

RAFAEL QUEVEDO DO AMARAL

**A CONDUÇÃO DO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO NO
BRASIL: POSSÍVEIS FONTES DE PERDA DE EFICÁCIA DA
POLÍTICA MONETÁRIA**

Dissertação apresentada como requisito parcial à obtenção do grau de mestre em Desenvolvimento Econômico, do Curso de Pós-Graduação em Desenvolvimento Econômico, Setor de Ciências Econômicas, Universidade Federal do Paraná.

Orientador: Dr. José Luis da Costa Oreiro

Curitiba
2007

TERMO DE APROVAÇÃO

RAFAEL QUEVEDO DO AMARAL

A CONDUÇÃO DO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO NO BRASIL: POSSÍVEIS FONTES DE PERDA DE EFICÁCIA DA POLÍTICA MONETÁRIA

Dissertação apresentada como requisito parcial à obtenção do grau de mestre em Desenvolvimento Econômico, do Curso de Pós-Graduação em Desenvolvimento Econômico, Setor de Ciências Econômicas, Universidade Federal do Paraná.

Prof. Dr. José Luis da Costa Oreiro
Departamento de Economia, UFPR.
(Orientador)

Prof. Dr. Márcio Holland de Brito
Escola de Economia de São Paulo - FGV

Prof. Dr. Marcelo Luiz Curado
Departamento de Economia, UFPR.

Curitiba, Março de 2007

À minha mãe, Sueli, pelo exemplo de vida.

AGRADECIMENTOS

Esta dissertação, sem dúvida, faz parte de um momento de grande amadurecimento pessoal e intelectual. O esforço despendido para a realização da mesma, bem como na realização dos créditos do mestrado, me proporcionaram tanto um maior amadurecimento e organização de meus conhecimentos em economia como um grande senso de organização e aproveitamento do tempo disponível.

Agradeço ao Professor Oreiro, que além da competente orientação, muitas vezes me prestou valiosos conselhos, compartilhando sua experiência de vida e disponibilizando sua amizade. Seu entendimento da minha restrição de tempo, ao conciliar a elaboração da dissertação com o trabalho, foram de suma importância para mim, já que nossas conversas não podiam ocorrer diariamente. Nesse sentido, nossos almoços, onde eram esclarecidas as dúvidas, discutidas as questões relativas à dissertação e sugeridas as mudanças nos capítulos não serão esquecidos.

Aos colegas e também amigos na UFPR, pelo incentivo e troca de conhecimentos que me disponibilizaram. As dificuldades enfrentadas no mestrado certamente nos uniram e facilitaram a superação dessa etapa e a vida em Curitiba. Meus agradecimentos ao Departamento de Economia e ao Conselho Nacional de Iniciação Científica pela bolsa de estudos concedida no primeiro ano do mestrado.

Agradeço também aos meus colegas do Departamento Nacional de Produção Mineral (DNPM), principalmente aos colegas Fernando e Paulo, tanto pela amizade e incentivo, como pelo entendimento de que meu aperfeiçoamento seria útil na instituição. Nesse sentido, a liberação para assistir às aulas e a flexibilidade oferecida para a elaboração da minha dissertação foram de muita valia.

Não posso deixar de lembrar também os meus pais, irmão, sogro e sogra, pela ajuda na mudança para Curitiba e pelo amor e ensinamentos oferecidos até hoje. Essas pessoas foram e continuarão sendo de muita importância para mim.

Por fim, agradeço a quem considero uma pessoa muito importante nessa conquista, minha esposa Sabrina, quem me amparou nas horas mais difíceis e entendeu nossas dificuldades financeiras nesse período. O enfrentamento de minha ausência, isolado na maioria das horas com os livros e tentando dividir meu tempo disponível entre outras tarefas e a dedicação a sua companhia, certamente foi uma tarefa árdua, principalmente para o início de um casamento.

SUMÁRIO

LISTA DE TABELAS.....	VI
LISTA DE GRÁFICOS.....	VI
LISTA DE QUADROS.....	VII
RESUMO.....	VIII
ABSTRACT.....	IX
1 INTRODUÇÃO.....	10
2 O REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO: TEORIA E DESENHOS INSTITUCIONAIS.....	14
2.1 O REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO: ABORDAGEM TEÓRICA.....	15
2.2 DIFERENTES DESENHOS INSTITUCIONAIS DO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO.....	22
2.2.1 A escolha do horizonte de convergência para a meta.....	22
2.2.2 O índice de preços a ser escolhido.....	24
2.2.3 Amplitude correta para a banda da taxa de inflação.....	25
2.2.4 A escolha entre um valor numérico ou uma banda.....	26
2.2.5 O valor para a meta de longo prazo.....	27
2.2.6 Núcleo de inflação X inflação total.....	28
CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	30
3 A EXPERIÊNCIA INTERNACIONAL COM METAS DE INFLAÇÃO: OS DIFERENTES DESENHOS INSTITUCIONAIS SEGUIDOS.....	32
3.1 OS CASOS DA NOVA ZELÂNDIA, CANADÁ, REINO UNIDO E AUSTRÁLIA.....	33
3.2 OS CASOS DO CHILE E MÉXICO.....	43
CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	52
4 A DINÂMICA DA FUNÇÃO DE REAÇÃO DO BANCO CENTRAL DO BRASIL: UMA POSSÍVEL FONTE DE PERDA DE EFICÁCIA DA POLÍTICA MONETÁRIA.....	53
4.1 A POLÍTICA MONETÁRIA NO PERÍODO 1999/07 – 2007/02.....	54
4.2 ESTIMATIVA DA DINÂMICA DE DETERMINAÇÃO DA TAXA SELIC.....	64
CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	72
5 A RELAÇÃO ENTRE O MERCADO DE DÍVIDA PÚBLICA E A POLÍTICA MONETÁRIA NO BRASIL.....	75
5.1 O MERCADO DE TÍTULOS PÚBLICOS E A CONDUÇÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA.....	76
5.2 UM MODELO SOBRE A INFLUÊNCIA DA <i>DURATION</i> NA EFICÁCIA DA POLÍTICA MONETÁRIA.....	89
5.2.1 Modelo de política monetária com a <i>duration</i> da dívida mobiliária.....	91
5.2.2 Simulação e resultados do modelo.....	94
CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	101
6 CONCLUSÃO.....	103
REFERÊNCIAS.....	107
ANEXOS.....	116

LISTA DE TABELAS

TABELA 3.1 – DESENHO INSTITUCIONAL DO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO NOS PAÍSES SELECIONADOS.....	51
TABELA 4.2 – METAS PARA A INFLAÇÃO E IPCA ANUAL.....	61
TABELA 5.3 – EVOLUÇÃO DA COMPOSIÇÃO DAS RECEITAS DOS BANCOS PRIVADOS NACIONAIS E ESTRANGEIROS –1998/2001.....	88
TABELA 5.4 – VALORES DOS COEFICIENTES.....	95
TABELA 5.5 – VALORES DADOS PARA AS VARIÁVEIS INICIAIS.....	95
TABELA 5.6 – VALORES DAS VARIÁVEIS.....	95
TABELA 5.7 – RESUMO COMPARATIVO DOS RESULTADOS.....	100

LISTA DE GRÁFICOS

GRÁFICO 3.1 – REDUÇÃO DA INFLAÇÃO NOS PAÍSES DESENVOLVIDOS SELECIONADOS (1990-2005).....	49
GRÁFICO 3.2 – REDUÇÃO DA INFLAÇÃO NOS PAÍSES EM DESENVOLVIMENTO SELECIONADOS (1990-2005).....	50
GRÁFICO 4.3 – TAXA SELIC, EXPECTATIVAS DE INFLAÇÃO E IPCA REALIZADO (2001/07-2006/03).....	63
GRÁFICO 4.4 - INFLAÇÃO DOS PREÇOS LIVRES E ADMINISTRADOS (2000/06 – 2006/03).....	64
GRÁFICO 5.5 – PRINCIPAIS INDEXADORES DA DÍVIDA PÚBLICA INTERNA (JAN-2001/JUN-2006).....	83
GRÁFICO 5.6 – SALDO DA DÍVIDA MOBILIÁRIA EM NTN, LTN E LFT– POSIÇÃO EM CUSTÓDIA EM MILHÕES (JAN-1995/JUL-2006).....	84
GRÁFICO 5.7 – PRAZOS MÉDIOS DE EMISSÃO DE LFT E LTN (FEV-2000/JUN-2006).....	85
GRÁFICO 5.8 – PRAZO MÉDIO E DURAÇÃO DA DÍVIDA MOBILIÁRIA FEDERAL – TÍTULOS DO TESOURO NACIONAL (SET-2000/JUL-2006).....	86
GRÁFICO 5.9 –TRAJETÓRIA DAS VARIÁVEIS PARA OS VALORES INICIAIS DADOS.....	97
GRÁFICO 5.10 – TRAJETÓRIA DAS VARIÁVEIS DADO UM CHOQUE SOBRE A INFLAÇÃO E MANTIDA A MESMA <i>DURATION</i>	97
GRÁFICO 5.11 – TRAJETÓRIA DAS VARIÁVEIS DADO UM CHOQUE SOBRE A INFLAÇÃO E AUMENTANDO-SE A <i>DURATION</i>	98
GRÁFICO 5.12 –TRAJETÓRIA DAS VARIÁVEIS PARA UM AUMENTO NO COEFICIENTE B_1	99
GRÁFICO 5.13 –TRAJETÓRIA DAS VARIÁVEIS ELEVANDO-SE SOMENTE A <i>DURATION</i>	99
GRÁFICO 5.14 – TRAJETÓRIA DA INFLAÇÃO DADO UM CHOQUE COM <i>DURATION</i> CONSTANTE E ELEVADA.....	100

LISTA DE QUADROS

QUADRO 4.1 - DIAGRAMA DE CAUSALIDADE ENTRE AS VARIÁVEIS.....	68
--------------------------------------------------------------	----

A CONDUÇÃO DO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO NO BRASIL: POSSÍVEIS FONTES DE PERDA DE EFICÁCIA DA POLÍTICA MONETÁRIA

Autor: Rafael Quevedo do Amaral

Orientador: Prof. Dr. José Luis da Costa Oreiro

Resumo: Esta dissertação propõe-se a analisar a condução da política monetária brasileira no regime de metas de inflação. Para isso, parte-se de uma discussão teórica sobre metas de inflação e de uma revisão da experiência internacional com tal regime. Ambas parecem indicar que o regime de metas não é uma regra rígida de política monetária e que um certo grau de discricionariedade é característica do regime, tanto na fundamentação teórica predominante com na experiência internacional. A análise da condução da política monetária brasileira desde junho de 1999 e a estimativa da dinâmica da função de reação do Banco Central do Brasil evidencia que a condução do regime de metas no país se distancia tanto da experiência internacional como da própria fundamentação teórica. A experiência internacional com o regime de metas de inflação demonstra que o desenho institucional adotado no Brasil foi e permanece sendo rígido. Além disso, fatores como a alta participação dos preços administrados por contrato no índice oficial de inflação (IPCA), a exagerada importância do canal de câmbio na determinação das variáveis centrais de política monetária e um mercado de dívida pública concentrado em títulos pós-fixados e com baixíssima duração vêm se caracterizando como canais de perda de eficácia da política monetária brasileira. Dessa forma, a rigidez do regime de metas no país, a importância do canal do câmbio e, portanto, dos preços administrados na inflação e a peculiaridade de sua dívida pública, que acaba por concentrar ativos e passivos de bancos, investidores, fundos de investimentos e empresas no curto prazo, tanto dificultam a flexibilização da política monetária, como diminuem sua eficácia.

Palavras-Chave: Política monetária, dívida pública, metas de inflação.

THE CONDUCTION OF THE INFLATION TARGETING IN BRAZIL: POSSIBLE SOURCES OF LOSS OF EFFECTIVENESS OF THE MONETARY POLICY

Author: Rafael Quevedo do Amaral

Adviser: Prof. Dr. José Luis da Costa Oreiro

Abstract: This dissertation aims to analyze the conduction of the Brazilian monetary policy in the regime of inflation targeting. For this, it has been broken of a theoretical discussion of inflation targeting and of a revision of the international experience with such regime. Both seem to indicate that the regime of goals is not a rigid rule of monetary policy and that a certain degree of discretionarity is characteristic of the regime as much in the theoretical predominant recital as in the international experience. The analysis of the Brazilian monetary policy conduction since June of 1999 and the estimate of the dynamics of the reaction function of the Brazilian Central Bank evidence that the conduction of the regime of goals is distant as much in the international experience as of the proper theoretical recital. The international experience with the regime of inflation targeting demonstrates that the adopted institucional drawing in Brazil was and remains being rigid. Moreover, factors as the high participation of the prices managed for contract in the official index of inflation (IPCA), the exaggerated importance of the channel of exchange in the determination of the central variable of monetary policy and a market of public debt concentrated in post-fixed assets and with very low duration come characterizing as channels of loss of effectiveness of the Brazilian monetary policy. Of this form, the rigidity of the regime of goals in the country, the importance of the channel of the exchange and, therefore, of the prices managed in the inflation and the peculiarity of its public debt, that finishes for concentrating asset and liabilities of banks, investors and investment fund in short term, as much makes difficult the flexibilization of the monetary policy, as they diminish its effectiveness.

Keywords: Monetary policy, public debt, inflation targeting.