

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

**O USO DO NÚCLEO DO IPCA NO REGIME DE METAS PARA
INFLAÇÃO**

VICTOR UÉBE

Nº DE MATRÍCULA 0116201-2

**ORIENTADOR: Márcio Gomes Pinto Garcia
CO-ORIENTADOR: Luiz Roberto de Azevedo Cunha**

Dezembro de 2005

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

**O USO DO NÚCLEO DO IPCA NO REGIME DE METAS PARA
INFLAÇÃO**

VICTOR UÉBE
Nº DE MATRÍCULA 0116201-2

ORIENTADOR: Márcio Gomes Pinto Garcia
CO-ORIENTADOR: Luiz Roberto de Azevedo Cunha

Dezembro de 2005

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

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

À minha família pelo apoio durante todo o curso e principalmente durante a monografia.
Aos professores Márcio Garcia, pela extrema relevância na contribuição da minha formação e estímulo durante a monografia e Luiz Roberto Cunha, profundo conhecedor da inflação brasileira, que me deu atenção e incentivo durante todo o período deste trabalho. Agradeço também ao meu amigo e já economista Terence Pagano pelas discussões que de forma preciosa agregaram valor nesta apresentação.

SUMÁRIO:

PRIMEIRA PARTE	5
1.1 A HISTÓRIA DO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO	5
1.2 INFLATION TARGETING NO BRASIL E NO MUNDO. IMPLANTAÇÃO DO MODELO NO BRASIL E SEU DESEMPENHO DURANTE OS ANOS.....	8
SEGUNDA PARTE	17
2.1 COMENTÁRIO SOBRE A ATUAL SITUAÇÃO DE PAÍSES QUE UTILIZAM O NÚCLEO DA INFLAÇÃO COMO META PARA O REGIME DE INFLATION TARGETING	17
2.2 ANÁLISE DE OUTROS ÍNDICES DE PREÇOS E SUAS DIFERENÇAS EM RELAÇÃO AO IPCA, DISCUSSÃO SOBRE O SEU NÚCLEO	19
2.3 DISCUSSÃO DO USO DO NÚCLEO NO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO	21
TERCEIRA PARTE	22
3.1 ANÁLISE DO NÚCLEO DO IPCA EM RELAÇÃO AO IPCA CHEIO NOS ÚLTIMOS ANOS E A NATUREZA DA PRESSÃO INFLACIONÁRIA NO BRASIL	22
QUARTA PARTE	24
4.1 CONCLUSÃO DA HIPÓTESE DO USO DO NÚCLEO DO IPCA NO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO NO BRASIL	24
QUINTA PARTE.....	30
5.1 BIBLIOGRAFIA	30

Primeira Parte

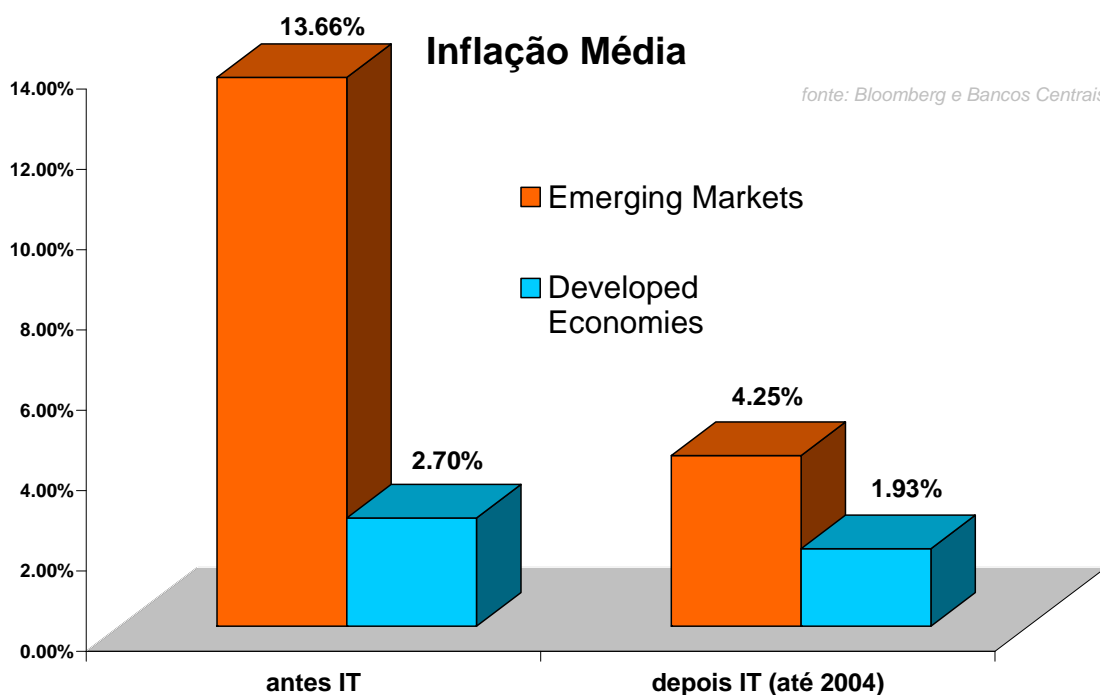
1.1 A História do Regime de Metas de Inflação

Durante as décadas de 70 e 80, muitos bancos centrais de países utilizavam o controle do agregado monetário para manutenção do nível de preços. Alguns benefícios podem ser visto na utilização deste instrumento como política monetária, como aquele de se obter geralmente a informação sobre o agregado monetário mais cedo que a mudança do nível de preços, viabilizando a informação mais rápida absorvida pelo Banco Central para estimar a inflação de curto prazo. Outro ponto positivo na utilização do controle da base monetária é a disciplina fiscal que se acaba exercendo, pois através do controle do agregado monetário o Banco Central fica restrito quanto à utilização da monetização da dívida. Contudo, no decorrer dos anos, muitos ativos foram sendo criados e desenvolvidos obtendo uma grande liquidez (cartões de crédito, por exemplo), o que na verdade tornou-os grandes substitutos para a moeda. A utilidade destes ativos é quase a mesma da moeda. Com o aumento destes ativos, a correlação entre o agregado monetário e a variação do nível de preços foi se tornando fraca, assim como o crescimento do produto e a oferta de moeda. Os Bancos Centrais começaram a formular indicadores que incluíssem estes agregados para obter melhor informação sobre todos os ativos líquidos – “moedas”. Por isso, foram denominados além da já existente M1 (que compõe papel moeda em poder do público e depósitos à vista) os agregados M2 (M1 e outros ativos) e M3 (M2 e outros ativos)...

É importante notar que o Banco Central tem controle da M1, mas não controla totalmente M2 e os outros agregados além dele. Este descasamento na relação da expansão da M1 e a inflação efetivamente ocorrida nos períodos levou os Bancos Centrais a concluírem que não possuíam total controle da moeda, mas sim uma parte que pode influenciar as demais. Por isso, a taxa de inflação passou a ser o instrumento pelo qual os Bancos Centrais exerciam a política monetária, a fim de manter o nível de preços estável. Com o intuito de construir uma âncora para uma política monetária, muitos Bancos Centrais construíram metas para a taxa de inflação, pois desta forma poderiam direcionar as expectativas inflacionárias e construir credibilidade quanto à eficácia de suas decisões. Este modelo de condução de política monetária foi inaugurado em 1989 pelo Banco Central da Nova Zelândia através da “Policy Targets Agreement” (PTA). Naquele ano o “Reserve

Bank of New Zealand” especificou como função primária a estabilidade geral dos preços e decretou a PTA. Neste decreto, o banco central neo-zelandês decretava uma meta numérica específica de inflação para o ano a seguir e se comprometeria a alcançá-la. O regime de metas de inflação tem como idéia, na verdade, uma previsão para inflação futura e o objetivo desta ser alcançada. Apesar da Nova Zelândia ter sido o berço do regime, os moldes de adoção do regime no caso brasileiro foram baseados no modelo britânico.

Assim como em outros países, o regime de metas de inflação foi bastante eficiente no que tange ao controle de preços. Mesmo em países emergentes, com a evolução dos números, pode ser constatado que o regime mostrou-se muito eficaz possibilitando uma considerável redução nas taxas anuais de inflação e viabilização da estabilidade monetária. O *paper* de discussão de Frederic Mishkin – “Can Inflation Targeting Work in Emerging Market Countries?” confirma que o uso do regime de metas de inflação traz muitos benefícios para a economia. No último relatório do FMI, “World Economic Outlook Sep. 2005” é constatada a melhora no controle de preços e das expectativas de inflação quando é realizado o uso de regime de metas de inflação, além de uma diminuição na volatilidade da própria variação de preços. Assim como Alan Greenspan afirmou que a estabilidade de preços é obtida quando os agentes econômicos não levam mais em conta as perspectivas de mudanças de nível geral de preços em suas decisões econômicas, os bancos centrais, tanto dos países emergentes quanto dos países desenvolvidos têm defendido como principal objetivo da política monetária a estabilidade de preços. Atualmente 21 países utilizam o regime de metas de inflação. São 13 economias emergentes e 8 países desenvolvidos. Dentre elas: Israel, República Tcheca, Coreia do Sul, Polônia, Brasil, Chile, Colômbia, África do Sul, Tailândia, México, Hungria, Peru, Filipinas para os emergentes e Nova Zelândia, Canadá, Reino Unido, Austrália, Suécia, Suíça, Islândia e Noruega para os desenvolvidos.



A implementação do regime de metas de inflação está diretamente ligada ao uso de uma nova âncora para a inflação. Estabelecendo uma meta numérica e havendo transparência de seu comportamento, o Banco Central consegue estabilizar as expectativas de inflação, já que a política monetária só consegue obter influência sobre a inflação futura e sua expectativa conseqüentemente. O regime de metas é uma maneira que pode ser muito menos custosa em termos de perdas de produto no caso de uma crise; o Brasil em 2002 é visto como um bom exemplo para isso. Porém a implementação do regime de *inflation targeting* não é o suficiente para uma boa condução da política monetária. Os países emergentes têm necessidade de construir instituições mais fortes de modo a formar maior credibilidade e ao mesmo tempo exercer uma política fiscal mais austera, pois grande parte da eficiência do *inflation targeting* está na credibilidade do Banco Central em alcançar a meta. Adicionalmente, não se deve incorrer em inconsistência de políticas econômicas já que isso pode tornar a economia vulnerável a ataques especulativos.

Em relação à construção de credibilidade das instituições pode-se destacar a transparência do Banco Central em divulgar as metas predeterminadas para os anos seguintes; a divulgação de relatórios trimestrais e principalmente a carta aberta ao Ministro da Fazenda em caso de não cumprimento da meta. Um dos fatores em questão, atualmente

no Brasil, que já se passou em outros países como a Inglaterra, é a autonomia do Banco Central. Na Inglaterra foi revelada verdadeira quebra estrutural nas expectativas de inflação após o Banco Central inglês tornar-se independente. Este é um ponto que descartaria pressões políticas, por isso é bem visto pelos agentes.

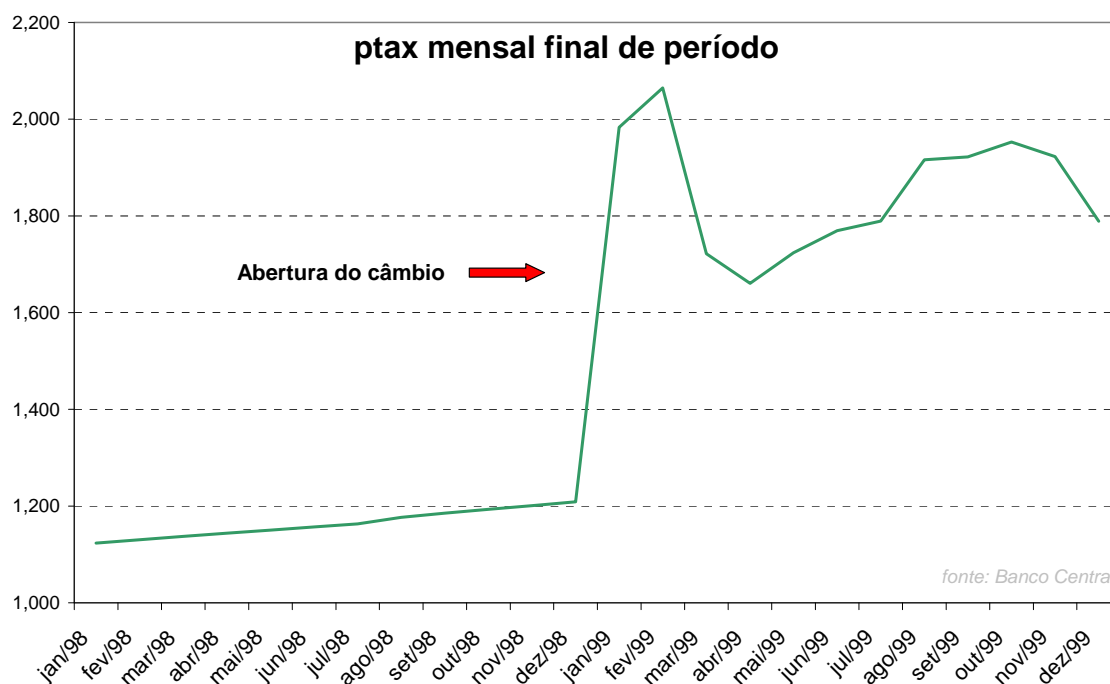
1.2 Inflation Targeting no Brasil e no mundo. Implantação do modelo no Brasil e seu desempenho durante os anos

No ano de 1999, após sucessivas crises externas que pressionaram a economia brasileira, pode-se dizer que a crise russa, em 1998, fora a última das crises (após a crise do México e a asiática) que diminuiu ainda mais o apetite dos investidores internacionais para mercados emergentes, provocando uma grande redução nos fluxos internacionais, principalmente para a América Latina. O caso clássico de ataque especulativo foi visto na situação brasileira. A âncora cambial feita pelo regime de *crawling peg* com o dólar tornou-se inviável. Ao tempo em que as reservas foram diminuindo pela tentativa do Banco Central de estabilizar a relação cambial, a insustentabilidade da paridade foi se tornando óbvia e o ataque especulativo (de primeira ordem com políticas econômicas contrárias: política fiscal expansionista e regime de câmbio fixo) ocorreu contra a moeda local (real). O câmbio brasileiro tornou-se flutuante deixando de ser a principal âncora para política monetária. Meses depois, o regime de metas de inflação foi adotado através do decreto número 3.088 do dia 21 de Junho de 1999 pelo então presidente da República Fernando Henrique Cardoso. O regime de metas de inflação no caso brasileiro não teve muitos preparativos, sua adoção foi estabelecida diretamente após a abertura do câmbio que havia sido fixado desde 1994 com o início do Plano Real.

Desde 1994, com o Plano Real, a economia brasileira havia alcançado grandes conquistas no quesito de estabilização. O processo de estabilização do Plano Real trouxera a inflação a um dígito, além de retirar grande peso do Estado referente a dívidas, com os contratos de privatização. A liberalização comercial também foi incluída, com a diminuição de tarifas de importação. Como resultados positivos, a economia crescera a uma taxa média de 3,4% ao ano com grande diminuição da inércia inflacionária. Contudo, no que se refere à

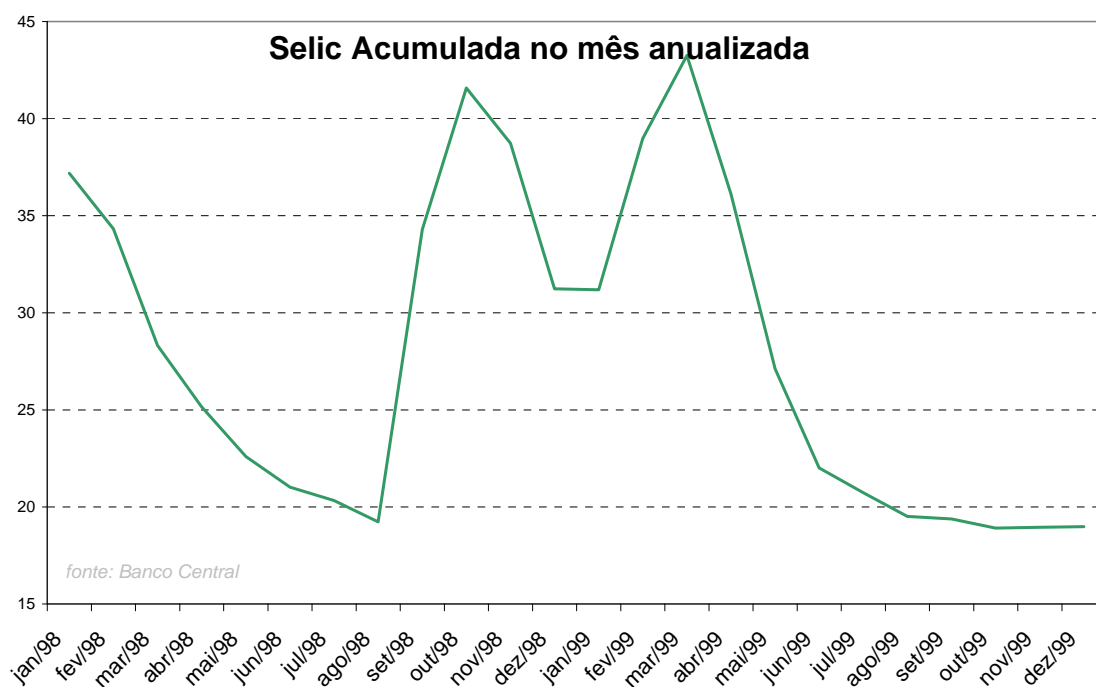
política fiscal, o país não conseguiu fazer grandes avanços. Até hoje o gasto público continua sendo um mal dos governos, prejudicando a política monetária.

Durante o período de 1994 a 1998 o Brasil sofreu grandes reflexos das crises de outros países emergentes. Destaca-se a crise da Rússia, em 1998, com moratória decretada que gerou uma crise de confiança para os países emergentes e conseqüentemente, forçando altas nas taxas de juros de curto prazo brasileiras. O resultado desta crise de confiança foi uma saída enorme de capitais do país que, conseqüentemente, forçou o Brasil a abandonar a paridade R\$ / US\$. De Janeiro a Fevereiro de 1999 o Brasil experimentou a máxima desvalorização do Real, observando a taxa de câmbio US\$/R\$ saindo de 1,2078 no dia quatro de janeiro para 2,0648 em vinte e seis de fevereiro; a inflação subiu rapidamente e as perspectivas eram de deterioração dos fundamentos macroeconômicos do país também. Pelo gráfico da ptax mensal de final de período podemos observar uma quebra estrutural na série da taxa de câmbio a partir do mês de janeiro.



À época, o Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil (COPOM), em sua reunião mensal, elevou a taxa de juros do país de 39% ao ano para 45% introduzindo o conceito de viés na meta da taxa de juros, o que viabilizava uma mudança na mesma antes

da reunião seguinte. Este choque de juros foi suficiente para acalmar o nervosismo instalado no mercado. O viés foi usado duas vezes, a primeira baixando a Selic de 46% para 42% e depois de 42% para 39,5%, realizando um aumento no final de apenas 0,5 p.p.. Como segunda decisão para a manutenção da estabilidade monetária o Banco Central cogitou a possibilidade de adoção do regime de **metas de inflação**. Pois naquele momento, com o regime de câmbio flutuante, a política monetária precisava de um novo condutor. A Selic acumulada no mês anualizada (para 252 dias úteis) chegou a 43,25% mostrando a tentativa do Banco Central de minimizar o fluxo de saída de capitais e ao mesmo tempo a deterioração dos fundamentos econômicos (crise de balança de pagamentos e expectativa de inflação principalmente).



Em março daquele ano o Banco Central inaugurou o departamento de pesquisas com inicialmente três áreas de atuação: *inflation targeting* (regime de metas de inflação); risco financeiro; preços e micro-economia bancária. Isto foi o preparatório para que oficialmente, em Julho de 1999 o Brasil adotasse o regime de metas de inflação. O regime, conforme o decreto nº 3088 de 21 de Junho de 1999, estabelecia-se mediante os seguintes aspectos:

“Art. 1º Fica estabelecida, como diretriz para fixação do regime de política monetária, a sistemática de metas para a inflação”.

§ 1o As metas são representadas por variações anuais de índice de preços de ampla divulgação.

§ 2o As metas e os respectivos intervalos de tolerância serão fixados pelo Conselho Monetário Nacional - CMN, mediante proposta do Ministro de Estado da Fazenda, observando-se que a fixação deverá ocorrer:

I - para os anos de 1999, 2000 e 2001, até 30 de junho de 1999; e

II - para os anos de 2002 e seguintes, até 30 de junho de cada segundo ano imediatamente anterior (1) .

Art. 2º Ao Banco Central do Brasil compete executar as políticas necessárias para cumprimento das metas fixadas.

Art. 3º O índice de preços a ser adotado para os fins previstos neste Decreto será escolhido pelo CMN, mediante proposta do Ministro de Estado da Fazenda.

Art. 4º Considera-se que a meta foi cumprida quando a variação acumulada da inflação - medida pelo índice de preços referido no artigo anterior, relativa ao período de janeiro a dezembro de cada ano calendário - situar-se na faixa do seu respectivo intervalo de tolerância.

Parágrafo único. Caso a meta não seja cumprida, o Presidente do Banco Central do Brasil divulgará publicamente as razões do descumprimento, por meio de carta aberta ao Ministro de Estado da Fazenda, que deverá conter:

I - descrição detalhada das causas do descumprimento;

II - providências para assegurar o retorno da inflação aos limites estabelecidos; e

III - o prazo no qual se espera que as providências produzam efeito.

Art. 5º O Banco Central do Brasil divulgará, até o último dia de cada trimestre civil, Relatório de Inflação abordando o desempenho do regime de "metas para a inflação", os resultados das decisões passadas de política monetária e a avaliação prospectiva da inflação.

Art. 6º Este Decreto entra em vigor na data de sua publicação.” (fonte: Banco Central do Brasil)

O índice de preços escolhido no caso do Brasil foi o Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), calculado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). O IPCA é formado pela pesquisa que ocorre em geral entre os dias 1 a 30 de cada mês e a população-objetivo do IPCA é composta por famílias que recebem de 1 a 40 salários mínimos mensais e que habitam as seguintes regiões metropolitanas: Rio de Janeiro, Porto Alegre, Belo Horizonte, Recife, São Paulo, Belém, Fortaleza, Salvador, Curitiba, Distrito Federal e do município de Goiânia.

Ao longo dos anos os preços administrados têm tido grande efeito sobre o IPCA cheio. Estes, no primeiro ano do sistema de metas de inflação, segundo o relatório de inflação do último trimestre de 99, contribuíam em aproximadamente 20% no índice de preços ao consumidor. Atualmente esta participação chega a 30% do IPCA. A dinâmica dos preços administrados é diferente dos preços livres por diversas causas, a saber: a dependência de preços internacionais no caso de produtos derivados de petróleo; preços administrados sofrem grande influência da taxa de câmbio (além da cotação internacional do petróleo que tem variação cambial a eletricidade está ligada à taxa de câmbio); a eletricidade e as tarifas de telefone são corrigidas contratualmente pelo índice geral de preços da FGV, o IGP, que sofre maior influência da taxa de câmbio; como os preços administrados são corrigidos anualmente pela variação média do IGP e da taxa de câmbio,

constroem uma inércia inflacionária, i. e., um peso muito grande relativo à inflação do passado na mudança de preços de hoje.

Neste mesmo ano, a aceleração do IPCA foi bastante influenciada pelos preços administrados. Um aumento dos níveis de preço internacional do petróleo junto à desvalorização cambial fez com que os administrados variassem 5,9% em julho de 1999 (na variação de 12 meses) destacando-se sobre as outras categorias do IPCA (comercializáveis e não comercializáveis). Contudo, o IPCA fechou o ano de 1999 em 8,9%, dentro da meta exigida de 8% com variação de dois pontos percentuais acima e abaixo.

Em 2000, a inflação teve comportamento contido após o mês de julho. Neste mês, o item comunicação teve variação de 7,61% e a variação do índice cheio ficou em 1,61% registrando maior alta do ano de 2000. Na classificação por grupo, ainda no mesmo mês, os preços dos administrados variaram 4,3% sendo bastante acima do IPCA cheio e mais uma vez o principal influente no aumento dos níveis de preços. Observou-se após julho uma tendência de deflação geral no IPCA, com maior intensidade nos administrados. No ano de 2000 a economia brasileira não passou por choques externos que comprometessem o cumprimento da meta de inflação. O IPCA apresentou 0,59% de variação no mês de dezembro, abaixo da expectativa (0,65%), durante o ano o índice foi pressionado pelos preços administrados enquanto os preços dos alimentos tiveram evolução favorável. Em relação ao setor externo o crescimento já mostrava sinais de arrefecimento, tanto nos Estados Unidos quanto na Europa e no Japão. O preço do petróleo mostrou recuo em dezembro encerrando o mês em US\$ 22,6/barril. Com a variação mensal de dezembro de 0,59%, o IPCA fechou o ano em 5,97% cumprindo a meta de 6%.

Em 2001, com a desaceleração do crescimento, já evidenciada no final de 2000, junto ao contágio da crise Argentina e os ataques terroristas nos Estados Unidos (09/11) produziram grande aversão ao risco dos investidores levando a uma depreciação cambial de aproximadamente 18,7% (ptax mensal dez/00 a dez/01). Além disso, observou-se um grande aumento dos preços administrados, principalmente os relativos à energia elétrica. A variação dos preços administrados no ano de 2001 totalizou 10,8%, bastante acima dos preços comercializáveis que variou 7,3%. Como contribuição do repasse cambial dada a desvalorização do real no ano, foi apurado peso de 38% sobre o IPCA, resultando em 2,9 pontos percentuais da variação do IPCA do ano de 2001 causados pela variação cambial,

segundo relatório do Banco Central. A inflação livre foi responsável por 2,4 pontos percentuais, os preços administrados foram 1,7% do total da variação do IPCA no ano enquanto a inércia inflacionária 0,7%. Como pode ser visto, o IPCA no ano de 2001 ficou em 7,7%, acima portanto do intervalo superior da meta (6%). Como principal causa do descumprimento da meta neste ano, a variação cambial que devido a choques externos comportou-se de maneira acima do esperado. A aversão ao risco dos investidores gerou uma saída do fluxo de capitais para o mercado doméstico, depreciando a taxa de câmbio. Isto pressionou os índices de inflação mais sensíveis ao câmbio como os IGPs que são indexadores de serviços como telefonia, energia elétrica, transportes, aumentando a inércia inflacionária pelo repasse deste no IPCA e os preços administrados. Além disso, os preços comercializáveis, que possuem forte correlação com o câmbio pelo custo-oportunidade de comércio, também foram bastante afetados. A inflação dos preços administrados ainda manteve-se alta em relação aos outros anos.

No ano seguinte, 2002, o Brasil experimentou a mais aguda crise no ambiente do regime de metas de inflação. Uma crescente crise de confiança no país à medida que o partido de esquerda foi tomando liderança nas pesquisas de eleição para o ano de 2003 foi observada. O risco país chegou a mais de mil pontos e o dólar chegou a aproximadamente R\$ 3,90 (ptax set/02). A queda no financiamento externo foi significativa, a demanda por títulos domésticos foi reduzida e as expectativas de inflação deterioraram-se. Os principais motivos pelo não cumprimento da meta foram: a forte desvalorização cambial, a evolução dos preços administrados e a deterioração das expectativas do nível de preços. O fenômeno de parada brusca de fluxo de capitais foi se realizando na medida do crescimento das incertezas quanto ao futuro do país e ao comprometimento do pagamento de suas dívidas. Pela ptax mensal, o real se depreciou frente ao dólar 52,3%. Os preços administrados aumentaram 15,3% no ano, enquanto os comercializáveis, 14,9%. A expectativa de inflação para 12 meses segundo o relatório do Banco Central (realizado pelo Gerin), comportou-se em torno de 4,5% até o mês de setembro e deteriorou-se rapidamente chegando a 11% em dezembro. Segundo relatório do Banco Central, na composição da inflação de 2002, a depreciação cambial teve significância de 43,9% mostrando que tanto seu efeito direto quanto seu efeito indireto (sobre os preços administrados e livres) foram extremamente importantes para o aumento da inflação do ano. Dentro dos preços administrados, os

destaques foram gás de bujão (48,3%), álcool (31,5%) e eletricidade (19,9%). O IPCA em 2002 variou 12,53% ultrapassando o limite do intervalo de tolerância de dois pontos percentuais acima da meta central de 3,5%. Dado o descumprimento da meta, houve alteração nas metas dos anos de 2003 e 2004, segundo a carta aberta feita pelo então presidente do Banco Central Henrique Meirelles para o Ministro da Fazenda Antônio Palocci Filho, em Janeiro de 2003, a justificativa da alteração fora que a convergência da inflação para a meta não se daria de forma esperada quando decretadas as metas de 2003, três anos antes. Grandes impactos inerciais da inflação do ano anterior (2002) e o efeito primário de choques sobre os preços administrados teriam de ser incorporados sobre a meta pré estabelecida para o ano de 2003. Portanto de 4% para 2003 e 3,75% para 2004 com tolerância de 2,5 pontos percentuais as metas foram reajustadas para 8,5% em 2003 e 5,5% para 2004.

O custo de se reajustar a meta provavelmente foi menor do que o Banco Central a todo custo alcançá-la. Na carta aberta de 2003, o Banco Central estimava uma perda do produto em mais de 7% caso forçasse o cumprimento da meta. Ao mesmo tempo deixando-a sem reajuste, levaria a conclusão dos agentes de que o Banco Central estaria estipulando metas impossíveis de se alcançar, o que enfraqueceria sua credibilidade diante do regime de metas de inflação. Característica esta, imprescindível para o sucesso do regime.

Em 2003, o IPCA ficou em 9,3% ao ano ultrapassando o limite superior da meta de 6,5% (4% mais 2,5%) estabelecida pelo Comitê de Política Monetária. Lembrando que a meta tinha sido reajustada para 8,5%, contudo a inflação ocorrida ainda foi acima do esperado (reajustado, que não suporta tolerância), fazendo novamente necessária a carta aberta da presidência do Banco Central ao Ministério da Fazenda segundo critério do regime de metas de inflação. Em 2003, as expectativas pessimistas sobre o novo governo foram sendo deixadas de lado à medida que o mesmo foi afirmando políticas econômicas austeras e políticas monetárias condizentes com a necessidade do país. Com a manutenção de política ortodoxa, o Banco Central foi sinalizando que o governo não deixaria a economia sair do rumo de estabilidade e o mercado se firmou. A taxa de câmbio estabeleceu-se a patamares de R\$ 3,00 por dólar e as expectativas de inflação para os doze meses seguintes foram convergindo para meta de 2004. A variação dos preços administrados em 2003 foi a maior entre os grupos componentes do IPCA, registrando

13,20% enquanto os comercializáveis registraram 8,7%. Os destaques para os administrados foram tarifas de ônibus, energia elétrica e telefone, fazendo com que os administrados contribuíssem para o IPCA cheio em 3,76 pontos percentuais. Sem dúvida alguma a inércia foi a principal fonte da alta do IPCA, com 63,7% do peso e responsabilizando-se por 5,9 pontos percentuais dos 9,3% do IPCA cheio. Ao final de junho de 2003 o Comitê de Política Monetária estipulou a meta para 2004 de 5,5% e para 2005 em 4,5%, ambas com tolerância de 2,5 pontos percentuais.

No ano de 2004 o Brasil apresentou forte crescimento do produto junto ao bom comportamento do nível de preços. O câmbio permaneceu por volta dos R\$ 3,00 apresentando apenas no final do ano quedas mais expressivas. Com o crescimento externo junto às exportações, o saldo na balança comercial chegou a mais de US\$ 30 bilhões favorecendo bastante a conta corrente brasileira. A inflação teve influência benéfica ao final do ano pela apreciação cambial e também pelos preços *in natura* que registraram forte queda. O IPCA registrou variação menor do que 1% em todos os meses. A mais alta foi de 0,91% em julho que teve como principal responsável a categoria comunicação com variação de 4,46%. O grupo dos preços administrados na divisão pelos três grupos (administrados, comercializáveis e não comercializáveis) foi mais uma vez o maior aumento com variação de 1,89% também no mês de julho. Em todo o ano os preços monitorados registraram alta de 10,2%, maior variação do ano, enquanto os preços comercializáveis cresceram 6,3% e os não comercializáveis, 6,8%. O IPCA cheio em 2004 ficou em 7,6% de variação, estando abaixo do teto da meta de 8%.

Agora, neste ano de 2005, observou-se a intensificação na apreciação do câmbio, forçando principalmente os IGPs para baixo (o IGP-DI e o IGP-M variam negativamente desde maio deste ano). Mesmo com o câmbio apreciado, as exportações continuam crescentes (até agosto chegaram a R\$ 28 bilhões). O IPCA já acumula 4,0% até o mês de setembro. Os preços monitorados apresentam variação acumulada de 5,8% no ano enquanto os preços comercializáveis e não comercializáveis cresceram 1,9% e 4,9% respectivamente.

As expectativas sobre o cumprimento da meta este ano foram se consolidando ao longo do tempo. Atualmente, mesmo o reajuste recente da Petrobrás de 10% sobre o preço da gasolina não comprometeu a expectativa de convergência para meta do IPCA de 2005 e para o próximo ano, 2006. Vale ressaltar que para o próximo ano, com a significativa queda

do dólar frente ao real e conseqüentemente os baixos níveis de evolução dos IGPs, que servem como indexadores, há uma expectativa de que os preços dos administrados venham abaixo dos preços livres (comercializáveis e não comercializáveis) mostrando que pela primeira vez os administrados possam não ser um dos principais fatores de pressão inflacionária. No último relatório de mercado realizado pelo Gerin do Banco Central, as expectativas para o ano de 2005 são para 5,5% de variação para o IPCA e parece que mais uma vez o Banco Central cumprirá a sua meta.

Segunda Parte

2.1 Comentário sobre a atual situação de países que utilizam o núcleo da inflação como meta para o regime de inflation targeting

Como exemplo da hipótese criada para utilização do núcleo do índice de inflação abordaremos uma breve análise de dois estudos de casos. O primeiro estudo consiste no relato de uma economia desenvolvida, no caso o Canadá, que utiliza, de fato, isto é, operacionalmente, o núcleo da inflação como objetivo da política monetária, apesar de oficialmente ter designado o controle do índice de preços ao consumidor como meta. Em segundo lugar será abordada uma breve análise sobre uma economia emergente que utiliza também o núcleo do índice de preços ao consumidor como meta do regime de inflação, a Tailândia.

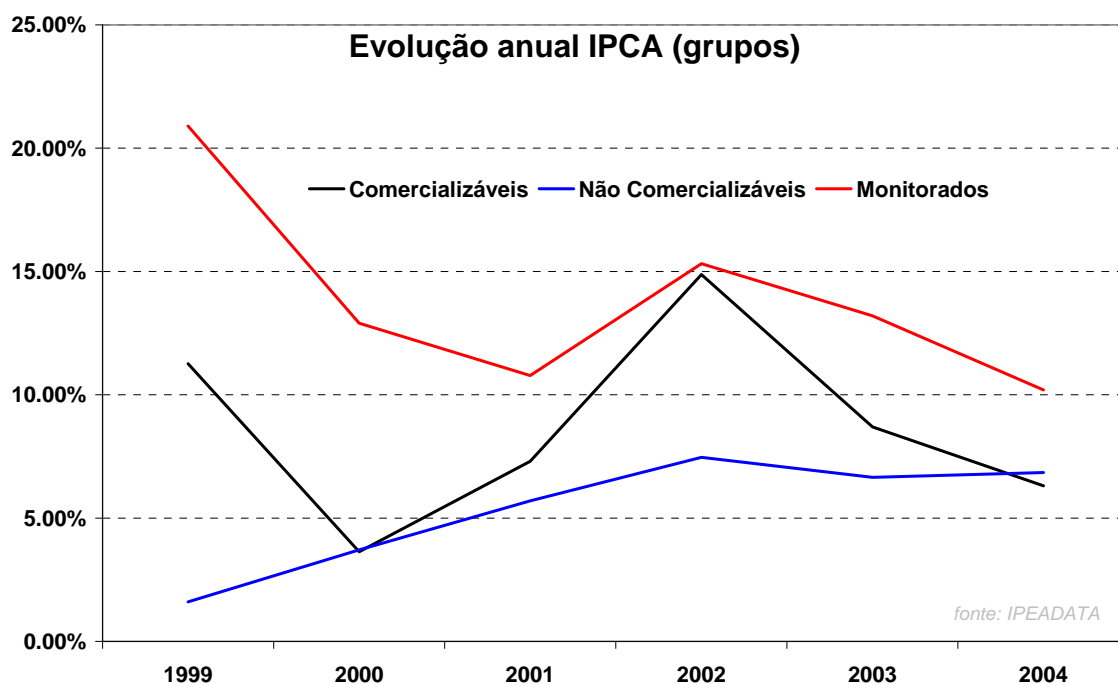
Começamos pela economia canadense. O Banco Central do Canadá, fundado em 1934, adotou o regime de metas de inflação em 1991. O regime de metas de inflação foi adotado para um período de cinco anos. O objetivo inicial era diminuir substancialmente a inflação (que em 1991 atingira 5,9%), em progressiva diminuição de níveis: primeiro para 3%, depois 2,5% e mais tarde 2%. Em 1993 a inflação encontrava-se em 2% e o Banco Central canadense resolveu estender o regime de metas de inflação para 1998 com meta de 1% a 3%. Em 1998 a duração do regime foi estendida para 2001 e em 2001, para 2006. Atualmente, a meta para inflação do índice de preços ao consumidor cheio (CPI) está estipulada entre 1% e 3% com a média da meta em 2%. O núcleo do CPI é calculado através da exclusão de 8 componentes do índice cheio que possuem as maiores volatilidades de preço, representando 16% do índice cheio. Os itens excluídos são frutas,

vegetais, gasolina, óleo combustível, gás natural, juros de dívidas, transporte intermunicipal e produtos feitos com tabaco assim como o efeito de mudanças de taxas indiretas nos componentes. O uso do núcleo do CPI começou em 2001 e tem como base de argumento que o Banco Central reconhece tal instrumento sendo bastante útil como o operacional da condução da política monetária, uma vez que o mesmo exclui flutuações transitórias nos preços dos componentes do CPI cheio. O Banco Central do Canadá afirma que apesar do índice de preços ao consumidor representar a melhor medida de mudanças do custo de vida dos indivíduos e oficialmente a meta ser medida para o índice cheio, o banco utiliza o núcleo como base para suas ações de política monetária. O que torna o núcleo o objetivo operacional da política monetária canadense.

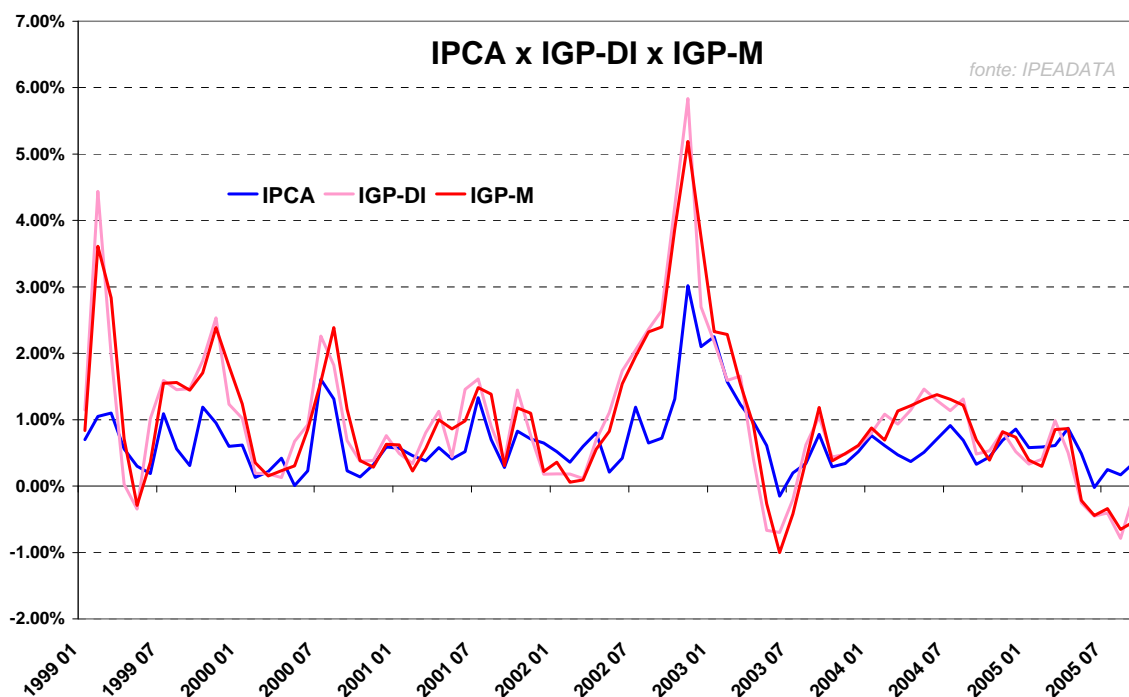
Passando para a economia emergente: a economia tailandesa. O Banco Central da Tailândia adotou o regime de *peg* cambial após a segunda Guerra Mundial. O *bath* tailandês era fixado inicialmente em relação a uma moeda forte (em ouro), após 1984 foi adotado o regime de câmbio fixo por uma cesta de moedas. Contudo o maior controle era em relação ao dólar americano. Após a adoção do regime de câmbio flutuante, em julho de 1997, com ajuda do FMI, a Tailândia adotou o regime de metas para base monetária. No ano 2000 após o programa de ajuda do FMI, o banco levantou a questão de controle da base monetária concluindo que este regime era menos efetivo do que o regime de metas para inflação. A principal causa foi que a relação entre a oferta de moeda e o crescimento do produto havia se tornado menos estável (assim como já dito anteriormente). Com isto, o banco tailandês adotou o regime de metas de inflação a partir de 2000 utilizando o núcleo do índice de preços nacional. Este núcleo expurga alimentos agrícolas e preços ligados à energia, devido ao fato destes possuírem uma volatilidade maior. **A utilização do núcleo no regime de metas de inflação é justificada pela possível má conduta de política monetária caso estes itens estejam no índice que é utilizado como instrumento para política monetária, pois absorveria choques momentâneos desnecessários.**

2.2 Análise de outros índices de preços e suas diferenças em relação ao IPCA, discussão sobre o seu núcleo

Ao longo de todos estes anos em que o Brasil experimentou o regime de metas de inflação, ficou claro que a eficiência de sua implementação compete principalmente à credibilidade do Banco Central. Fator muito importante no histórico do *Inflation Targeting* brasileiro foi a forma pela qual a meta não foi cumprida nos anos de 2001, 2002 e 2003 e como foi sua justificativa. Não houve abalo quanto à credibilidade do Banco Central. Outro fator importante é a influência dos preços administrados em relação à variação do IPCA. Durante todos os anos, a variação dos preços monitorados foi uma das maiores ou a maior pressionando o índice cheio. Contudo, atualmente viu-se um grande enfraquecimento do peso dos administrados na composição total do IPCA. Apesar dos preços de petróleo dos últimos anos estarem em patamares nunca antes vistos, os reajustes vêm sendo cada vez mais bem absorvidos pelo índice, ou seja, o repasse secundário está sendo contido pela política que o Banco Central tem adotado.

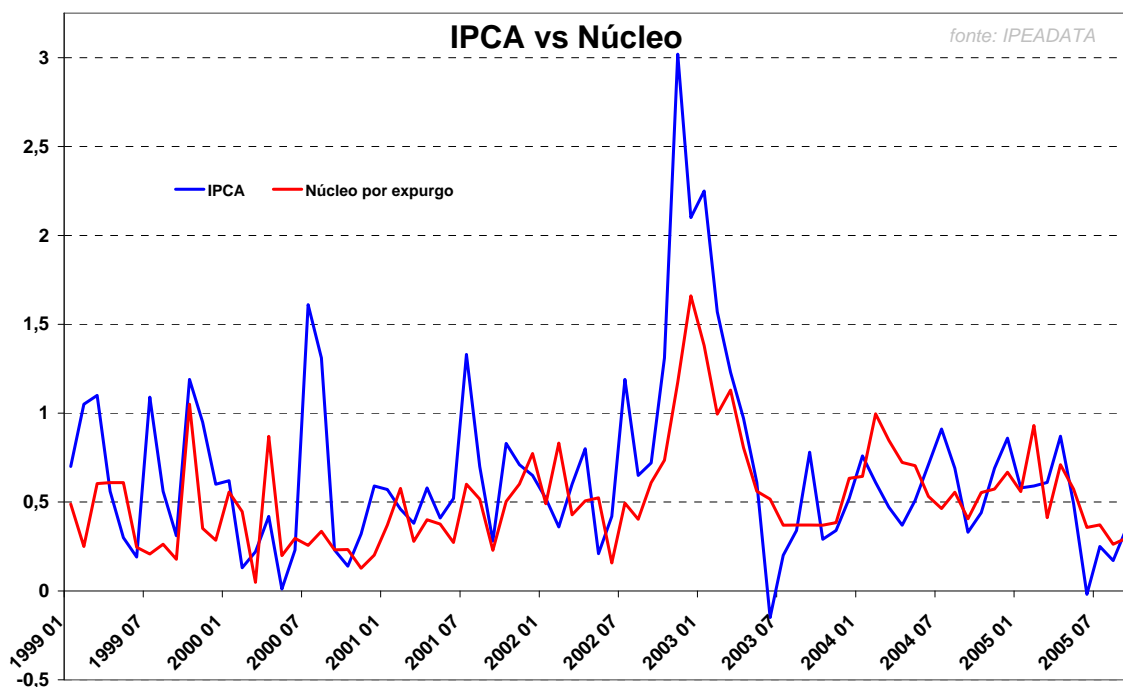


Vale lembrar também que com a grande apreciação cambial neste ano (16,3% pela ptax de final de período), devido a exportações contínuas e crescentes, além da maior taxa de juros real do mundo refletindo grande entrada de divisas no país, os IGPs que são indexadores de muitos preços administrados têm variado negativamente nos últimos quatro meses. O IGP-M e o IGP-DI diferem quanto à data de coleta, o primeiro o período vai do dia 21 do mês ao dia 20 do mês seguinte, enquanto o IGP-DI é referente ao mês cheio (do primeiro dia do mês ao último). Ambos são compostos pelo Índice de Preços por Atacado (IPA), Índice de Preços ao Consumidor (IPC) e pelo Índice Nacional de Construção Civil (INCC) nas respectivas ponderações: 60%, 30% e 10%. De acordo com os 60% de peso do Índice de Preços por Atacado revela-se a grande influência de pressão inflacionária pela variação cambial.



2.3 Discussão do uso do núcleo no regime de metas de inflação

Em muitas publicações que abordam o tema de *inflation targeting* há discussões sobre o design do regime. Entre elas, as mais destacadas são o uso de “*escape clauses*”, “*tolerance bands*”, “*establishment of targets and target horizon*” e uso do “*core inflation targeting*”. Este último, apesar de diversos contra pontos, é de bastante interesse seu estudo, pois sua utilização pode concentrar-se na tendência da inflação. No que tange ao uso do núcleo, admite-se que este poderia não representar efetivamente a manutenção do poder de compra, dado que no caso do Brasil, atualmente 45% da cesta de bens são de itens de preços administrados e agrícolas, i. e., que são excluídos do núcleo. Outro fator que adiciona preocupação sobre o núcleo seria a crítica do passado recente do país, onde houve manipulação dos índices de preços, deixando os agentes mais cautelosos como cálculo do núcleo e tornando a eficiência do regime de metas de inflação questionável. O grande ponto sobre estes dois argumentos contra o uso do núcleo é a credibilidade das instituições do governo e principalmente a do Banco Central. Uma vez forte sua imagem, não haveria dúvidas sobre a apuração dos níveis de preço nem sobre a administração para o controle do poder de compra. Quanto maior a credibilidade, a influência do passado inflacionário tende a diminuir o peso sobre as expectativas futuras de inflação. Pois, menor seriam a inércia inflacionária e o repasse sobre os outros componentes do índice devido a choques cambiais ou reajuste de preços administrados. **Com isto, a utilização do núcleo poderia ser mais eficiente porque como este não sofre influência de choques momentâneos torna-se um melhor indicador sobre a tendência da inflação e conseqüentemente da expectativa futura da inflação.** Como na verdade o que o Banco Central faz no regime de *inflation targeting* é *inflation forecast targeting*, as expectativas futuras são extremamente importantes para sua função de reação. **A idéia do uso do núcleo compreende um método em que as expectativas poderiam ser melhores apuradas de modo a diminuir a volatilidade da taxa de juros, tanto quanto apertos monetários desnecessários.** Mas antes disto deve-se ser entendido a composição e o comportamento do núcleo do IPCA.



Terceira Parte

3.1 Análise do núcleo do IPCA em relação ao IPCA cheio nos últimos anos e a natureza da pressão inflacionária no Brasil

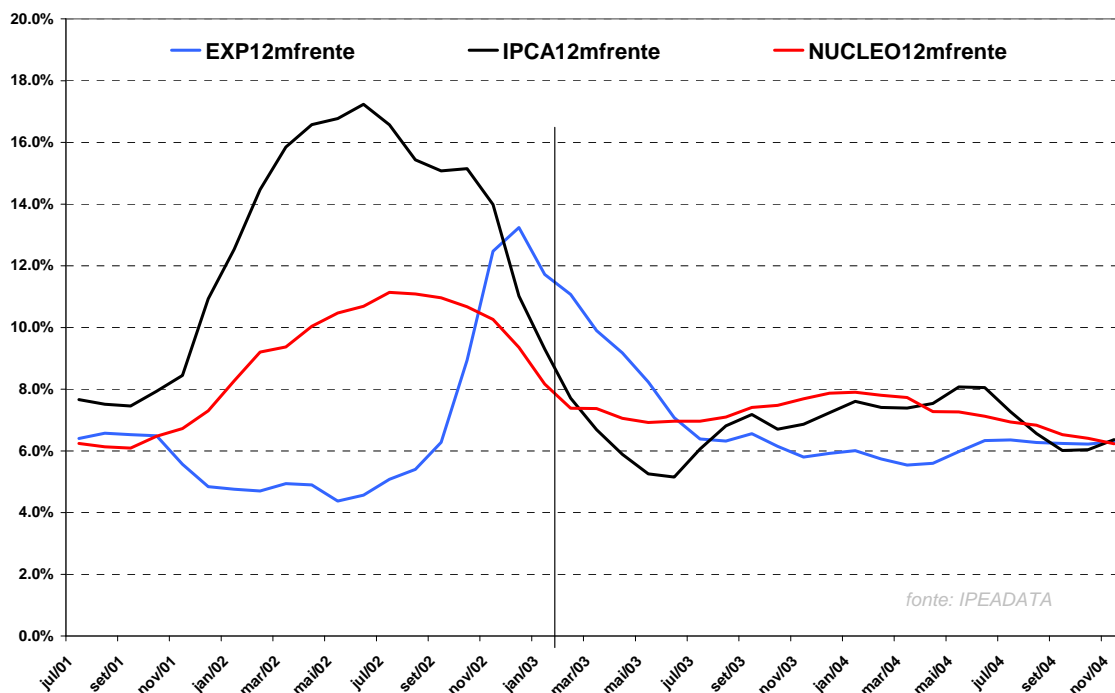
Podemos ver no gráfico acima que o comportamento do núcleo reflete o comportamento do IPCA cheio suavizado. O núcleo por expurgo é calculado e divulgado pelo Banco Central do Brasil e exclui preços administrados (ou monitorados) e alimentação no domicílio. Existem outros cálculos de núcleo de inflação, como o de médias aparadas que consiste em descartar as 20% maiores e as 20% menores variações de preços em cada mês. O principal problema deste cálculo do núcleo é que como os preços variam de forma diferente a cada mês, a exclusão não é fixa por determinados grupos, ou seja, a cada mês um componente do IPCA pode ser retirado para efeito deste núcleo devido à sua variação.

Vale o destaque ao estudarmos a natureza da pressão inflacionária no Brasil através do IPCA, na qual durante anos o principal agente foi o grupo dos preços monitorados, que são excluídos do núcleo e que compõem cerca de 30% do IPCA. Porém, ao analisarmos o

gráfico a seguir, composto pela expectativa de 12 meses à frente de inflação (pelo IPCA) – série divulgada pelo Banco Central - junto ao próprio IPCA realizado 12 meses à frente e o núcleo por expurgo 12 meses à frente, veremos que desde março de 2003 o núcleo se apresenta num patamar mais elevado que o IPCA cheio. O núcleo do IPCA por exclusão, expurga IPTU, taxa de água e esgoto, gás de bujão, gás encanado, energia elétrica residencial, ônibus urbano, ônibus intermunicipal, ônibus interestadual, *ferry-boat*, avião, metrô, navio, barco, táxi, trem, emplacamento e licença, pedágio, gasolina, álcool, óleo, óleo diesel, plano de saúde, cartório, jogos lotéricos, correios, telefone fixo, telefone público e telefone celular além de alimentos no domicílio. **Isto mostra que pela inflação acumulada recentemente houve uma mudança na natureza quanto à pressão inflacionária.** Embora durante muitos anos o país tenha sofrido com efeitos de câmbio que pressiona os IGPs (indexadores de preços administrados) e ao mesmo tempo o IPCA formando uma inércia inflacionária que compunha uma grande fatia na inflação, é notável o comportamento do núcleo a partir do gráfico a seguir relativo os últimos anos. Dado que o núcleo por expurgo retira efeitos de alimentação que sofrem sazonalmente e preços monitorados, seria razoável pensar, devido ao histórico da inércia inflacionária (principalmente pelos administrados), que o núcleo seria menor que o próprio IPCA, o que não ocorre de fato durante uma grande parte do tempo.

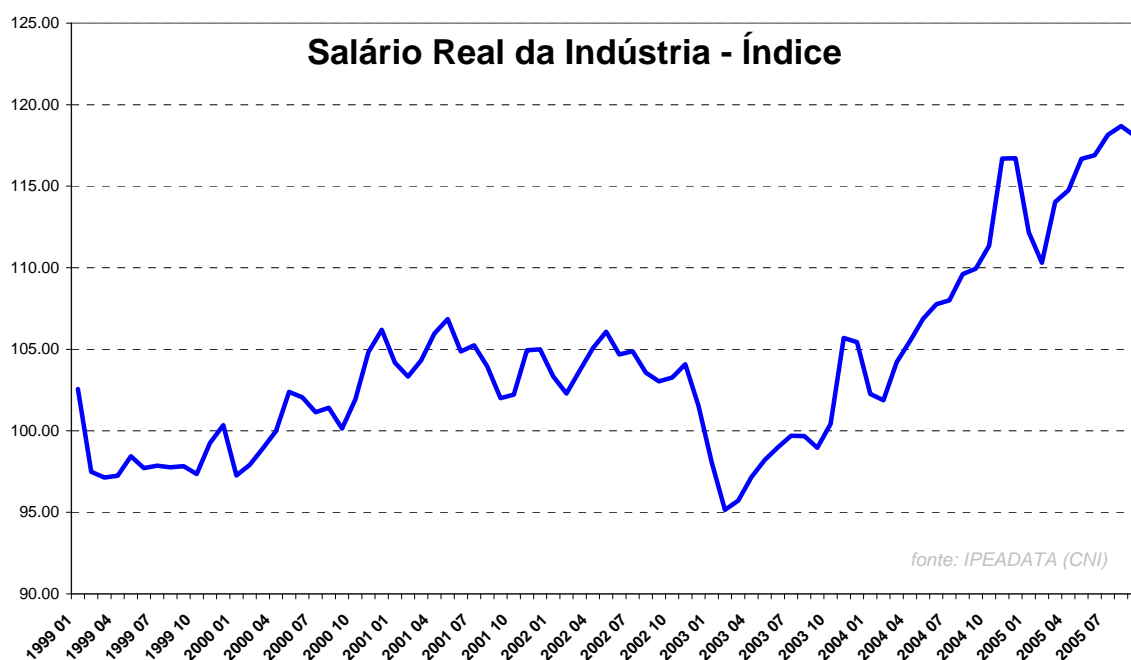
Quarta Parte

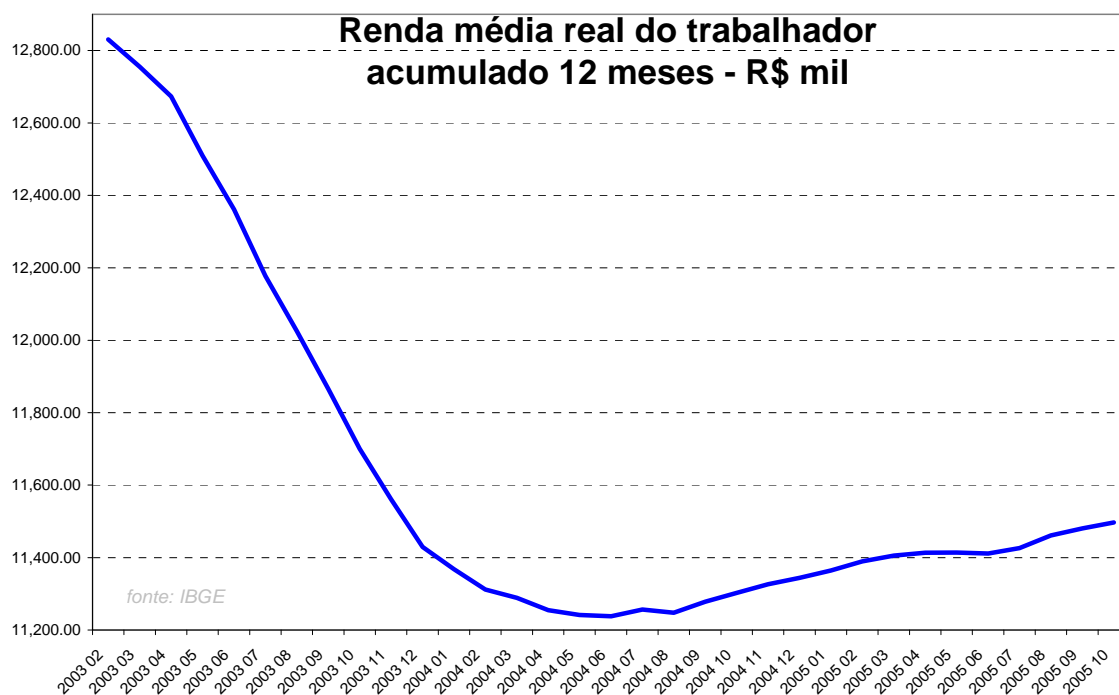
4.1 Conclusão da hipótese do uso do núcleo do IPCA no regime de metas de inflação no Brasil



Este fato é derivado de uma mudança na natureza inflacionária no país. Durante muitos anos os principais agentes da pressão inflacionária foram os preços administrados, que são mais sensíveis a variações no câmbio por serem indexados aos IGPs. Isto pode ser observado pelo *spread* entre o núcleo e o IPCA cheio do último gráfico no período anterior a março de 2003. Contudo, nos últimos anos a inércia inflacionária tem diminuído tanto pelo sucesso da política monetária quanto pela ajuda (mais recente) da valorização da moeda local. Três agentes principais vêm sendo responsáveis pela transformação da natureza da pressão inflacionária: a renda, o câmbio e o crédito. Uma melhoria na renda real do trabalhador faz com que a massa da população passe a consumir mais itens ligados à renda, como serviços. Ao mesmo tempo, valorização da moeda nacional ajuda na melhoria do poder de compra dos indivíduos. Outro fator importante é a expansão do crédito, com

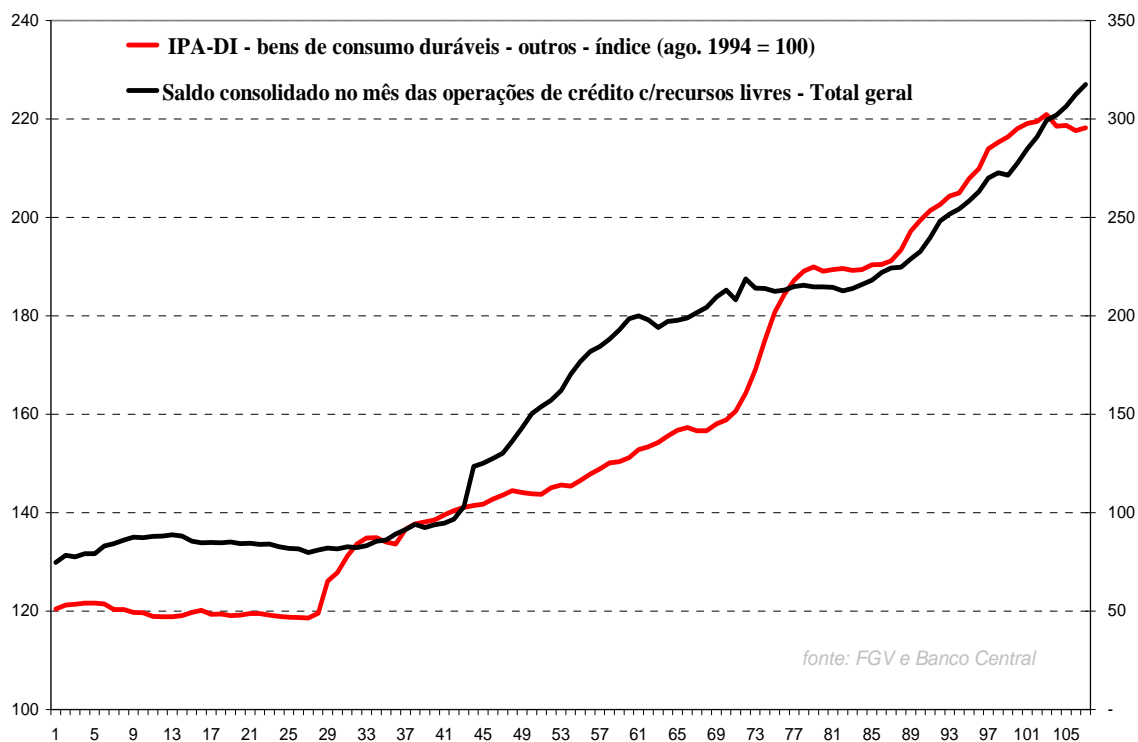
destaque no setor de crédito descontado em folha de pagamento para pessoas físicas (ver gráfico “Evolução do crédito no Brasil”). O crédito está positivamente relacionado com o consumo de bens duráveis. Dentre os maiores itens que compõem o núcleo do IPCA e que mais aumentaram desde março de 2003 até agora estão serviços e bens duráveis que são exatamente o resultado da melhoria dos fatores já citados. Dentre os itens componentes do núcleo do IPCA os de maior destaque são serviços com empregado doméstico (apesar de ter havido aumento do salário mínimo de aproximadamente 30% e mudança na metodologia da pesquisa do emprego) com aumento de 79%, refeição fora do domicílio (com alta de 67%), compra de carros novos (58%) e usados (51%), condomínio (55%), conserto de automóveis (34%), aluguel residencial (32%), cursos de primeiro grau (29%) e lanche (29%), produtos farmacêuticos (19%), seguro voluntário de veículos (16%), refrigerador (14%), serviços de saúde - dentista (13%), cursos diversos (12%) e outros. De acordo com o índice de salário real da indústria (de base 100 em 1992) da Confederação Nacional da Indústria o salário real aumentou de março de 2003 até hoje cerca de 24%.



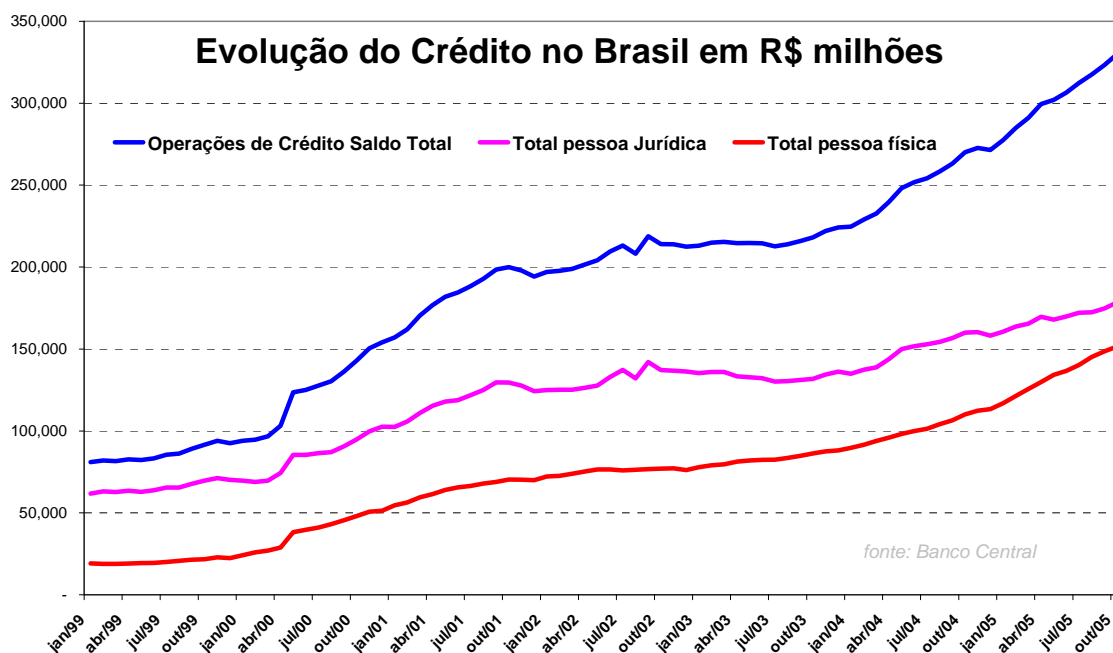


Por este outro gráfico, na série acumulada da renda média real do trabalhador, divulgada pelo IBGE, a renda vem retomando crescimento a partir do segundo semestre de 2004.

O Brasil apesar de possuir níveis muito baixos ainda de crédito - relação crédito/PIB ainda é muito baixa (menos de 30%) mesmo comparando com países emergentes, as operações de crédito no Brasil têm aumentado significativamente nos últimos anos. Grande parte deste aumento deve-se ao crédito consignado, que é constituído pelo crédito descontado na própria folha de pagamento o que diminui de forma relevante o risco de inadimplência e conseqüentemente as taxas de juros realizadas no empréstimo.



Este tem sido um mercado em grande desenvolvimento, tanto por bancos de pequeno quanto de grande porte. Vale lembrar que quanto mais desenvolvido o mercado de crédito numa economia mais sensível ela é a reações de política monetária. Podemos ver a evolução do mercado de crédito neste último gráfico junto ao crescimento do nível de preços de bens duráveis, extraído da série de número índice do subgrupo bens duráveis do Índice de Preços por Atacado (IPA) da Fundação Getúlio Vargas.



É importante notar que estes três fenômenos não parecem ser momentâneos. O mercado de crédito ainda está em desenvolvimento, com a inflação controlada e o produto em crescimento, a renda real tende a aumentar. Além disso, o dólar este ano de 2005 sofreu uma forte depreciação frente ao real - cerca de 15% até outubro. Os IGPs vieram negativos de maio a setembro fazendo com que para o final de ano estes índices se posicionam bem abaixo do IPCA.



Com esta combinação de IGP's fracos e o câmbio valorizado, os monitorados aparentemente não farão uma pressão tão forte, pois seus indexadores serão baixos. Se confirmada esta nova tendência da pressão inflacionária, é razoável dizer que o Banco Central terá um poder maior sobre o controle da inflação. **Mais ainda, o núcleo da inflação por expurgo, que mantém rígidos os preços excluídos do índice, tornou-se um indicador antecedente da inflação melhor do que era antes, já que a partir dos últimos dados, vemos que este destaca as pressões inflacionárias mais fortes. Portanto, vale dizer que em se mantendo o novo comportamento do núcleo, este tenderá a ser um indicador mais consistente para a condução da política monetária.** O efeito da mudança de natureza da pressão inflacionária no Brasil é destacável em sua análise. **Com melhor indicador de pressão inflacionária e maior controle da inflação torna-se viável que o Banco Central obtenha melhores resultados em sua política monetária, implementando o núcleo do IPCA em seu modelo de metas para inflação, visto que o próprio tornou-se um melhor indicador da tendência da inflação e do novo perfil da pressão inflacionária.**

Quinta Parte

5.1 Bibliografia

- Inflation Targeting in Emerging Market Economies – Armínio Fraga, Ilan Goldfajn and André Minella. Junho 2003
- Inflation Targeting in Brazil: Constructing Credibility under Exchange Rate Volatility – André Minella, Paulo Springer de Freitas, Ilan Goldfajn and Marcelo Kfoury Muinhos. Julho 2003
- Can Inflation Targeting work in Emerging Markets Countries? - Frederic Mishkin. Julho 2004
- An Historical Analysis Of Monetary Policy Rules – John B. Taylor. Outubro 1998
- Livro: Inflation Targeting, Debt, and the Brazilian Experience – Francesco Giavazzi, Ilan Goldfajn and Santiago Herrera. Junho 2005
- Uma proposta de aperfeiçoamento do sistema de metas de inflação: o uso do IPCA médio de 12 meses – Fabio Giambiagi e Eduardo Velho. Junho 2004
- Site do Banco Central do Brasil: www.bcb.gov.br
- Site do Repec – Research Papers in Economics www.repec.org
- Site do IEPECDG – Instituto de Estudos de Política Econômica Casa das Garças www.iepecdg.com
- Site do FMI www.imf.org
- Site banco mundial www.worldbank.org
- Site do Royal Economic Society www.res.org.uk
- Why are Brazil's Interest Rates so High? – Francesco Giavazzi and Carlo Favero. 2002
- Implementing Inflation Targeting in Brazil – Joel Bogdanski, Alexandre Tombini and Sérgio Werlang. 2000
- Inflation Targeting in Brazil: Lessons and Challenges – Minella, Freitas, Goldfajn e Muinhos. 2002
- IMF Working Paper: What drives inflation expectations in Brazil? An empirical Analysis. Cerisola e Gelos. 2005

- World Economic Outlook – IMF. Setembro 2005
- Site dos Bancos Centrais <http://www.bis.org/cbanks.htm>
- Relatórios trimestrais de Inflação do Banco Central do Brasil.
- Livro: Macroeconomia – Olivier Blanchard