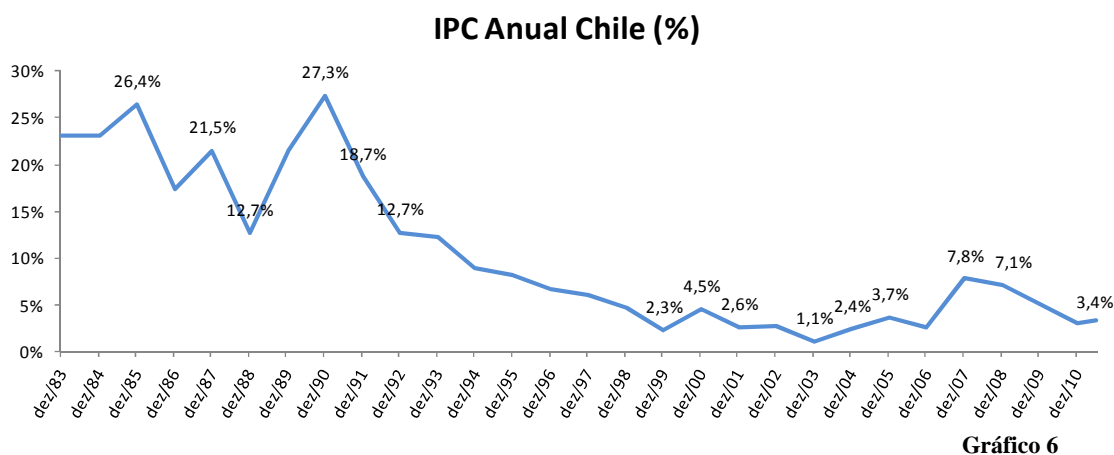


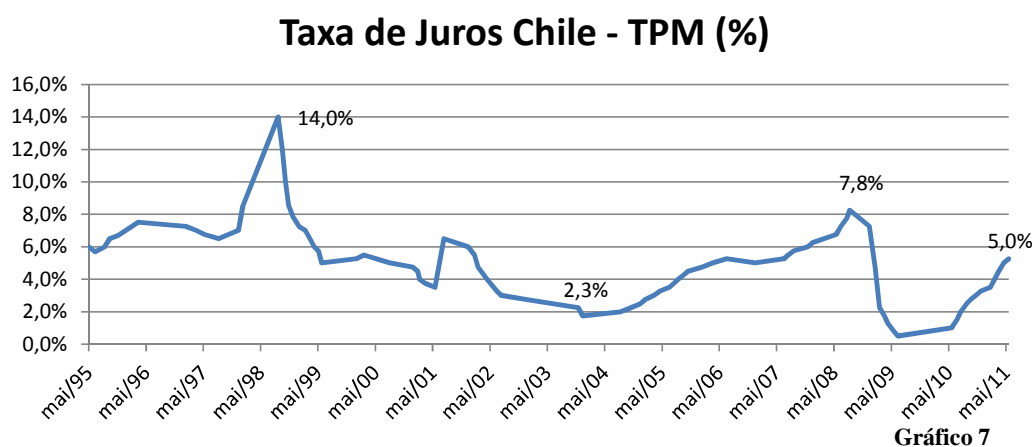
Gráfico 5

4.1.2 Desempenho econômico: inflação, juros e gastos do governo

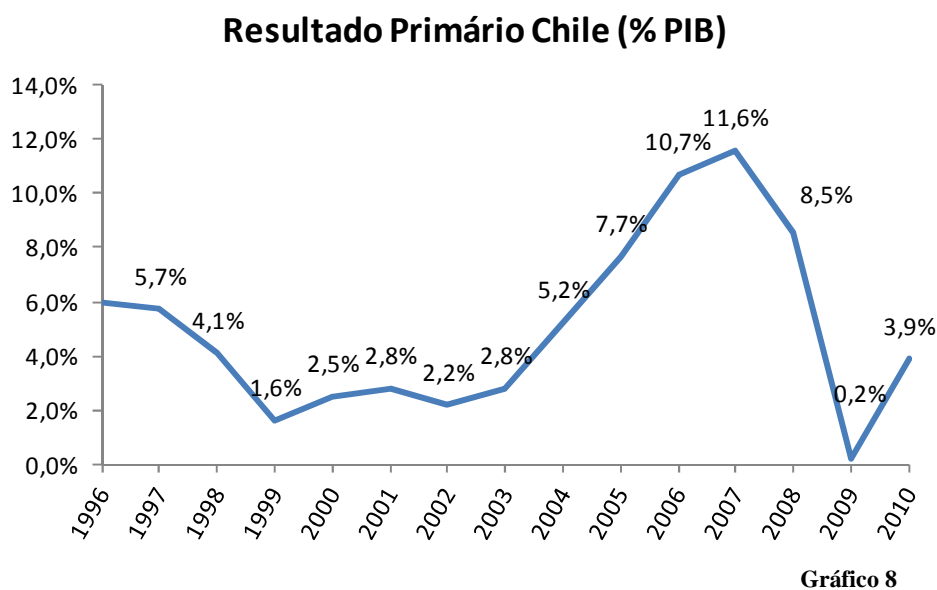
A experiência chilena com o plano de metas para inflação sugere que foi possível obter sucesso ao convergir tantos níveis de inflação quanto de taxas de juros para patamares “mundialmente aceitáveis”. A Inflação caiu de 27,3% para 3,0% entre 1990 e 2010 (gráfico 6), já a taxa de juros não teve uma grande queda, pois como pode ser vista no gráfico 7, desde 1995 ela tem média de 5%.



Em 1998, devido a uma crise econômica, o BCC decidiu não “afrouxar” a política monetária para que a taxa de câmbio se depreciasse e, pelo contrário, aumentou os juros. Como pode ser observada no gráfico 7, a taxa de juros atingiu o pico de 14%. Aparentemente, tal decisão foi um erro, pois, ocorreu um undershot que levou a economia chilena a uma recessão. Porém, após ter sofrido grande crítica, o BCC tempos depois passou a ter credibilidade quanto aos seus compromissos com as metas de inflação (VALDÉS, 2007).



A forte política fiscal foi um ponto essencial para o suporte do plano de metas de inflação. Pode-se dizer que não houve dominância de uma política sobre a outra. De fato, pode-se argumentar que ocorreu o contrário, uma melhora das contas do governo durante as últimas décadas. (MISHKIN & WENER, 2002) O governo teve resultado superavitário de 1996 até 2010, como pode-se observar no gráfico 8, atingindo um superávit médio de 5% do PIB (produto interno bruto). Claro indicador de que a política monetária esteve sobre controle.



Com o plano de metas para inflação, responsabilidade fiscal e também ótima regulação financeira (VALDÉS, 2007) a economia chilena atingiu níveis mundialmente aceitáveis de taxas de inflação e juros. O gráfico abaixo mostra a evolução da taxa de juros chilena (TPM).

Portanto, é preciso enfatizar que o sucesso da estabilidade de preços chilena não dependeu somente de uma política monetária mais estrita. A política fiscal teve um importante papel nessa jornada. Outro ponto importante para tal sucesso foi a maneira em que a implementação do plano de metas ocorreu. A busca por metas de inflação menores aconteceu de forma gradual aumentando assim a credibilidade na conversão dos níveis de preços.

4.2. Plano de metas para inflação no Colômbia

A Constituição Colombiana de 1991-1992 deu ao Banco Central Colombiano (BCC) independência do governo, o objetivo primordial da política monetária o controle de preços e estabeleceu limites restritos para o financiamento da dívida pública. (MISHKIN & SAVASTANO, 2002)

A partir de 1991 o BCC passou a anunciar metas – numéricas- explícitas para a inflação do ano seguinte, além das bandas cambiais que também eram perseguidas desde os anos 60.

A estratégia anti-inflacionária não teve sucesso inicialmente, a média da inflação anual entre 1991 e 1998 foi 22,7%. Nesse período, a meta só foi atingida em 1997 com a inflação fechando um pouco abaixo da meta que era de 18%.

Com grandes preocupações em torno dos déficits fiscal e de balanço de pagamentos (4% e 5% do PIB em 1998) e da situação política, o peso sofreu fortes ataques especulativos. O BCC em resposta aumentou a taxa de juros. Tal medida não foi suficiente e a economia colombiana passou por uma recessão em 1999. Nesse mesmo ano a taxa de câmbio que anteriormente era controlada, passou a ser flutuante. Com a inflação fora da meta, ficou claro que no momento, a taxa de inflação, não era uma grande preocupação para o BCC.

Após tentativas frustradas, analogamente ao caso brasileiro, em setembro de 1999, o câmbio colombiano passou a ser flutuante, o que deflagrou uma reformulação no regime de política monetária. Com metas de 10%, 8% e 6% para a inflação em 2000, 2001 e 2002 respectivamente e com atitudes mais concretas para se aumentar a transparência e responsabilidade do BCC as autoridades monetárias deram um passo à frente na estrutura do sistema de metas para inflação.

Torna-se evidente, a partir da evolução inflacionária colombiana, que a redução da inflação de um patamar de 20-25% não foi prioridade da política monetária nos anos 90. Com sua credibilidade já abalada, o BCC parecia dar prioridade a outros objetivos como o crescimento, sempre que esse surgia entrava em conflito com as metas para inflação. Somente após o ano 2000 que o BCC passou a ser visto como um *inflation targeter* e então passou a solidificar sua credibilidade. (MISHKIN in CARDENAS & PARTOW, 1998)

4.3.2 Desempenho econômico: inflação, juros e gastos do governo

O processo desinflacionário colombiano foi lento e gradual, em contraste com o Chile e México teve menos apoio do lado fiscal e menos credibilidade por parte de seu Banco Central. Porém, como pode-se observar no gráfico abaixo (gráfico 9), teve sucesso ao convergir tanto as taxas de juros (gráfico 11) e como as de inflação para patamares mundialmente aceitáveis. A evolução da variação do índice de preços ao consumidor colombiano, índice de inflação que é perseguido pelo BCC, a partir do início dos anos 90 entrou em trajetória decrescente. Anteriormente desde 1975 a inflação observada era em torno de 20 a 30%. Porém somente depois do ano 1999 podemos induzir uma tendência de estabilidade e constância com uma inflação média no período de 5,9%.

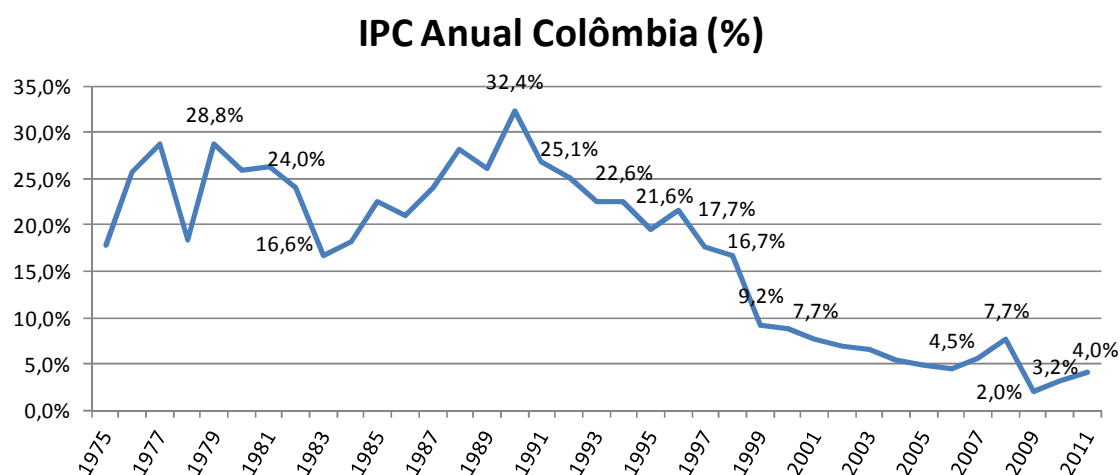


Gráfico 9

Abaixo podemos observar a evolução dos gastos do governo colombiano. O superávit fiscal primário teve tendência crescente até 2008. Desde o início da série é possível constatar o empenho do governo em obter saldos superavitários crescentes, atingindo o seu pico em 2008 com 3,6% do PIB. Adicionalmente, tal aumento do superávit primário coincide com o período de queda tanto da inflação quanto da taxa de juros. Nos anos seguintes o indicador volta a cair, porém motivado por políticas anticíclicas da crise de 2008.

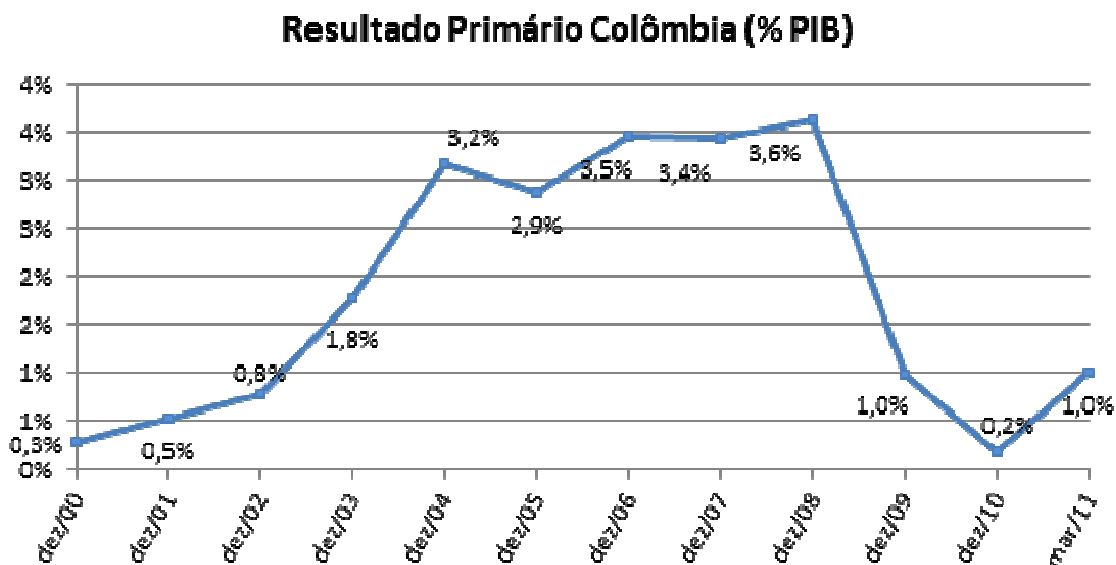


Gráfico 10

A taxa de juros teve evolução gradual e decrescente, convergindo de aproximadamente 45% a.a. em 1995 para 4,5% a.a. em agosto de 2011. Desde a 2001 a taxa de juros teve média de 7,1%.

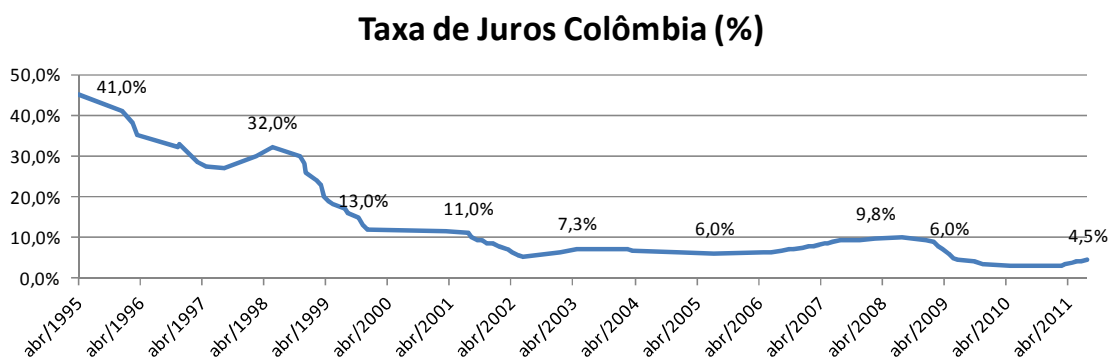


Gráfico 11

Com maior credibilidade quanto ao sistema de metas de inflação e mudança da postura fiscal do governo, dentre diversos outros fatores, foi possível convergir a inflação colombiana para níveis em torno de 3% ao ano e ao mesmo tempo cortar a taxa de juros para patamares muito mais próximos da realidade mundial.

4.4.1 Plano de metas para inflação no Peru

O Banco Central Peruano (BCP) adota metas para inflação desde 1994 e tem sido bem sucedido no objetivo de convergir a taxa de inflação para a meta. (MISHKIN & SAVASTANO, 2002)

Nos anos de 1997 a 1999 as taxas de inflação fecharam bem abaixo de suas metas, mostrando em grande parte um *undershoot* ou uma preocupação excessiva com a meta. Em 1997 a meta era de 8-10% e a inflação anual foi de 6,5%, nos anos de 1998 e 1999 o mesmo aconteceu, com taxas de 6% e 3,7% e metas de 7,5-9% e 5-6% respectivamente.

Apesar de o BCP anunciar metas para inflação e divulgar relatórios de inflação política monetária peruana não está totalmente contida dentro da estrutura que envolve o sistema de metas para inflação. Dentro dos fatores que marcam esse desenquadramento estão, a falta de legislação, mecanismos que geram responsabilidades institucionais quanto ao plano de metas e transparência. O atual mandato do BCP está ligado à estabilidade da política monetária e não primordialmente à estabilidade de preços. (MISHKIN & SAVASTANO, 2002)

A falta de transparência estava diretamente ligada ao uso de diversos instrumentos de política monetária. Dentre eles estão: intervenções no money market, intervenções no mercado de câmbio e intervenções através de diversos outros mecanismos como redisconto e compulsórios. Dessa forma, a atuação do BCP, por tantos meios diferentes, faz com que seja muito difícil a avaliação da política monetária por parte dos agentes econômicos. Essa situação passou a ser menos crítica com a implementação da taxa de referência da política monetária em 2003 e depois que o BCP passou a divulgar relatórios periódicos de inflação e política monetária. Assim a partir dos anos 2000 o BCP vem tomando atitudes mais inclusivas quanto ao arcabouço do sistema de metas para inflação.

4.4.2 Desempenho econômico: inflação, juros e gastos do governo

O gráfico abaixo (gráfico 12) mostra a evolução da taxa de inflação (índice de preços ao consumidor) peruana entre os anos 1994 e 2010. É possível observar que a inflação convergiu de uma média de 8,2% entre os anos 1994 e 2000 para um patamar relativamente estável, com média de 2,3% entre

2000 e 2010. De maneira geral o BCP vem cumprindo suas metas, que em a partir de 2004 era de 2,5% e depois de 2006 até hoje é de 2%, ambas com $\pm 1\%$ de tolerância.

IPC Anual Peru (%)

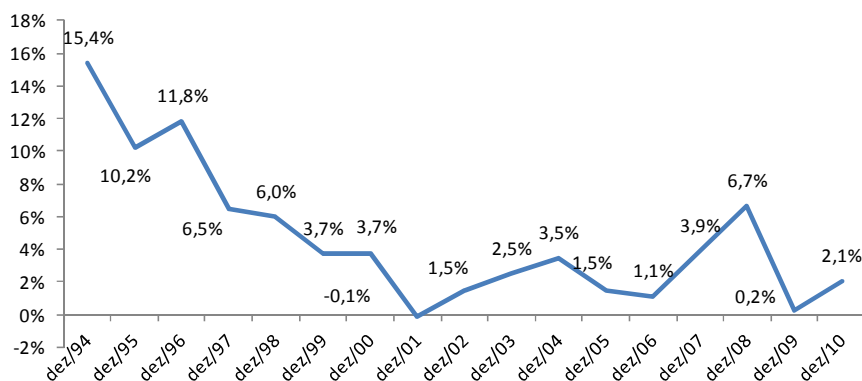


Gráfico 12

Abaixo (gráfico 13) podemos observar a taxa de referência da política monetária peruana, similar a SELIC brasileira. Desde 2003 a taxa de juros já está em um patamar baixo, com média até setembro de 2011 de 3,7%. Isso mostra que foi possível na economia peruana obter de forma conjunta taxas saudáveis de inflação e juros.

Taxa de Juros Peru (%)

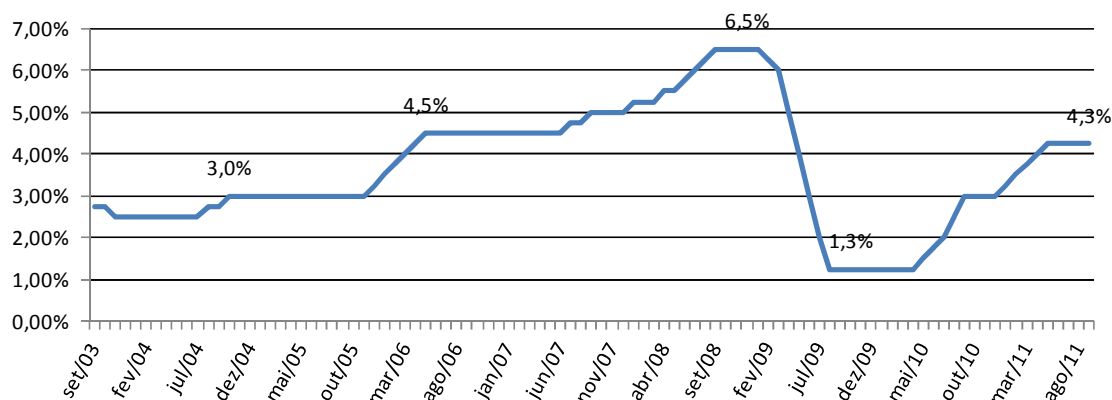


Gráfico 13

O gráfico abaixo (gráfico 14) ilustra a evolução dos gastos do governo peruano. O déficit fiscal primário teve tendência estável entre os anos 1990 e 1998 e crescente a partir de 1999. Tal trajetória desde 1999 indica, de maneira geral, empenho por parte da política fiscal em manter seus gastos em patamares que não façam pressão sobre a inflação nem a taxa de juros. O que revela uma maior responsabilidade em termos de gastos públicos. Nos anos seguintes o indicador volta a cair, porém motivado por políticas anticíclicas da crise de 2008.

Resultado Primário Peru (% PIB)

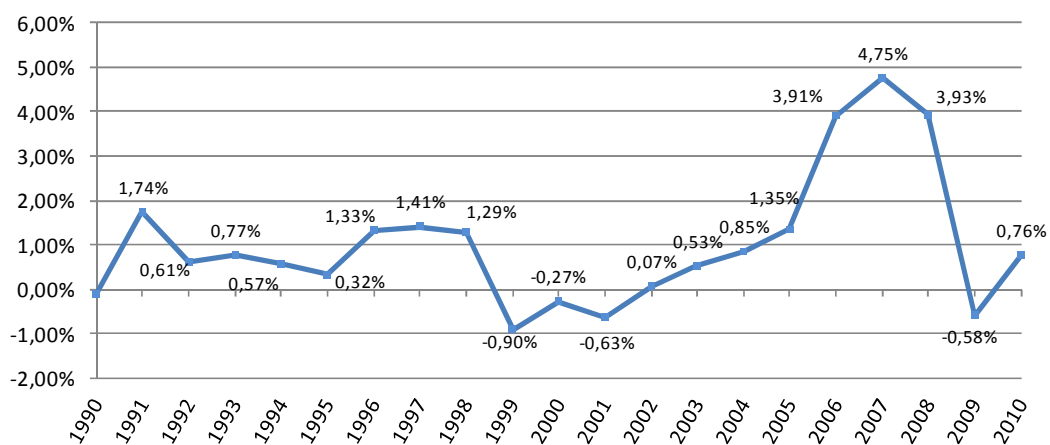


Gráfico 14

5 Análise conjunta dos indicadores econômicos: política fiscal, inflação e juros

Na seguinte seção serão analisados, conjuntamente, a evolução dos dados de inflação, juros e gastos do governo. Com o auxílio de gráficos, essa análise terá como objetivo revelar se é possível relacionar política fiscal contracionista com política monetária expansionista observando-se os níveis de inflação.

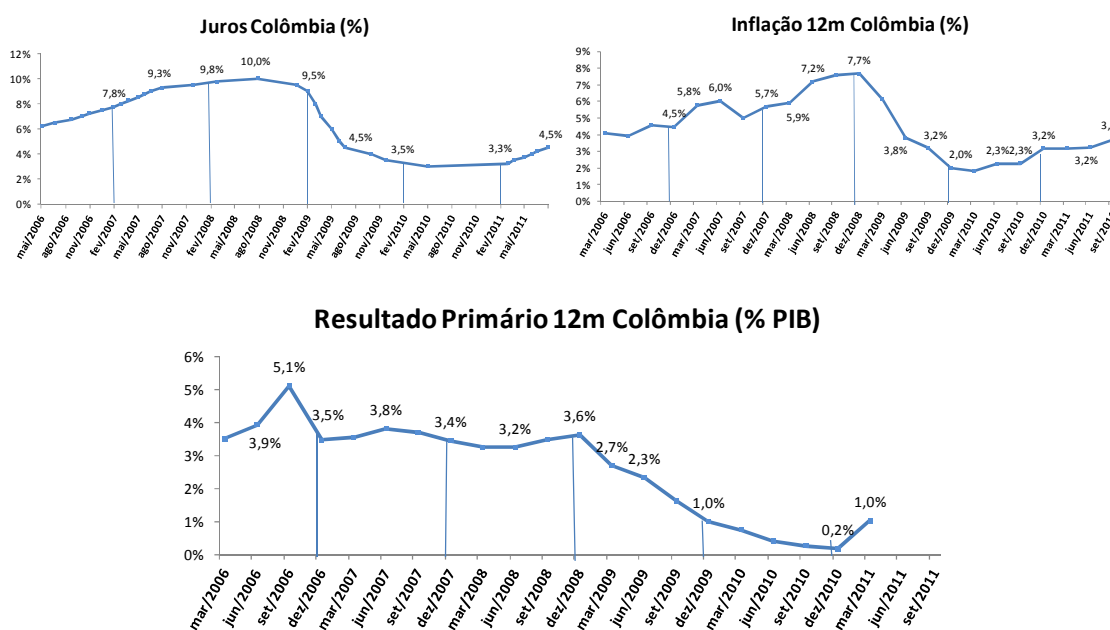
Como pano de fundo desse raciocínio, está a lógica do compromisso com as metas de inflação. Para que haja uma redução na taxa de juros sem que a inflação saia do controle, tudo mais constante, deveríamos observar certa diminuição nos gastos do governo – resultado primário com variação positiva.

Foi visto nas seções anteriores que, no processo de implementação do plano de metas para a inflação, a política fiscal representou um papel decisivo para o sucesso da convergência e estabilidade da inflação em patamares baixos. No entanto, para que além da inflação, a taxa de juros também possa chegar a níveis mais baixos, é necessário que a política fiscal aja em sintonia para tal. Uma vez que a inflação esteja “fixada” pela meta.

Para a análise, serão utilizados dados trimestrais (excluindo a dívida líquida / PIB do Chile, Colômbia e Peru, que são apresentados anualmente). Como é de comum conhecimento, durante o período 2006 – 2011 – período em que será realizada a análise -, a crise financeira mundial ocorrida em 2008 gerou grande impacto econômico em todos os países – inclusive nos analisados nesse trabalho. Levando isso em conta, vale ressaltar que, tanto pela crise ou pelo seu desenrolar posterior, todas as economias aqui estudadas sofreram choques adversos. Pode-se observar que, como consequência de tal choque, todos os países abaixo utilizaram, a partir de 2008 ou 2009, políticas anticíclicas, corte de juros e aumento de gastos fiscais para estimular a economia. Sendo assim, as associações que serão feitas abaixo já estarão levando em consideração esse choque exógeno.

5.3 Colômbia

Podemos observar que o resultado primário colombiano atingiu, em setembro de 2006, um superávit de 5,1%, porém, a partir de dezembro caiu para 3,5%, variando negativamente em 160 bps em apenas um trimestre. O impacto de tal variação pode ser visto na inflação no primeiro semestre de 2007, a taxa sobe de 4,5% para 6%, chegando a uma variação positiva de 150 bps no período. Quanto aos juros, em 2007, subiu de 7,8% para 9,8% ao ano. Definitivamente, uma resposta à inflação crescente. No primeiro semestre de 2007 o superávit primário aumentou em 30 bps e junto com os juros mais altos a inflação desacelerou no segundo semestre do mesmo ano. A tendência decrescente do superávit colombiano continua até o junho de 2008, assim como a alta da inflação e taxa de juros que atingiram pico com 7,75 (dezembro 2008) e 10% (agosto 2008).

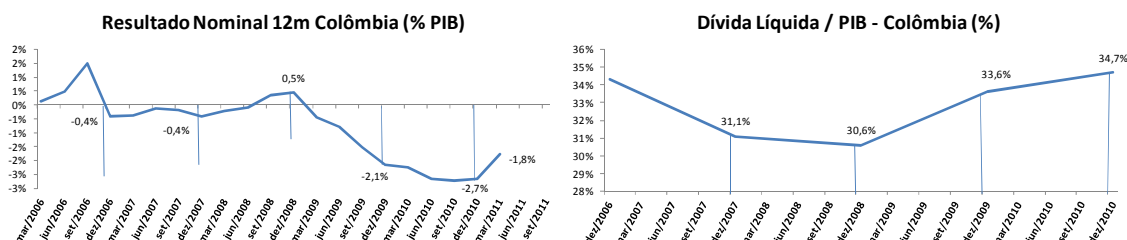


Gráficos 15, 16 e 17

Antes do final de 2008, a taxa de juros começou a cair ao mesmo tempo em que ocorre uma variação positiva no resultado primário (40 bps) no segundo semestre de 2008 e a inflação mostra sinais de arrefecimento com seu ponto de inflexão no final do mesmo ano.

A partir de 2008 é possível observar a drástica mudança nas políticas fiscal e monetária, resultados da política anticíclica. No ano de 2009, a inflação mostra forte desaceleração, resultado tanto das políticas contracionistas de 2008 quanto da própria crise. Nesse ano a taxa de inflação colombiana

caiu 570 bps. Logo no início de 2010, a inflação retoma o crescimento de forma moderada, seguida somente em março de 2011 de uma variação positiva, tanto do superávit primário quanto da taxa de juros. Seguindo a tendência iniciada no primeiro trimestre, a alta do superávit se mostra, possivelmente, mais acentuada do que os juros, enquanto a inflação parece ficar estabilizada.

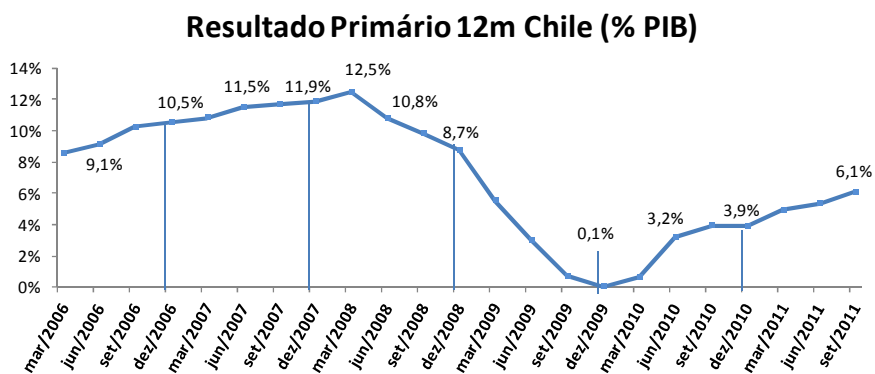
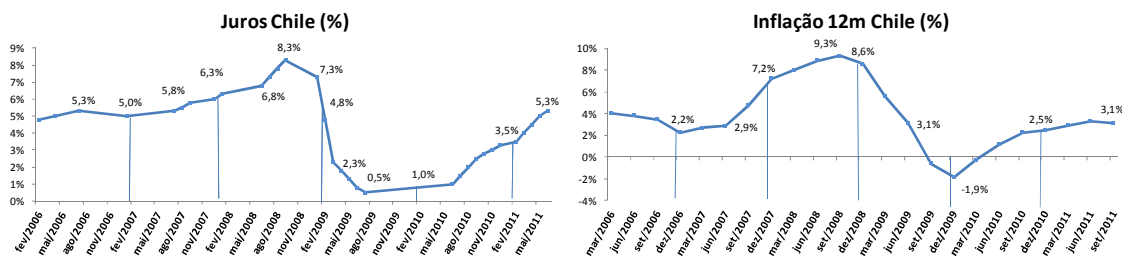


Gráficos 18 e 19

Quanto ao resultado nominal, até o final de 2008, se mantém em média perto de zero, tendo suas variações muito similares ao resultado primário. A relação dívida/PIB aumentou na medida em que se elevaram os gastos fiscais, naturalmente relacionado com o resultado do governo.

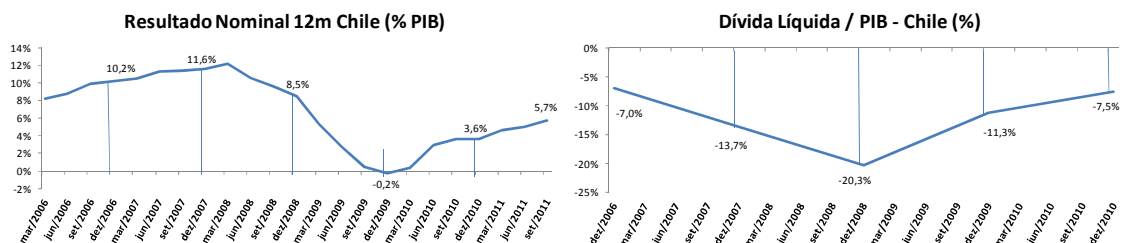
5.2 Chile

Desde o início de 2006 até março de 2008, o governo chileno teve uma variação positiva em seu resultado primário. Particularmente em 2006, enquanto o saldo primário cresceu pudemos observar, ao longo do ano, tanto uma queda da taxa de inflação, de 4,1% para 2,2%, quanto uma queda da taxa de juros, de 5,3% em agosto para 5% em dezembro. Entretanto, apesar do aparente esforço fiscal e monetário, a inflação iniciou uma trajetória de alta em dezembro de 2006 que só teve fim em setembro de 2008, chegando ao pico de 9,3% com 710 bps de variação entre 2006 -2008. Grande parte dessa alta pôde ser atribuída ao aumento de preços das *commodities* (Banco Central do Chile, 2008). No mesmo período, tanto o superávit primário quanto a taxa de juros também tiveram alta, demonstrando crescimento expressivo, com o ponto de inflexão, no entanto, anterior ao da inflação em março e agosto respectivamente. O esforço de contenção da inflação foi tão grande no período anterior a 2009 que, possivelmente sob o efeito da crise, a inflação tenha sofrido um *undershoot* finalizando o ano de 2009 com variação negativa de -1,9%. Consequentemente, não dando tempo hábil para os estímulos agressivos de cortes na taxa de juros e aumento de gastos fazerem efeito.



Gráficos 20, 21 e 22

Logo após o término de 2009, ambas as políticas monetária e fiscal voltaram a contrair, sendo que a política iniciada pelo aumento da taxa de juros mais rápido do que a do superávit. Dessa forma, no período analisado, devido em grande parte a choques exógenos, pôde-se observar certa simetria de políticas e, ao invés de serem substitutas, foram complementares.



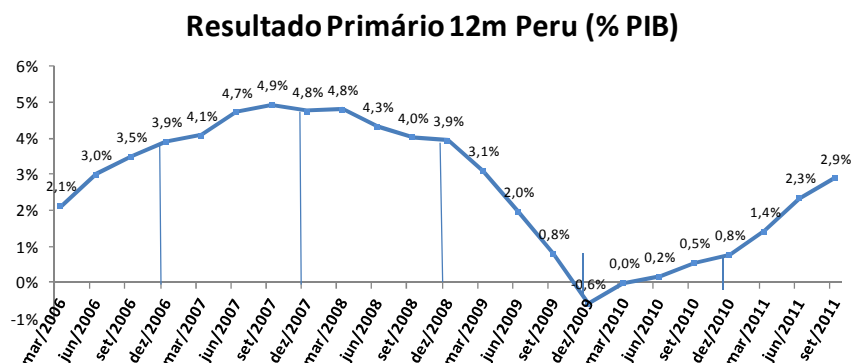
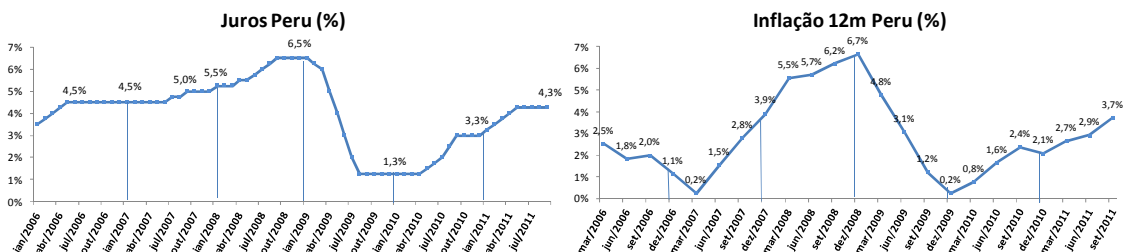
Gráficos 23 e 24

O mesmo ocorreu com o resultado nominal chileno. Com posição muito favorável de alavancagem, a despesa com juros foi relativamente pequena e comportando-se então quase que identicamente ao resultado primário.

5.3 Peru

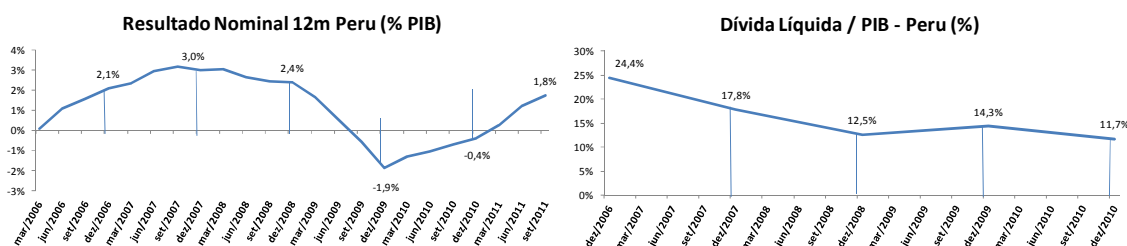
No caso peruano, a política fiscal gerou de 2006 até dezembro de 2007, superávits primários crescentes. Ao mesmo tempo, a inflação teve queda expressiva de março de 2006 até março de 2007 – com queda de 2,5% para 0,2%, 230 bps em 12 meses – e retomada até 2,8% em dezembro de 2007. Durante a maior parte desse período - julho de 2006 a julho de 2007 –, é importante notar que a taxa de juros se manteve estável no patamar de 4,5%.

No momento seguinte ocorreu uma inflexão do resultado primário peruano. Desde dezembro de 2007 o saldo passou a registrar variação negativa, porém ainda superavitário. Durante esse processo, a inflação seguiu tendência de alta chegando em 6,7% em dezembro de 2008, assim como os juros que também só tiveram aumento encerrado em janeiro de 2009 – com 6,5%. Nesse momento é possível visualizar ambas as políticas atuando de forma expansionista, sendo que o ciclo de corte de juros termina em outubro de 2009 com taxa de 1,3% e o aumento do gasto primário termina em dezembro do mesmo ano, com déficit de 0,6%.



Gráficos 25, 26 e 27

A partir do início de 2010, a taxa de inflação seguiu em alta assim como o superávit e, um trimestre depois a taxa de juros, de forma mais gradual e pausada.



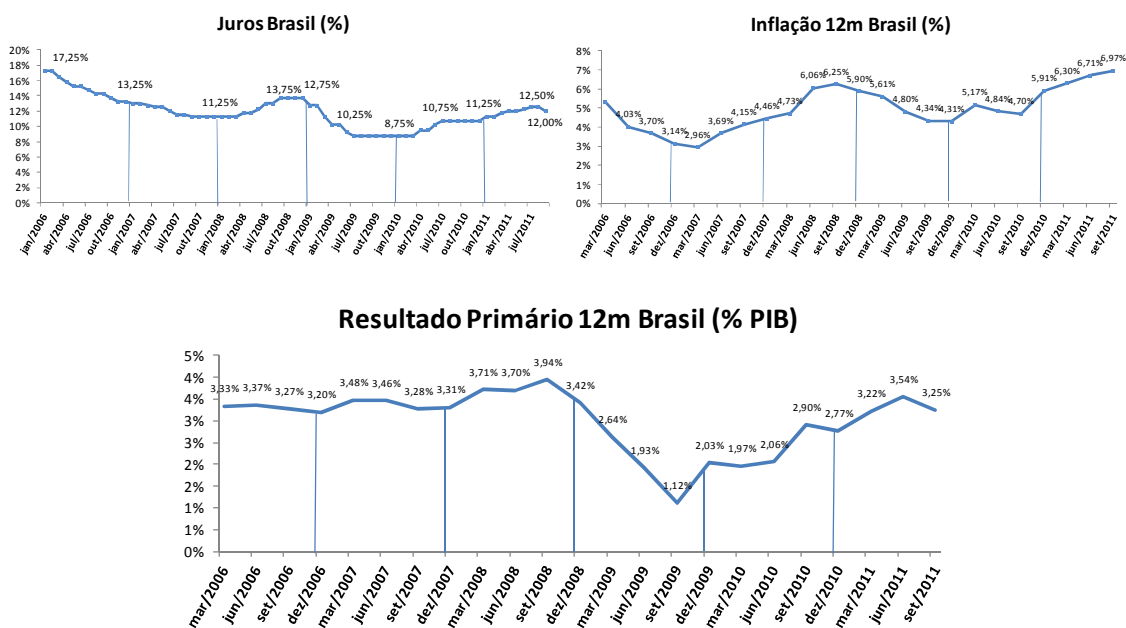
Gráficos 28 e 29

O resultado nominal peruano no período – 2006 - 2011.9 – foi bastante semelhante ao resultado primário. Com despesas de juros que variam de 1 a 2% do PIB, o Peru manteve uma posição bastante saudável de gastos e endividamento, tendo o saldo final da dívida líquida sobre o PIB caindo de 24,4% para 11,7% de 2006 a 2010.

5.4 Brasil

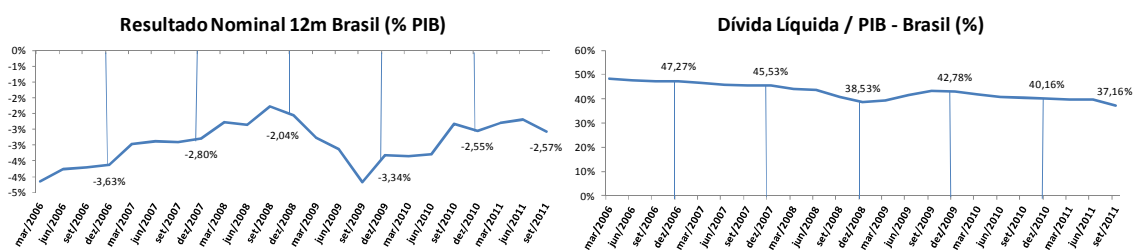
O resultado primário brasileiro permaneceu estável, com leve alta, do início de 2006 até setembro de 2008, variando de 3,33% para 3,94% - 61 bps. Diferentemente dos outros países observados, o resultado nominal (gráfico 33) teve diferenças relevantes quanto ao resultado primário. O resultado nominal, registrou variação positiva em seu déficit, marcando crescimento de 240 bps no mesmo período - de -4,1% para -1,78%. A inflação, de março de 2006 a março de 2007 caiu de 5,32% para 2,96%.

Enquanto os gastos do governo caíram assim como a inflação, a taxa de juros de março de 2006 a janeiro de 2008 tiveram fortes cortes totalizando 600 bps – de 17,25% para 11,25%. Provavelmente, esse pode ter sido o momento em que a política monetária “deu espaço” ou sustentou cortes na taxa de juros sem que a inflação saísse do intervalo da meta. A taxa de inflação em 2007 fechou exatamente na meta, 4,5%. No entanto, com as expectativas descolando da meta, o BCB iniciou uma rodada de aperto monetário até dezembro de 2008, com os juros chegando a 13,85%.



Gráficos 30, 31 e 32

Assim, com as expectativas ancoradas novamente, o BCB pôde iniciar, em janeiro de 2009, o ciclo de expansão monetária como resposta à crise econômica mundial. Atitude tomada pelo o governo desde setembro de 2008, na qual reduziu o superávit primário de 3,94 para 1,12% em setembro de 2009, quando o ciclo de “afrouxamento” fiscal terminou e a tendência voltou a ser de superávits em torno de 3% do PIB. O relaxamento monetário cessou em abril de 2010 com juros a 8,75%. Logo em seguida, iniciou-se mais uma vez um ciclo de contração, pois a inflação e suas expectativas estavam se desenquadrando da meta.



Gráficos 33 e 34

Até setembro de 2008, a variação positiva do déficit nominal era maior do que a do déficit primário, porém de 2008 em diante, essa relação ficou estável e semelhante aos outros países. A relação dívida líquida sobre o PIB de 2006 a setembro de 2011 caiu consideravelmente, aproximadamente 1000 bps, deixando o Brasil em posição mais confortável quanto a sua alavancagem.

5.5 Conclusão

Em suma, a partir da análise dos dados é possível perceber de forma clara que movimentos de expansão dos gastos do governo, em todos os países, é seguido por inflação mais alta e consequentemente taxas de juros mais baixas. Dado o compromisso com a estabilidade de preços. Porém, o inverso não pode ser observado de forma clara em todos os países. A captura de momentos em que há maiores resultados primários, estabilidade ou decréscimo da inflação e cortes na taxa de juros foi muito menos do que o esperado para essa análise. No Brasil esse movimento ocorreu de forma mais explícita, de 2006 a 2008, tivemos cortes na taxa de juros, relativo aumento do superávit e controle de preços. Nos casos do Chile e Peru, também ocorreram casos análogos, porém menos evidentes. Já no caso colombiano, não foi possível em nenhum momento da amostra identificar tal dinâmica.

6. Conclusão

O trabalho pretendeu definir a importância que a política fiscal tem nos países que possuem sistema de metas para inflação na América Latina – excluindo o México. Mais especificamente, dado o arcabouço intrínseco do plano de metas para inflação em cada país, quanto o controle dos gastos do governo permitiu a redução das taxas de juros nesses países.

De maneira geral, foi observado a partir da análise dos dados de inflação, juros, resultados primário e nominal do governo, como as políticas monetária e fiscal interagem quando a “estabilidade de preços” é um mandato a ser seguido pelas autoridades monetárias. Foi visto facilmente que expansões de gastos fiscais pressionam a inflação fazendo com que haja a necessidade de um ciclo de aperto monetário para que a taxa de inflação não fuja do controle. Essa conclusão pôde ser feita para os quatro países estudados. Porém, no período analisado mais atentamente entre 2006-2010, movimentos em que a política fiscal se contraiu e abriu espaço para expansão da política monetária, cortes de juros, sem que se ameaçasse a inflação não foram vistos facilmente nos dados analisados. No caso brasileiro tal dinâmica pôde ser encontrada na fase pré crise financeira mundial. No Chile e Peru também foram evidenciados momentos semelhantes, conteúdo com menor intensidade e frequência.

A captura de momentos em que há maiores resultados primários, estabilidade ou decréscimo da inflação e cortes na taxa de juros foram muito abaixo do esperado para essa análise. Em parte, verificou-se que o período observado foi economicamente conturbado mundialmente, com choques significativos da oferta e demanda em todos os países. Resultando desta forma com que as políticas fiscal e monetária atuassem boa parte do tempo de maneira a compensar os choques exógenos.

Foi visto também que, durante o processo de implementação do plano de metas para inflação nos países estudados, a política fiscal aliada à credibilidade gerada pelo plano atuou como determinante na estabilidade de preços e corte dos juros. No caso colombiano, foi perceptível que a convergência da inflação ocorreu somente após o ano 2000 quando o governo passou a ter superávits primários crescentes todos os anos até 2008. No Brasil o mesmo processo de convergência da taxa de juros estava em vias de ser concretizado entretanto, com o aumento excessivo dos gastos do governo durante a crise econômica de 2008, houve um grande retrocesso para que se pudesse “re-estabilizar” a inflação.

Em suma, a junção de política fiscal mais conservadora ou restritiva, aliada à credibilidade e a outras características principais do plano de metas para inflação, possuem capacidade de convergir a taxa de juros para patamares mais baixos, sem que a estabilidade de preços seja colocada em perigo.

7. Bibliografia

BANCO CENTRAL DA COLÔMBIA - <http://www.banrep.gov.co>. Acessado em outubro de 2011

BANCO CENTRAL DO BRASIL - www.bcb.gov.br. Acessado em outubro de 2011

BANCO CENTRAL DO CHILE - <http://www.bcentral.cl>. Acessado em outubro de 2011

BANCO CENTRAL DO PERU - <http://www.bcrp.gob.pe>. Acessado em outubro de 2011

BERNANKE, Ben S., **A Perspective on Inflation Targeting**, Washington D.C., 2003.

BEVILAQUA, Afonso S.; MESQUITA, Mário e MINELA, André. **Brazil: Taming Inflation Expectations**. Working Paper Series. Brasília, 2007. No. 129

BEVILAQUA, Afonso S.; MESQUITA, Mário e MINELA, André. **Brazil: Taming Inflation Expectations**. Working Paper Series. Brasília, 2007. No. 129

BOGDANSKI, Joel; TOMBINI, Alexandre; WERLANG, Sérgio. **Implementing Inflation Targeting in Brazil**. Working Paper Series. Brasília, 2000. No. 1

BRASIL. **Decreto Presidencial no 3.088** de 21 de junho de 1999.

DARIO, Uribe; GÓMES, Javier; VARGAS, Hernando. **The Implementation of Inflation Targeting in Colombia**. Document presented in the conferences: "Inflation Targeting, Macroeconomic Modelling and Forecasting" Banco de la República and Bank of England, Bogotá, January 2002 and "La Política de Metas de Inflación en América Latina: Teoría y Práctica" Banco de Mexico, March 2002.

FRAGA, Arminio F. **Carta Aberta ao Público em Caso de Não Cumprimento das Metas**, Banco Central do Brasil, 2002.

FRAGA, Armínio F., **Dez Anos de Metas para a Inflação**, XI Seminário de Metas para a Inflação, Brasília, 2009.

HAMANN, Andrés. **Lack of Credibility, Inflation Persistence and Disinflation in Colombia**. Banco Central da Colômbia, 2011.

INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA, IPEA - www.ipeadata.gov.br. Acessado em outubro de 2011

MEIRELLES, Henrique de Campos. **Carta Aberta ao Público em Caso de Não Cumprimento das Metas**. Banco Central do Brasil, 2003.

MEIRELLES, Henrique de Campos. **Carta Aberta ao Público em Caso de Não Cumprimento das Metas**. Banco Central do Brasil, 2004.

MELLO, Luiz; MOCCERO, Diego. **Monetary policy and macroeconomic stability in Latin America: The cases of Brazil, Chile, Colombia and Mexico**. Journal of International Money and Finance, 2010.

MESQUITA, Mário; Torós, Mário. **Considerações sobre a Atuação do Banco Central na Crise de 2008**. Working Paper Series. Brasília, 2010. No. 129

MISHKIN, Frederic S. **The Conduct of Monetary Policy: Strategy and Tactics**. The economics of money, banking and financial markets. EUA: Addison Wesley Longman, 2007. Cap.16, p.395-429.

MISHKIN, Frederic S. **What Should Central Banks do? Federal Reserve Bank of Saint Louis**. Paper prepared for the Homer Jones Lecture, 2007.

MISHKIN, Frederic S; SAVASTANO, Miguel A. **Monetary policy strategies for emerging market countries: case studies from Latin America**. Paper prepared for the Seventh Dubrovnik Economic Conference, 2001.

SCHMIDT-HEBBEL, Klaus; CORBO, Vottorio. **Inflation targeting in Latin America**. Central Bank of Chile Working Papers, 2001. No. 105

SCHMIDT-HEBBEL, Klaus; WERNER, Alejandro. **Inflation targeting in Brazil, Chile, and Mexico: performance, credibility, and the exchange rate**. Central Bank of Chile Working Papers, 2002. No. 171

VALDÉS, Rodrigo. **Inflation Targeting in Chile: Experience and Selected Issues**. Central Bank of Chile Economic Policy Papers, 2007. No. 22