

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

**O Regime de Metas de Inflação: Uma Análise do Caso
Brasileiro de 1999 a 2009**

Bianca Coelho Gama
Matrícula: 105.045.153

Orientador: Prof. João Felipe Cury M. Mathias

Rio de Janeiro
Setembro de 2010

Formatiert: Rechts, Rechts: 0,06 cm,
Tabstops: Nicht an 15 cm

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

**O Regime de Metas de Inflação: Uma Análise do Caso
Brasileiro de 1999 a 2009**

Bianca Coelho Gama
Matrícula: 105.045.153

Orientador: Prof. João Felipe Cury M. Mathias

Rio de Janeiro
Setembro de 2010

|
|

Formatiert: Rechts: 0,63 cm

|

|

As opiniões expressas neste trabalho são de exclusiva responsabilidade da autora.

Formatiert: Rechts: 0,63 cm

Formatiert: Rechts: 0,63 cm

À minha família.

RESUMO

Este trabalho tem como objetivo fazer uma análise dos custos do Regime de Metas de Inflação (RMI) para a economia brasileira de 1999 a 2009, além de verificar sua eficácia quanto ao controle da inflação no período em questão. Para tal, será apresentada a teórica novo-clássica que embasa o RMI. Além disso, será feita uma descrição ano a ano do regime quanto ao cumprimento das metas através das atas do Copom e Relatórios de Inflação do Banco Central do Brasil. Por fim, os custos para a economia brasileira serão apresentados a partir da análise de algumas variáveis macroeconômicas selecionadas: a taxa de câmbio, a dívida pública e o crescimento econômico.

Formatiert: Einzug: Erste Zeile: 0 cm

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO.....	9
CAPÍTULO I – EMBASAMENTO TEÓRICO.....	11
<i>I. 1 O Regime de Metas de Inflação e o Modelo Novo-Clássico</i>	<i>11</i>
I. 1.1 A Taxa Natural de Desemprego e a Curva Expectacional de Phillips.....	11
I. 1.2 As Expectativas Racionais.....	14
I. 1.3 A Ineficácia da Política Monetária.....	15
I. 1.4 O Viés Inflacionário e a Inconsistência Temporal.....	18
<i>I.2 O Regime de Metas de Inflação</i>	<i>20</i>
I. 2.1 Definição do RMI	20
I. 2.2 Vantagens do RMI	22
I. 2.3 Desvantagens do RMI	24
CAPÍTULO II – O REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO NO BRASIL.....	26
<i>II. 1 Implementação do RMI no Brasil e suas Características</i>	<i>26</i>
II. 1.1 O Abandono do Regime de Metas Cambiais	26

II. 1.2 Características do Regime de Metas de Inflação no Brasil.....	28
<i>II.2 Avaliação de 10 Anos do Regime de Metas de Inflação no Brasil.....</i>	<i>29</i>
II. 2.1 Avaliação anual do RMI.....	30
II. 2.2 Uma Avaliação de uma Década do Regime Monetário de Metas de Inflação (1999 a 2009).....	47
CAPÍTULO III – CUSTOS DO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO PARA O BRASIL.....	49
<i>III.1 As Elevadas Taxas de Juros Praticadas pelo Banco Central do Brasil.....</i>	<i>49</i>
<i>III. 2 O Repasse das Taxas de Juros ao Câmbio.....</i>	<i>51</i>
<i>III.3 Os Impactos das Elevadas Taxas de Juros sobre a Dívida Pública.....</i>	<i>53</i>
<i>III. 4 O RMI e o Crescimento Econômico Brasileiro.....</i>	<i>55</i>
CONCLUSÃO.....	58
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	60

Formatiert: Rechts: 0,63 cm

LISTA DE GRÁFICOS, TABELAS E FIGURAS

Formatiert: Zentriert, Einzug: Erste Zeile: 0 cm, Rechts: -0,16 cm, Abstand Vor: 1,2 Zeile, Nach: 1,2 Zeile, Zeilenabstand: einfach

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Curva de Phillips.....	13
--	----

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Taxa de Câmbio e IPCA – 1999	30
Gráfico 2 – Selic (% a.a.) Fixada pelo Copom – 1999	30
Gráfico 3 – Taxa de Câmbio e IPCA – 2000	31
Gráfico 4 – Selic (% a.a.) Fixada pelo Copom – 2000	31
Gráfico 5 – Taxa de Câmbio e IPCA – 2001	33
Gráfico 6 – Selic (% a.a.) Fixada pelo Copom – 2001	33
Gráfico 7 – Taxa de Câmbio e IPCA – 2002	34
Gráfico 8 – Selic (% a.a.) Fixada pelo Copom – 2002	34
Gráfico 9 – Taxa de Câmbio e IPCA – 2003	36
Gráfico 10 – Selic (% a.a.) Fixada pelo Copom – 2003	36
Gráfico 11 – Taxa de Câmbio e IPCA – 2004	38
Gráfico 12 – Selic (% a.a.) Fixada pelo Copom – 2004	38
Gráfico 13 – Taxa de Câmbio e IPCA – 2005	39
Gráfico 14 – Selic (% a.a.) Fixada pelo Copom – 2005	39
Gráfico 15 – Taxa de Câmbio e IPCA – 2006	40
Gráfico 16 – Selic (% a.a.) Fixada pelo Copom – 2006	40
Gráfico 17 – Taxa de Câmbio e IPCA – 2007	42
Gráfico 18 – Selic (% a.a.) Fixada pelo Copom – 2007	42
Gráfico 19 – Taxa de Câmbio e IPCA – 2008	44
Gráfico 20 – Selic (% a.a.) Fixada pelo Copom – 2008	44
Gráfico 21 – Taxa de Câmbio e IPCA – 2009	46
Gráfico 22 – Selic (% a.a.) Fixada pelo Copom – 2009	46
Gráfico 23 – Taxa de Câmbio Nominal (1999 a 2009).....	52
Gráfico 24 – Títulos Públicos Federais: Participação por Indexador (2000 a 2009).....	53
Gráfico 25 – Dívida Pública Líquida %PIB (1999 a 2009).....	54
Gráfico 26 – Selic Fixada pelo Copom %a.a. (1999 a 2009)	56

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Brasil: Histórico de Metas de Inflação (1999 a 2009).....	48
Tabela 2 – Taxas de Juros Real e Nominal e Taxas de Inflação (1999 a 2009).....	50
Tabela 3 – Variação do PIB real %a.a. (1999 a 2009).....	55

INTRODUÇÃO

O debate regras versus discricção na política monetária vem sendo tema de discussões pelas diversas vertentes econômicas. De lado há os que defendem o uso discricionário da política monetária. Nesse caso, a política monetária seria conduzida de forma ativa, com a livre utilização dos instrumentos de que dispõe a autoridade monetária. Nesse modelo, a autoridade monetária teria a liberdade para atuar de acordo com o estado corrente da economia, podendo absorver choques que venham a incidir sobre a economia. A outra corrente defende a utilização de uma regra para a política monetária, ou seja, o estabelecimento de metas para o câmbio, para o estoque monetário ou para a inflação. Seus teóricos defendem a necessidade de uma âncora nominal para gerir a política monetária, dado que o discricionarismo pode levar a políticas inflacionárias. Acreditam na existência de um viés inflacionário, ou seja, uma tendência de políticos e parlamentares em fazer políticas inflacionárias, já que são populares. Para impedir políticas inflacionárias, a autoridade monetária deveria adotar uma regra, com objetivos preestabelecidos, independente da conjuntura econômica. Essa última vertente caracterizada pelo não-ativismo da política monetária foi adotada no Brasil com o Regime de Metas de Inflação (RMI).¹

Muito tem sido discutido a respeito do RMI desde sua adoção no Brasil em 1999. Diversos críticos do regime afirmam que ele é o responsável pela manutenção da taxa de juros brasileira como uma das maiores do mundo. Essas elevadas taxas de juros praticadas pelo Banco Central do Brasil são consideradas como um dos maiores entraves para o crescimento econômico do país.

¹ Bernanke caracteriza o Regime de Metas de Inflação como um caso de *discricção restrita*, um meio termo entre regra e discricção.

O presente trabalho tem como objetivo analisar a eficácia do RMI no controle da inflação e seus efeitos na economia brasileira durante o período de sua implantação, em 1999, até o ano de 2009.

No primeiro capítulo é feita uma análise teórica do regime de metas de inflação a partir da literatura existente. Serão apresentadas as formulações novo-clássicas de expectativas racionais e ineficácia da política monetária. Além disso, serão exploradas as formulações do viés inflacionário e inconsistência temporal que apóiam o regime. Busca-se também fazer uma definição do regime, suas vantagens e desvantagens.

O segundo capítulo apresentará o contexto de implantação do regime no Brasil, suas particularidades e fará uma avaliação do regime quanto ao controle da inflação durante os dez anos propostos no trabalho. Essa avaliação será feita anualmente, a partir das atas do Copom e dos Relatórios de Inflação emitidos pelo BCB.

Por fim, no terceiro capítulo busca-se fazer uma análise crítica do RMI demonstrando seus custos durante esses dez anos para a economia brasileira. Para tal serão analisados os efeitos do regime sobre a taxa de câmbio, a dívida pública e o crescimento econômico brasileiro.

|

Formatiert: Rechts: 0,63 cm

CAPÍTULO I – EMBASAMENTO TEÓRICO

O Regime de Metas de Inflação (RMI) possui todo um arcabouço teórico que sustenta suas crenças. Apóia-se principalmente nas formulações novo-clássicas de expectativas racionais e ineficácia da política monetária.

Na primeira seção, para chegar a tais proposições novo-clássicas, serão apresentadas a Curva de Phillips e a hipótese da taxa natural de desemprego. Além disso, serão exploradas as formulações do viés inflacionário e inconsistência temporal que também apóiam a adoção do regime.

Na segunda seção, será feita uma definição do RMI, assim como suas vantagens e desvantagens.

I. 1 O Regime de Metas de Inflação e o Modelo Novo-Clássico

O modelo novo-clássico é baseado no postulado de ineficácia da política monetária. Nesse modelo, a moeda não exerce influência sobre as variáveis reais da economia, apenas sobre as variáveis nominais. Dessa forma, o objetivo único da política monetária deve ser o de controle dos preços. A seguir são apresentadas as hipóteses básicas da teoria novo-clássica que sustentam o RMI.

I. 1.1 A Taxa Natural de Desemprego e a Curva Expectacional de Phillips

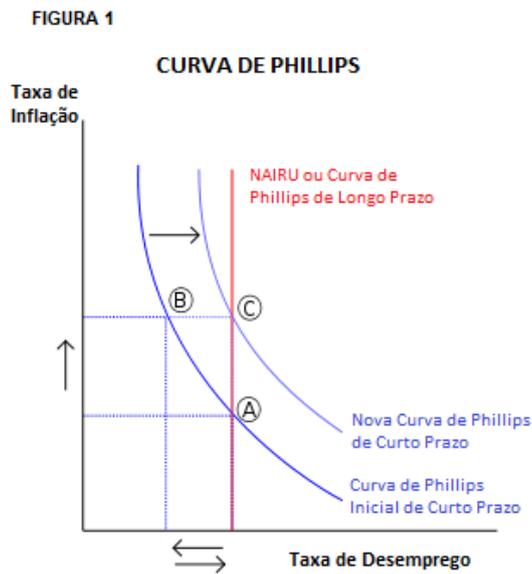
De acordo com os economistas monetaristas, mudanças na oferta de moeda geram flutuações no produto e no emprego no curto prazo. Porém, esses autores colocam uma limitação sobre a influência da moeda nas variáveis reais, ao afirmar que tais flutuações apenas ocorrem no curto prazo. No longo prazo, os efeitos seriam basicamente sobre o nível de preços.

A base dessa proposição é a teoria da taxa natural de desemprego formulada por Milton Friedman. De acordo com a teoria, existe um nível de equilíbrio do produto e uma taxa de emprego a ele associada, determinados por fatores reais. Essa taxa englobaria o desemprego friccional e o voluntário. Para ele, a taxa natural de desemprego seria a taxa onde as economias tenderiam a voltar após manipulações do governo, como a de tentar estimular a economia através da expansão monetária. Mudanças na política

monetária do governo poderiam fazer com que a taxa corrente de desemprego se afastasse da natural, porém essas modificações seriam apenas temporárias, já que no longo prazo a economia voltaria para sua taxa natural de desemprego novamente. (Froyen, 2005).

Friedman acredita que, ao longo de um período mais amplo, forças de equilíbrio fazem os níveis de produto e emprego retornarem a sua taxa natural. Na sua visão, não é possível um governo utilizar a política monetária para manter a economia permanentemente em um nível de produto que conserve a taxa de desemprego abaixo da natural.

Friedman argumenta que a possibilidade de se obter um menor nível de desemprego aos custos de maiores taxas de inflação – o que é o postulado básico da Curva de Phillips – só seria possível no curto prazo. A Curva de Phillips é uma relação negativa entre a taxa de desemprego e a taxa de inflação. Altas taxas de crescimento da demanda agregada estimulam a produção e, assim, baixam a taxa de desemprego. Essas altas taxas de crescimento da demanda também causam um aumento na taxa de crescimento dos preços, ou seja, elevam a taxa de inflação. Assim, a curva de Phillips postula um *trade-off* entre inflação e desemprego. Ou seja, taxas mais baixas de desemprego podem ser obtidas, porém somente ao custo de taxas de inflação mais altas. (Froyen, 2005)



Fonte: Elaboração Própria

Os desvios na curva de Phillips no curto prazo, ainda segundo Friedman, são desvios da taxa natural de desemprego. Isso ocorre já que os trabalhadores cometem erros por avaliarem suas ofertas de salário de acordo com o nível de preços anterior, ou seja, suas expectativas são adaptativas. Desse modo, aumentos nos salários nominais, são confundidos pelos trabalhadores com aumentos nos salários reais. É a chamada ilusão monetária. Porém, essa ilusão é apenas temporária.

No caso em que o governo estimula a demanda agregada, primeiramente o produto, assim como os preços dos produtos irão aumentar. As firmas estarão então dispostas a contratar mais trabalhadores e oferecer um salário nominal maior para eles. Como os preços sobem mais rápido que os salários, as firmas perceberão que os salários reais que elas deveriam pagar aos trabalhadores declinaram, o que faz com que produzam mais e contratem mais trabalhadores. De modo oposto ao das firmas, os ofertantes de mão-de-obra não notam logo num primeiro momento que os preços subiram e julgam que seus salários reais aumentaram, ofertando assim mais trabalhadores. Isso faz com que a taxa corrente de desemprego seja menor que a taxa natural. Porém, os trabalhadores não podem ser iludidos indefinidamente. Quando notam que os preços subiram e que o nível de inflação é maior, eles revisarão suas estimativas de salário real e

notarão que na realidade ele é menor do que antes. Isso motiva os trabalhadores a diminuir sua oferta de trabalho e clamar por salários nominais maiores para compensar o aumento dos preços da economia. O então excesso de demanda por mão-de-obra fará com que as firmas aumentem os salários nominais dos trabalhadores e conseqüentemente diminuam sua produção. Finalmente, a taxa corrente de desemprego volta para sua taxa natural no longo prazo.

A teoria de Friedman da taxa natural de desemprego é a base teórica para a crença monetarista de que, no longo prazo, a influência do estoque de moeda atua basicamente sobre o nível de preços e outras variáveis nominais.

I. 1.2 As Expectativas Racionais

A principal diferença entre o monetarismo tipo I e o modelo novo-clássico diz respeito à regra de formação de expectativas dos agentes econômicos. Enquanto Friedman e seus seguidores supõem que se formam expectativas adaptativas, no modelo novo-clássico assume-se que os agentes formam expectativas racionais. (Modenesi, 2005, p.140)

Os defensores das expectativas adaptativas acreditam que os ofertantes de mão-de-obra formam suas expectativas sobre a taxa de inflação futura com base no comportamento passado dos preços. Os economistas novo-clássicos criticaram tais formulações por acreditarem que não haveria motivo para os agentes se basearem somente em valores passados do nível de preços para formarem suas expectativas sobre o nível futuro de uma variável. Além disso, não fariam isso sabendo que em geral tal comportamento resulta em erros sistemáticos quando a demanda agregada se altera. Segundo essa nova visão, os agentes econômicos não mais cometerão erros sistemáticos como estes.

John Muth (1961) é considerado o precursor da adoção das expectativas racionais. Com base na hipótese das expectativas racionais dada por Muth, as expectativas são formadas com base em todas as informações relevantes disponíveis sobre a variável que está sendo prevista. Além disso, os indivíduos utilizariam todas essas informações disponíveis de maneira inteligente, ou seja, compreenderiam como que as variáveis que observam afetariam a variável que estão tentando prever. Nas palavras de Muth (1961)

In order to explain fairly simply how expectations are formed, we advance the hypothesis that they are essentially the same as predictions of the relevant economic theory. In particular, the hypothesis asserts that the economy generally does not waste information, and the expectations depend specifically on the structure on the entire system. (Muth, 1961, p.365)

Para Modenesi (2005), a formulação das expectativas racionais não significa dizer que as previsões dos agentes sejam perfeitas, posto que o conjunto de informações disponíveis aos agentes econômicos é incompleto. Portanto, erros podem ocorrer, porém os agentes não cometem erros sistemáticos ao formarem suas expectativas como ocorre no modelo de expectativas adaptativas. Se houvessem erros sistemáticos, eles aprenderiam e reformulariam suas expectativas. Portanto, pode-se dizer que os agentes erram, mas na média, acertam a expectativa de inflação.

Portanto, no monetarismo os agentes econômicos cometem erros sistemáticos porque formam suas expectativas com base em informações passadas e são incapazes de incorporar qualquer informação adicional ao processo de formação das expectativas. Já no modelo novo-clássico, a expectativa de inflação não é enviesada, pois os agentes são capazes de maximizar a utilização de todas as informações disponíveis para formar suas expectativas e são capazes de reformular suas expectativas de modo que não cometem erros sistemáticos. Essa é a diferença crucial entre a regra de formação de expectativas entre as duas correntes.

No Regime de Metas de Inflação vigora a hipótese novo-clássica de expectativas racionais, onde o Banco Central anuncia ao público uma meta de inflação a ser cumprida e os agentes econômicos atuando de forma racional, formarão suas expectativas de inflação a partir da meta anunciada pela autoridade monetária.

I. 1.3 A Ineficácia da Política Monetária

De acordo com a hipótese da taxa natural de desemprego, quando a taxa corrente de desemprego coincidissem com a taxa natural, a economia estaria em equilíbrio. Eventuais desequilíbrios seriam decorrentes de erros expectacionais dos agentes econômicos. Porém, para a economia novo-clássica a economia estaria sempre em equilíbrio, independentemente da posição da taxa corrente de desemprego em relação à taxa natural, já que os agentes possuem expectativas racionais e buscam maximizar suas

preferências. Essa é a hipótese de equilíbrio contínuo dos mercados que consiste em que todos os mercados se equilibram continuamente, pois o preço é plenamente flexível de forma a se ajustar instantaneamente a alterações na oferta e demanda dos bens.

Desse modo não há ilusão monetária, já que os agentes possuem um conjunto de informações disponíveis que utilizam para criar suas expectativas de forma ótima. Nesse modelo, as flutuações econômicas decorrem de erros expectationais decorrentes de choques na oferta monetária. Isso, porém, não significa dizer que os mercados não estejam em equilíbrio. Apesar dos erros expectationais, o mercado ainda estará em equilíbrio dado que os agentes econômicos formulam suas expectativas de modo a maximizar sua função de utilidade e eventuais choques não fazem parte do conjunto de informações disponíveis ao formarem suas expectativas.

Os erros expectationais dos agentes econômicos decorrem da condição de informação imperfeita. Muitas vezes os produtores não sabem se uma elevação dos preços de seus bens ocorre em função de um aumento da demanda pelo seu bem ou de um aumento inesperado da inflação. Se os produtores acreditam que o aumento dos preços é referente ao aumento da demanda pelo seu produto, conseqüentemente eles irão aumentar sua produção e contratar mais trabalhadores. Assim, a taxa corrente de desemprego se deslocará para abaixo da taxa natural. Porém, dado que o aumento dos preços na verdade havia sido fruto de uma inflação surpresa, com o passar do tempo os trabalhadores possuirão informação perfeita e perceberão uma diminuição do seu salário real devido ao aumento do nível geral de preços. Exigirão um aumento dos salários nominais e os produtores diminuirão a produção. Por fim, a taxa corrente de desemprego voltará para a taxa natural.

A contribuição de Lucas deu origem à curva de oferta de Lucas. Resumidamente, ela postula que:

[...] (i) choques monetários não antecipados produzem impactos reais apenas no curto prazo, isto é, enquanto houver informação imperfeita; (ii) no longo prazo, há informação perfeita, o que implica a ausência de inflação-surpresa e, desse modo, a moeda é neutra. (Modenesi, 2005, p.151)

Sargent e Wallace (1981, *apud* Modenesi, 2005) desenvolveram a chamada proposição da ineficácia da política monetária a partir da contribuição de Lucas. Quando

os agentes econômicos formulam suas expectativas de modo racional, os erros expectacionais só ocorrem quando existe um choque monetário. Portanto, como os agentes econômicos não cometem erros sistemáticos, a política monetária é ineficaz também no curto prazo. Esses autores negam a existência de um trade-off entre inflação e desemprego tanto no curto, quanto no longo prazo. Segundo os autores, qualquer regra de política monetária seria perfeitamente incorporada às expectativas racionais dos agentes, tornando-se incapaz de afetar as variáveis reais, mesmo no curto prazo. Ou seja, a única forma da autoridade monetária afetar os níveis de emprego e renda seria surpreendendo os agentes econômicos.

Resumindo, os economistas novo-clássicos pressupõem que as expectativas sejam racionais, logo, os ofertantes de mão-de-obra não cometerão erros sistemáticos em suas previsões de preços. Se as regras de política forem conhecidas, as ações da autoridade monetária sobre os preços serão previstas. Embora os economistas novo-clássicos afirmem que as expectativas sejam racionais, eles acreditam que as informações são imperfeitas. Portanto, mudanças imprevisíveis na demanda agregada, tanto por ações da autoridade monetária, quanto por outras causas, afetarão as variáveis reais no curto prazo. Porém, no longo prazo, produto e emprego voltarão para seus níveis iniciais, ou seja, as variáveis reais não são afetadas.

A proposição novo-clássica da ineficácia da política monetária desencoraja as autoridades monetárias a tentar exercer uma política monetária expansionista a fim de aumentar produto e emprego. Essa tentativa resultaria apenas em uma taxa de inflação ainda maior com o mesmo nível de emprego e produto no longo prazo. Segundo Bernanke *et al.* (1999)²:

[...] Second, the apparent absence of any long-run tradeoff between unemployment and inflation reduces the attractiveness of activist policies, since the benefits of such policies (higher output and employment) are largely transitory, while their costs (higher inflation) are permanent. Indeed, in the long run, the central bank can affect only inflation, and not real variables such as output. (Bernanke *et al.*, 1999, p.15-16)

² Bernanke é um teórico novo-keynesiano que apóia a adoção do Regime de Metas de Inflação.

Para os novo-clássicos uma política monetária expansionista não traz benefícios para produto e emprego e sim o custo da inflação permanente. Portanto o objetivo único do Banco Central deve ser o de controle dos preços. Sob o RMI a finalidade única do Banco Central é justamente essa: o controle da inflação. Logo, o RMI condiz com o pressuposto novo-clássico de ineficácia da política monetária.

I. 1.4 O Viés Inflacionário e a Inconsistência Temporal

Alguns defensores da ineficácia da política monetária, como Friedman (*apud* Bernanke *et al.*, 1999, p.12), argumentam que os efeitos da política monetária na economia ocorrem com alguma defasagem. Tais defasagens seriam longas e variáveis, variando de episódio para episódio, tornando-se imprevisíveis. Concluía então, que a política monetária não poderia ser usada com precisão.

Alguns críticos de Friedman, no entanto acreditavam que a utilização de métodos matemáticos para guiar a economia seria uma solução para o problema de imprevisibilidade. Seria o chamado método de “optimal control”.

Lucas (1976, *apud* Bernanke *et al.*, 1999, p.12) argumentava que os agentes econômicos tentam prever as ações dos policymakers, portanto suas previsões são capazes de afetar a economia. Os métodos de optimal control da economia não levavam isso em consideração. Nas palavras de Bernanke *et al.* (1999)

More specifically, Lucas showed that optimal control methods may be useless for guiding policy if they do not take into account the possibility that the public's expectations about the future will change when policies change. The public's expectations about the future, including expectations about future policy actions, are important because they affect current economic behavior. Consequently, Lucas argued, policy-making takes on elements of a strategic game between the policy-makers and the public. (Bernanke *et al.*, 1999, p.12)

O problema de inconsistência temporal – ou ainda, problema de credibilidade da política monetária – e o conseqüente viés inflacionário, também são vistos como motivos para a não utilização de uma política monetária ativa. Foram formulados originalmente por Kydland e Prescott e posteriormente aprofundado por Calvo e Barro e Gordon. Modenesi (2005) faz uma boa definição do problema de inconsistência temporal:

Uma política é dita temporalmente inconsistente se determinada decisão de política econômica, que faz parte de um plano ótimo, anunciada em um determinado período, deixa de ser ótima em uma data futura, mesmo que nenhuma informação relevante tenha surgido no período em questão. (Modenesi, 2005, p.166)

Desse modo, o *policymaker* fará uso de seu poder discricionário para reotimizar a função-objeto da política monetária.

Quando a política monetária é conduzida discricionariamente, há um viés inflacionário. Para os defensores do RMI o viés inflacionário consiste no fato de que ministros, parlamentares e empresários possuem uma grande propensão a gerar inflação, já que tais segmentos clamam por reduções na taxa de juros e por políticas de crédito fácil, principalmente nos períodos eleitorais. Para Bernanke *et al.* (1999), devido à pressão das eleições e à busca por resultados rápidos, os políticos acabam criando uma pressão inflacionária. Mesmo desejando manter uma inflação baixa, um Banco Central ativo terá sempre um forte incentivo para aumentar a taxa de inflação além do nível esperado pelo público. A razão para isso é a de que no curto prazo, salários e outros custos de produção são fixados por contratos, portanto, ao criar uma inflação maior do que a esperada, o Banco Central pode estimular o produto e o emprego temporariamente. Como altos níveis de emprego e renda são populares, o Banco Central estará sempre tentado a aumentar a taxa de inflação.

O Banco Central não seria capaz de enganar os agentes econômicos repetidamente através dessa inflação surpresa. Como os agentes possuem expectativas racionais, a partir de dado momento eles preveriam as ações do Banco Central de não cumprir com sua meta e antecipariam a inflação surpresa criada pela autoridade monetária. A partir daí, os efeitos de maiores taxas de emprego e produto não iriam ocorrer novamente. Essa política traria apenas maiores taxas de inflação ao custo de mesmos níveis de produto. Segundo Bernanke *et al.* (1999):

The outcome, once the public understands the central bank's behavior, is that output and employment are, on average, no higher than they otherwise would be; but inflation is higher than it otherwise would be, with no benefits to compensate. (Bernanke *et al.*, 1999, p.15).

Os agentes econômicos racionais reconhecem o problema de inconsistência temporal e sabem que o discricionarismo na política monetária possibilita a adoção do

viés inflacionário. Portanto, caso a política monetária seja conduzida discricionariamente, não terá credibilidade. Esses argumentos justificam a adoção de uma regra para a política monetária, tal regra seria a adoção de metas de inflação. Portanto, o RMI condiz com as crenças dos seus defensores: o objetivo único do Banco Central deve ser o de controlar a inflação, dado o postulado da ineficácia da política monetária; e metas de inflação devem ser fixadas, já que se tornam uma forma eficaz de combater o viés inflacionário dos *policymakers*. Além disso, explicações pertinentes devem ser dadas para o público no momento em que o Banco Central não atingir tais metas.

I.2 O Regime de Metas de Inflação

A partir da explicação dos pressupostos teóricos que embasam o RMI, cabe a essa seção fazer uma definição do regime e trazer as discussões teóricas daí derivadas. Além disso, serão abordadas as vantagens e desvantagens apontadas por diferentes autores.

I. 2.1 Definição do RMI

Após uma década de tentativas frustradas de adoção de uma regra monetária para o controle da inflação, os bancos centrais passaram a controlar diretamente a taxa de juros, a fim de alcançar menores níveis inflacionários. Tal controle foi feito através do regime de metas de inflação. Foi adotado primeiramente pela Nova Zelândia (1990), seguida pelo Canadá (1991), Reino Unido (1992), Suécia e Finlândia (1993), Austrália e Espanha (1994). Devido ao insucesso do regime de âncoras cambiais em países emergentes nos anos 90, muitos encontraram no RMI uma âncora nominal alternativa. Como havia sido adotado por países industrializados, tornou-se uma opção cada vez mais crescente nos países emergentes, incluindo o Brasil que o adotou em 1999. (OREIRO *et al* 2009)

O sistema de metas de inflação baseia-se na definição de uma meta explícita para a variação dos preços por parte das autoridades e na atribuição da responsabilidade do alcance dessa meta ao Banco Central. Para Giambiagi e Carvalho (2001), o sistema permite que a política monetária se concentre na busca prioritária de um certo nível de

inflação e possibilita uma avaliação clara do desempenho da política monetária, por meio da comparação entre a meta e a inflação observada.

O RMI é uma estratégia de política monetária onde predominam cinco principais características de acordo com Mishkin (2000):

(i) the public announcement of medium-term numerical targets for inflation; (ii) an institutional commitment to price stability as the primary goal of monetary policy, to which other goals are subordinated; (iii) an information-inclusive strategy in which many variables, and not just monetary aggregates or the exchange rate, are used for deciding the setting of policy instruments; (iv) increased transparency of the monetary-policy strategy through communication with the public and the markets about the plans, objectives, and decisions of the monetary authorities; and (v) increased accountability of the central bank for attaining its inflation objectives. (Mishkin, 2000, p.1)

Cabe ressaltar que o anúncio público de uma meta de inflação não implica necessariamente na adoção do RMI. Ele é caracterizado pela adoção dos cinco elementos citados acima. É possível que um governo adote metas de inflação e não adote o RMI.

Conforme observado, a ênfase na estabilidade de preços é o objetivo principal do Banco Central sob tal regime. Todos os outros objetivos devem estar subordinados a esse. Um Banco Central que adote as regras de metas inflacionárias, não seria contaminado pelo chamado viés inflacionário. Há, portanto, um consenso contrário à adoção de políticas monetárias discricionárias com o intuito de reduzir o desemprego, como sugere a tradição keynesiana.

Bernanke *et al.* (1999) embasam a defesa da adoção do RMI em três argumentos. Primeiramente, os economistas defensores do RMI, acreditam que a taxa de inflação é a única variável possível de ser afetada pela política monetária no longo prazo. *“When monetary policy-makers set a low rate of inflation as their primary long-run goal, to some significant extent they are simply accepting the reality of what monetary policy can and cannot do.”* (Bernanke *et al.*, 1999, p.10).

Em segundo lugar, há um consenso entre seus defensores de que uma taxa de inflação baixa e estável é importante, se não necessária, para atingir outros objetivos macroeconômicos, como o crescimento econômico. Dentro os custos da inflação destacam-se: (i) superdimensionamento do sistema financeiro; (ii) suscetibilidade da economia a crises financeiras – como seus preços não são estáveis, seu sistema financeiro

torna-se frágil; (iii) deterioração do sistema de impostos – dado que não são indexados; (iv) ocorrência de efeitos distributivos, pois os mecanismos de indexação não protegem perfeitamente os rendimentos dos diferentes grupos econômicos; (v) custo de menu ou de remarcação de preços; (vi) mau funcionamento dos mercados e alocação ineficiente de recursos – em face de uma sinalização imperfeita realizada pelo sistema de preços -, o que diminui a produtividade dos fatores de produção e, portanto, compromete o crescimento econômico.

Em terceiro lugar, e segundo Bernanke *et al.* (1999) o mais essencial, o estabelecimento de metas de inflação cria uma âncora nominal para a economia. O anúncio de uma meta de inflação que seja crível funciona como uma âncora nominal, coordenando as expectativas inflacionárias. Ao comunicar ao público suas metas de inflação, cria-se algum grau de responsabilidade e disciplina às autoridades monetárias. Os autores defendem o uso de uma âncora nominal para a economia ao dizer que sem ela o controle da macroeconomia e suas previsões seriam difíceis: “*In the absence of a nominal anchor, shifts in inflation expectations could be induced by any number of different factors, making macroeconomic prediction and control exceptionally difficult.*” (Bernanke *et al.*, 1999, p.20). Portanto, sem a adoção de uma âncora nominal para a economia, as expectativas se tornariam voláteis e comprometeriam os resultados da política monetária.

Há uma discussão sobre a classificação do RMI como uma regra ou discricção. Alguns críticos como Friedman e Kuttner (1996, *apud* Bernanke *et al.*, 1999), classificaram o regime como uma regra. Bernanke *et al.* (1999) acreditam que o regime é na verdade uma discricção restrita. Não pode ser tratado como uma regra já que o RMI não confere ao Banco Central instruções mecânicas de como operar a política monetária. O Banco Central utiliza as informações relevantes da economia, assim como modelos que julga estarem mais apropriados para utilizar seus instrumentos e alcançar suas metas de inflação. Além disso, o RMI confere certo grau de discricção aos policymakers, pois o regime compromete-se com a estabilização no médio-longo prazo, desse modo existe escopo para fenômenos de curto prazo, como emprego/produto e taxa de câmbio.

I. 2.2 Vantagens do RMI

De acordo com Mishkin (2000), em contraste ao regime de âncoras cambiais, por exemplo, o RMI possibilita o controle da economia doméstica pela política monetária e a resposta a choques internos. Em comparação às metas monetárias, outra possibilidade de política monetária, o RMI tem a vantagem de que uma relação estável entre estoque monetário e inflação não é crítica para seu sucesso.

Bernanke *et al.* (1999) acredita que o RMI possui duas importantes funções: (i) aumenta a comunicação entre o público e os policymakers; (ii) facilita o monitoramento e a avaliação da atuação do Banco Central, conferindo maior credibilidade à política monetária.

Modenesi (2005) cita ainda que a partir da adoção do regime, há uma maior flexibilidade da política monetária, possibilitando a absorção de choques (de oferta ou de demanda) e leva em consideração toda a informação disponível acerca do estado corrente da economia.

Ao criar uma meta quantitativa de inflação, o Banco Central adquire um comprometimento com o alcance desse objetivo, diminuindo as chances de que caia no problema de inconsistência temporal.

Para que o RMI traga esses benefícios deve haver um comprometimento institucional para que a busca da estabilidade dos preços seja o objetivo principal da autoridade monetária. Para tal, Mishkin (2000) argumenta que o Banco Central deve contar com duas medidas: (i) Distanciamento entre os policymakers do Banco Central e os governantes; (ii) O Banco Central deve possuir o controle total e exclusivo dos instrumentos de política monetária. Além disso, o comprometimento institucional com a estabilidade dos preços deve garantir que ele tenha como objetivo central o controle da inflação, deixando claro que quando houver um conflito com outros objetivos, como baixo desemprego ou estabilidade do câmbio, por exemplo, a estabilidade de preços deve ser mantida como o objetivo principal.

Outra vantagem do RMI é a questão da transparência e simplicidade do regime. Nas palavras de Modenesi (2005)

A busca pela maior transparência na condução da política monetária, aliada à sua simplicidade, torna o regime de metas inflacionárias facilmente compreendido pelo público, o que amplia a capacidade de os agentes econômicos monitorarem e avaliarem (accountability) o comportamento do Banco Central, conferindo maior credibilidade à política monetária. (Modenesi, 2005, p.195)

Ao anunciar suas metas de longo prazo, o Banco Central restringe sua atuação no curto prazo, visto que suas ações no curto prazo influenciam as de longo prazo. Portanto, se um Banco Central deseja diminuir o desemprego no curto prazo, o fará por um custo de maiores taxas de inflação no longo prazo. Tornando visível a conexão entre os ajustes de curto prazo da política monetária com seus efeitos no longo prazo, o público entenderia as consequências da política monetária na economia. Isso desencorajaria as autoridades monetárias a acionar o chamado viés inflacionário.

I. 2.3 Desvantagens do RMI

De acordo com Mishkin (2000), os críticos do RMI têm notado sete principais desvantagens do regime. Quatro dessas desvantagens são as seguintes: O RMI é muito rígido, possibilita muita discricão, tem o potencial de aumentar a instabilidade do produto e que irá diminuir o crescimento econômico. Tais hipóteses já foram discutidas por Bernanke *et al.* (1999), entretanto não parece haver um consenso a favor de tais hipóteses, cuja comprovação empírica é consideravelmente problemática.

A quinta desvantagem diz que o RMI dá pouca credibilidade ao Banco Central já que a inflação é uma variável difícil de ser controlada e porque há um período de tempo entre a realização da política monetária e seus efeitos sobre a inflação. A sexta e a sétima dizem que o RMI não pode controlar o problema de dominância fiscal e que a taxa de câmbio flexível requerida pelo regime pode causar uma instabilidade financeira.

A principal desvantagem do regime é o de que a taxa de inflação não pode ser facilmente controlada pelo Banco Central. Além disso, os efeitos sobre a inflação após a utilização dos instrumentos de controle, só podem ser notados após um período de tempo. Essa dificuldade de controlar a inflação, especialmente em países que possuem um elevado nível inflacionário, faz com que a autoridade monetária perca credibilidade com o público. De acordo com Modenesi (2005):

A partir do momento que o Banco Central persegue uma meta que ele controla apenas parcialmente e indiretamente -, e que possíveis desvios podem ser facilmente justificáveis -, é provável que a política monetária perca credibilidade não sendo, pois, capaz de coordenar as expectativas inflacionárias. Uma vez que a expectativa do público influencia o resultado da política monetária, a falta de credibilidade pode comprometer o sucesso do regime. (Modenesi, 2005, p.197)

Portanto, o RMI é mais bem empregado em países onde já esteja havendo um período de desinflação e, conseqüentemente, o controle da inflação seja mais fácil.

Outro problema associado ao regime é o de que ele não é capaz de evitar a dominância fiscal ou trazer uma disciplina fiscal. Segundo Modenesi (2005), o regime monetário em si não garante a inexistência de dominância fiscal:

Na ausência de um mercado doméstico capaz de absorver a dívida pública e de uma arrecadação fiscal suficiente para cobrir seus gastos, o governo irá depender do Banco Central para se financiar inflacionariamente, isto é, por meio da expansão da oferta monetária com o intuito de auferir a chamada receita de senhoriagem. Assim torna-se possível haver uma maior complacência da autoridade monetária com relação à inflação, o que pode comprometer os seus objetivos finais. (Modenesi, 2005, p.198)

Finalmente, a flexibilidade cambial - subjacente à adoção do regime -, quando somada à liberdade de capitais, pode tornar a taxa de câmbio muito volátil, causando instabilidade financeira.

CAPÍTULO II – O REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO NO BRASIL

O regime de metas de inflação (RMI) foi implantado no Brasil em 1999 em substituição ao regime de metas cambiais. Através desse regime monetário, o governo determina uma meta de inflação e o Banco Central do Brasil (BCB) possui total liberdade de instrumentos para atingi-la. O objetivo primário do BCB passa a ser, portanto, a estabilidade dos preços.

Esse capítulo apresentará o contexto de implantação do Regime de Metas de Inflação no Brasil, suas particularidades e fará uma avaliação do regime do momento de sua implantação em 1999 até 2009.

Na primeira seção será feita uma descrição do RMI no Brasil, os motivos que levaram para sua implantação e suas principais características. Na segunda seção será feita uma avaliação do regime ano por ano, através dos Relatórios de Inflação emitidos pelo BCB e das atas do Copom.

II. 1 Implementação do RMI no Brasil e suas Características

O regime de metas de inflação possui características peculiares em cada país em que é implantado. A seguir serão apresentadas as características básicas do RMI no Brasil e os motivos de sua adoção.

II. 1.1 O Abandono do Regime de Metas Cambiais

De 1994 a 1999, o Brasil adotou o regime de metas cambiais a fim de combater a inflação e obteve êxito no seu objetivo. O RMI foi implantado no Brasil num contexto de crise cambial no país em 1999, onde o governo se viu obrigado a liberar a flutuação do câmbio.

O sistema cambial já vinha sendo flexibilizado gradualmente durante o regime de âncoras cambiais. O regime deveria ter um caráter provisório, porém havia um forte temor por parte da autoridade monetária de que o abandono das metas cambiais resultaria em um novo processo inflacionário, levando à baixo todos os ganhos de estabilidade de preços dos anos. Por tais motivos, o processo de flexibilização foi extremamente lento. (Modenesi, 2005)

Durante tal regime, o Real se manteve sobrevalorizado. A apreciação da taxa de câmbio criou crescentes déficits em conta corrente. Nesse contexto, o BCB era obrigado a praticar altas taxas de juros a fim de atrair capitais externos, garantindo o financiamento do balanço de pagamentos e a manutenção de reservas internacionais em níveis confortáveis. Essa política de altas taxas de juros possuía um alto preço: aumentava aceleradamente a dívida líquida do setor público como proporção do PIB. (Modenesi, 2005)

O comportamento da dívida pública representava um entrave para a manutenção do regime monetário até então em vigor, já que o uso da âncora cambial, dentre outros requisitos, pressupunha que o país dispusesse de austeridade fiscal.

Os desequilíbrios macroeconômicos internos e externos tornaram a moeda brasileira mais vulnerável a ataques especulativos. Esse movimento aliado à crescente proporção dívida pública/PIB tornava imperativo o abandono do regime de âncoras cambiais.

A partir de abril de 1998, foi verificada uma rápida e intensa deterioração do saldo de movimentos de capitais, o que não tornava mais possível a manutenção de reservas internacionais em patamares que sustentassem o real valorizado.

Em 15 de janeiro de 1999 o sistema de metas cambiais tornou-se insustentável e o BCB se viu obrigado a deixar o câmbio flutuar. Estabeleceu-se um sistema de flutuação suja do câmbio, no qual a autoridade monetária intervém no mercado de reservas internacionais esporadicamente a fim de diminuir a volatilidade do câmbio.

Modenesi (2005) ressalta que o abandono do regime de metas cambiais não foi fruto de uma opção estudada de política econômica, pelo contrário, foi uma decisão de caráter emergencial, já que o BCB não possuía mais capacidade de sustentar o câmbio fixo.

Diante do abandono da âncora nominal e do histórico de alta inflação crônica no Brasil, fazia-se necessária a adoção de uma nova âncora nominal que coordenasse as expectativas de inflação e balizasse a formação de preços. Assim, no início de 1999 foi adotado o Regime de Metas de Inflação no Brasil.

II. 1.2 Características do Regime de Metas de Inflação no Brasil

Em quatro de março de 1999, Armínio Fraga assumiu a presidência do BCB e adotou, ainda que informalmente, o regime monetário de metas de inflação. Na reunião do Copom de março decidiu-se pelo abandono do uso da banda de juros (TBC e TBAN) e adotou-se o conceito de meta para a taxa Selic e a introdução do procedimento de definição de viés para a taxa de juros, assim como o *Federal Reserve*. Através do viés, a taxa de juros poderia ser reduzida a qualquer momento sem haver a necessidade de uma reunião extraordinária. (33ª reunião do Copom, março de 1999)

O BCB tornou público o seu compromisso com a estabilidade de preços e com a necessidade de uma âncora nominal para a economia após o abandono do regime de metas cambiais:

Considerando-se o novo regime cambial, é essencial transmitir à sociedade que a economia não opera sem âncora nominal e que o Banco Central possui capacidade de atuação. Nesse sentido, o desempenho da autoridade monetária passará a pautar-se pelo comprometimento com o controle da taxa de inflação. (Notas da 33ª Reunião do Copom, março de 1999)

O RMI foi oficialmente estabelecido em junho de 1999 como a nova política monetária do país. O regime adotou as seguintes medidas: (i) o índice de preços utilizado pra medir a inflação seria o IPCA, medido pelo IBGE; (ii) a meta de inflação seria estabelecida pelo Governo e não pelo BCB; (iii) o BCB possuiria a independência de instrumentos para atingir a meta; (iv) no caso de não cumprimento da meta, o presidente do BCB deveria emitir uma carta aberta para o ministro da Fazenda contendo as causas do descumprimento da meta, as medidas que seriam adotadas para trazer a inflação para a meta e o prazo estabelecido para as medidas surtirem efeito; (v) o BCB iria emitir um Relatório de Inflação trimestral descrevendo a performance do regime dentro do cenário macroeconômico, os resultados das ações de política monetária e as perspectivas de inflação; (vi) a meta possuiria um intervalo de flutuação estabelecido para cada ano; (vii) as metas seriam estabelecidas até 30 de junho para dois anos subsequentes.

Os intervalos de flutuação do IPCA para os anos de 1999, 2000 e 2001 foram estabelecidos em 8, 6 e 4% respectivamente, com intervalo de flutuação de dois pontos percentuais.

O principal instrumento utilizado pelo BCB para alcançar a meta é a taxa Selic. O Copom estabelece a taxa através de reuniões quase que mensais e as suas decisões são tomadas por votações. Logo após as reuniões são divulgadas as atas do Copom.

De acordo com o caráter prospectivo da atuação do BCB, tendo em vista que ocorrem defasagens na condução da política monetária, a taxa Selic é calibrada de acordo com as expectativas de inflação: uma trajetória de inflação superior à meta requer uma elevação da taxa de juros, por exemplo. A meta para a taxa de juros é cumprida a partir das intervenções do BCB no mercado de reservas bancárias.

O BCB passou a investir na área de pesquisas e capacitação de pessoal para atuar no regime. Nas palavras de Giambiagi e Carvalho (2001):

Paralelamente, o Banco Central criou um Departamento de Pesquisas, com o fim de, entre outras coisas, elaborar estudos úteis para a análise da trajetória e das previsões da taxa de inflação; e investiu no treinamento de pessoal e na geração de modelos econométricos de cálculo da taxa de inflação como função de uma série de variáveis. (Giambiagi, 2001, p.9)

A partir da emissão dos Relatórios de Inflação o regime torna-se transparente em sua condução. Nesses relatórios o BCB se comunica diretamente com o público, explicando todo o cenário macroeconômico e suas medidas para atingir a meta de inflação. Além disso, são publicadas as atas das reuniões do Copom na semana subsequente a cada reunião, o que traz ainda mais transparência na condução do regime.

Desse modo, a lógica do regime de metas de inflação explicitada anteriormente foi aplicada ao caso brasileiro já que há o anúncio de uma meta de médio prazo para a inflação, um comprometimento em primeiro lugar com a estabilidade dos preços, a reduzida importância das metas intermediárias, a transparência na condução da política monetária e a independência de instrumentos do Banco Central.

II.2 Avaliação de 10 Anos do Regime de Metas de Inflação no Brasil

A presente seção tem como objetivo fazer uma avaliação anual do regime de metas de inflação desde sua implantação em 1999. Nesse sentido, será feita uma análise da eficácia do BCB em alcançar a meta de inflação fixada para cada ano, os motivos que

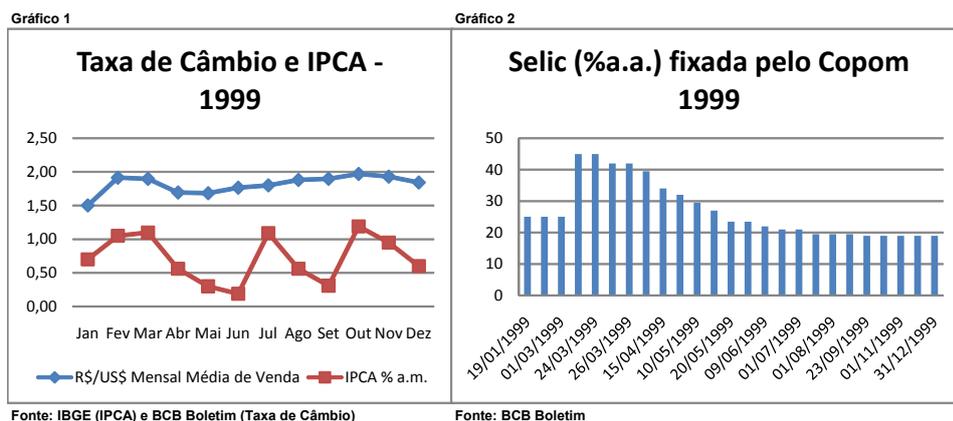
justificam as taxas de inflação, assim como a política monetária utilizada pelo BCB e os eventuais desvios em relação à meta.

Em seguida será feita uma análise global dos 10 anos tratados no trabalho, a respeito da eficácia do BCB em alcançar suas metas e estabilizar os preços.

II. 2.1 Avaliação anual do RMI

• 1999

O processo de estabilidade de preços observada em 1998 apresentou uma descontinuidade em 1999 devido à mudança na condução da política cambial. A flutuação do câmbio gerou desvalorizações no real e foi captada imediatamente pelos índices de preços, principalmente nos preços do atacado. Observou-se elevação dos preços tanto dos produtos importáveis quanto exportáveis. O pico ocorreu em 3 de março, atingindo R\$ 2,16, caindo para R\$ 1,67 em 16 de abril. O ano foi encerrado em R\$ 1,80 conforme gráfico 1.



O aumento notado nos preços do atacado fez com que o BCB temesse uma contaminação do IPCA. Diante disso, optou por restringir mais ainda a política monetária. Assim, na 33ª reunião do Copom, realizada em março, a diretoria optou por fixar a taxa Selic em 45% a.a. – com um viés de redução, onde o BCB poderia reduzir a taxa de juros a qualquer momento.

O BCB afirmou em sua 33ª ata, que quando houvesse sinais de valorização do câmbio durante o ano, não haveria mais a necessidade de manter a taxa de juros em patamares tão elevados. Desse modo, a taxa Selic seria diminuída de acordo com a

valorização do real. Foi o que de fato ocorreu. Em março e abril, o viés de redução foi utilizado e a meta para a taxa de juros básica foi alterada para 42 e 39,5% a.a., respectivamente. Na reunião de abril foi estipulada em 34% a.a. e o viés foi acionado três vezes, reduzindo ainda mais a meta para 32, 29,5 e 27% a.a., respectivamente. Em maio, a meta estabelecida foi de 23,5% a.a., e o viés reduziu a meta para 22% a.a.. Nas reuniões seguintes a meta continuou a ser reduzida até alcançar 19% em setembro e encerrar o ano nesse patamar (gráfico 2).

Em linhas gerais, pode-se dizer que a política monetária do BCB obteve êxito no controle da inflação. A economia foi mantida desaquecida, de forma que a desvalorização cambial não fosse repassada integralmente para os preços.

A inflação acumulada em 1999, medida pelo IPCA, ficou em 8,9%. A meta estabelecida para o ano foi de 8% com um intervalo de flutuação entre 6 e 10 %. Portanto, o BCB conseguiu alcançar a meta estabelecida, contrariando a expectativa de que o abandono do regime de metas cambiais representaria uma ameaça à manutenção da estabilidade dos preços.

- **2000**

No ano de 2000, a taxa de câmbio permaneceu relativamente estável em torno de R\$ 2,00. A cotação da taxa de câmbio mensal média de venda flutuou entre um mínimo de R\$ 1,74 e um máximo de R\$ 1,81 em agosto. A partir de então, apresentou uma tendência de depreciação até atingir R\$ 1,96 em dezembro (gráfico 3).

Gráfico 3

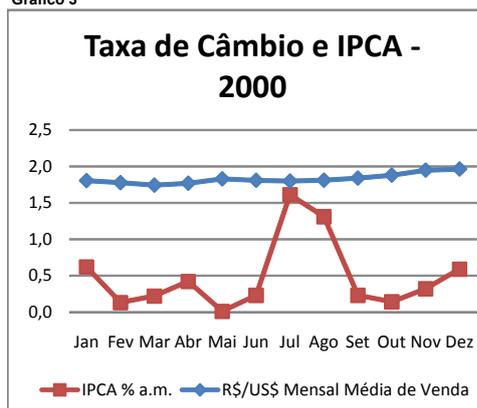
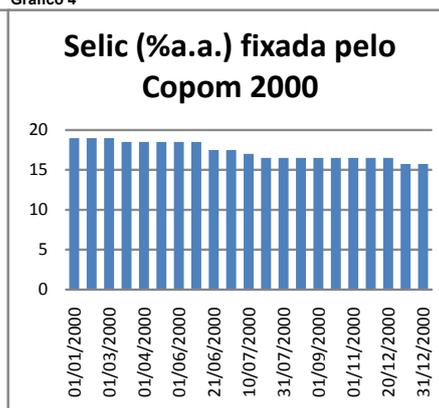


Gráfico 4



Paralelamente ao fim do processo de depreciação do câmbio observado em 1999, verificou-se um arrefecimento da pressão inflacionária tanto nos preços ao atacado quanto ao consumidor, demonstrando um processo de maior convergência para a meta de inflação do ano. (Relatório de Inflação do BCB, dezembro de 2000)

Até o mês de março a meta de inflação permaneceu estável em 19% a.a.. Ainda no mês de março o viés foi utilizado, reduzindo a meta para 18,5% a.a.. A partir daí, a meta foi sendo gradualmente reduzida ao longo do ano até atingir o patamar de 15,75% a.a. em dezembro (gráfico 4).

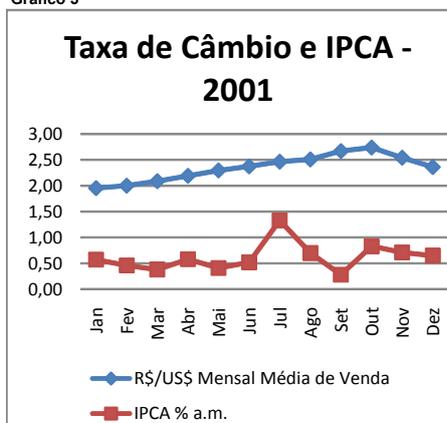
Mais uma vez, o BCB obteve êxito quanto ao cumprimento da sua meta. A meta para o ano era de 6%. O IPCA acumulado do ano fechou em 5,97%, ou seja, bem no centro da meta. Além disso, o processo de flexibilização da política monetária garantiu um satisfatório crescimento econômico no ano.

- **2001**

O ano de 2001 foi caracterizado pelo fim do processo de crescimento da economia brasileira, por uma sucessão de choques adversos. Dentre eles pode-se destacar: a crise do setor energético, a maior volatilidade do preço do petróleo, o aprofundamento da crise econômica da Argentina, a desaceleração da economia mundial em função da estagnação econômica do Japão, fraco desempenho dos países da área do euro e dos Estados Unidos – influenciado pelos atentados terroristas de 11 de setembro. (Modenesi, 2005)

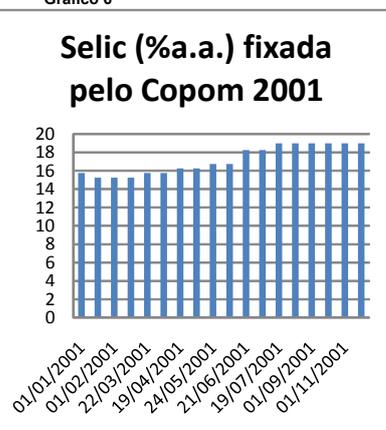
Esse processo de deterioração das condições nos planos doméstico e internacional culminou num processo de intensas desvalorizações cambiais. O ano foi iniciado com a cotação de R\$ 1,95 e o real foi se depreciando sucessivamente até atingir o pico de R\$ 2,74 em outubro. A partir daí, houve uma ligeira apreciação da moeda, fechando o ano em R\$ 2,36, vide gráfico 5.

Gráfico 5



Fonte: IBGE (IPCA) e BCB Boletim (Taxa de Câmbio)

Gráfico 6



Fonte: BCB Boletim

A desvalorização cambial, juntamente com o choque de oferta do setor elétrico, elevou a expectativa de inflação, tendo em vista o potencial de repasse da desvalorização cambial aos preços. Desse modo, o BCB reverteu o processo de flexibilização monetária que vinha ocorrendo e optou por um processo de elevação da taxa Selic. Em janeiro e fevereiro, a meta foi mantida em 15,25% a.a.. A partir de março, diante das pressões inflacionárias, a meta foi elevada para 15,75% a.a.. Esse processo de elevações foi contínuo até que a Selic alcançou o patamar de 19% a.a. em julho, mantendo-se inalterada até dezembro (gráfico 6).

Diante das pressões inflacionárias em função principalmente da transmissão da desvalorização cambial para os preços, ficou claro para o BCB que a meta não seria alcançada. A manutenção da taxa de juros inalterada a partir de julho, num momento em que o IPCA acumulado convergia para cima do limite superior da meta, foi explicada pelos custos que um processo de política monetária ainda mais restrita poderia causar ao crescimento do país:

Em virtude da intensidade e da abrangência do conjunto de choques que atingiram a economia brasileira, o custo - em termos de redução do nível de atividade econômica - de se evitar que os impactos diretos aumentassem a inflação em 2001 para acima do intervalo de tolerância da meta teria sido significativamente maior. Um esforço da política monetária para manter a inflação dentro da meta em 2001 poderia ter levado a inflação a situar-se consideravelmente abaixo da meta em 2002, dadas as defasagens existentes no canal de transmissão da política monetária. (Carta Aberta do presidente do Banco Central ao ministro da Fazenda em 2002)

Ainda assim, o desempenho econômico brasileiro em 2001 foi insatisfatório. Desse modo, em 2001 o BCB não atingiu a meta de inflação de 4% com limite superior de 6%, com o IPCA acumulado atingindo o patamar de 7,67% no ano.

- **2002**

O ano de 2002 foi caracterizado por uma intensa depreciação do real conforme demonstra o gráfico 7. Até abril, a taxa média mensal de venda do dólar permaneceu relativamente estável variando de R\$ 2,38 em janeiro para R\$ 2,32 em abril. A partir de então, iniciou-se um intenso processo de desvalorização da moeda doméstica, alcançando o pico de R\$ 3,81 em outubro. Até dezembro houve uma leve apreciação do real que fez o ano fechar em R\$ 3,63.

Gráfico 7

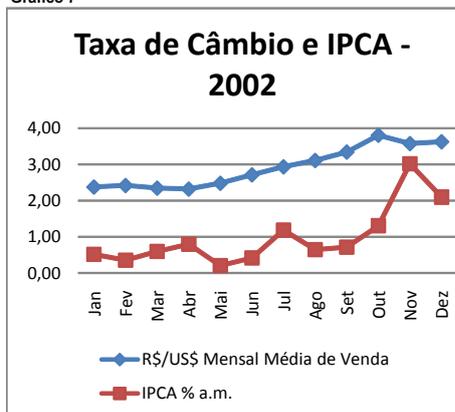
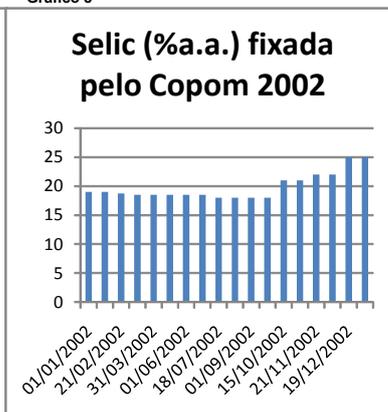


Gráfico 8



Até setembro o IPCA possuía um comportamento mais favorável. A partir de então, a captação da desvalorização cambial para os preços ao consumidor foi intensa e o IPCA acumulado apenas no último trimestre foi maior que o acumulado nos nove meses anteriores. Em setembro a taxa de variação do IPCA foi de 0,7%, em outubro quase dobrou para 1,3%, em novembro atingiu o ápice de 3,0% e reduziu-se para 2,1% em dezembro (gráfico 7).

No âmbito interno, a intensa desvalorização cambial foi resultado de uma maior aversão ao risco decorrente do processo eleitoral brasileiro. No âmbito externo, resultou de um baixo crescimento mundial, do surgimento de problemas contábeis em grandes empresas americanas, das crises observadas em mercados emergentes e da perspectiva de mais uma guerra no Golfo provocando aumento na aversão ao risco, com

conseqüente redução na liquidez internacional. Essa depreciação do real pressionou significativamente os preços internos. (Carta aberta do presidente do Banco Central ao ministro da Fazenda em 2003)

Nas reuniões de fevereiro e março, o Copom diante de uma conjuntura econômica favorável e estabilidade da taxa de câmbio optou por reduzir a taxa Selic para 18,75% a.a. e 18,5% a.a. respectivamente. Em junho, a meta de inflação para o ano de 2003 de 3,25% foi revista para 4% e o intervalo de flutuação foi elevado para 2,5 pontos percentuais. Em julho, o Copom diminuiu ainda mais a taxa Selic para 18% a.a. já que “(...) Para 2003, o cenário básico projeta uma inflação significativamente abaixo da nova meta de 4%.(...)” (Notas da 73ª Reunião do Copom, Julho de 2003) e assim a manteve até setembro. Porém, a deterioração da taxa de câmbio atingindo elevados patamares em setembro, contaminou as expectativas de inflação para o ano de 2003. Portanto, a Selic foi aumentada para 21% a.a. ainda naquele mês. Com a contínua deterioração das expectativas de mercado para a inflação de 2003, o governo optou por elevar ainda mais a Selic em novembro para 22% a.a. e em dezembro para 25% a.a., vide gráfico 8.

Mais uma vez, as expectativas do Copom em relação à trajetória da inflação se frustraram e dessa vez de modo ainda mais abrupto do que no ano anterior. A meta de inflação para 2002 era de 3,5% com intervalo de flutuação entre 1,5 e 5,5%. O IPCA acumulado do ano foi de 12,53%, ou seja, bem acima do intervalo superior da meta. Na carta aberta emitida no ano posterior, Armínio Fraga descreveu ao Ministro da Fazenda os motivos que levaram à desvalorização do câmbio e ao conseqüente descumprimento da meta:

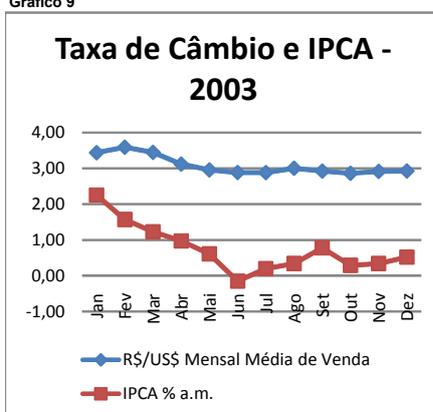
O ano de 2002 foi caracterizado por uma conjugação perversa de uma severa crise de confiança na evolução da economia brasileira e um forte aumento da aversão ao risco nos mercados internacionais. Esses fatores se refletiram em turbulências no mercado financeiro doméstico, em dificuldades na administração da dívida pública e em quedas bruscas no financiamento externo do país, com conseqüências negativas sobre a inflação e o nível de atividade na economia. (Carta Aberta do presidente do Banco Central ao ministro da Fazenda em 2003)

Cabe ressaltar que além do Copom não ter assegurado o cumprimento da meta no ano de 2002, o desempenho econômico do país em termos de PIB, também foi insatisfatório.

- 2003

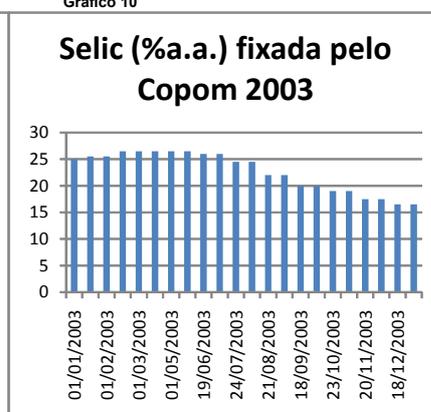
Desde o último trimestre de 2002, as expectativas inflacionárias encontravam-se deterioradas e a aversão ao risco havia aumentado. No ano de 2003, o cenário ainda era de incertezas e crise de confiança frente ao futuro da política monetária sob o primeiro governo do Partido dos Trabalhadores. Os efeitos da depreciação cambial e da inércia inflacionária ainda eram evidentes. A taxa de câmbio em janeiro era de R\$ 3,44 e após uma gradual e leve apreciação finalizou o ano em R\$ 2,93, vide gráfico 9.

Gráfico 9



Fonte: IBGE (IPCA) e BCB Boletim (Taxa de Câmbio)

Gráfico 10



Fonte: BCB Boletim

O primeiro trimestre do ano apresentou as maiores taxas de variação do IPCA ao mês (gráfico 9). Esse resultado pode ser explicado por um aumento temporário do grau de persistência inflacionária durante tal período, alimentado pela deterioração das expectativas que vinha sendo observada desde o quarto trimestre de 2002. Nos primeiros meses de 2003, reverteu-se o quadro de crise de confiança. O processo de reversão da depreciação cambial acentuou-se principalmente em março e abril. A inflação ainda se manteve elevada nesse período frente à questão da inércia inflacionária. Desse modo, as expectativas de inflação ainda que decrescentes, continuavam exercendo pressão sobre os preços. A partir de meados do ano, o quadro de incertezas já havia sido superado, e no último semestre a inflação acumulada alcançou 2,49%, um valor anualizado que chegaria a 5,04%, o segundo valor semestral mais baixo desde o início do regime de metas de inflação. (Carta aberta do presidente do Banco Central ao Ministro da Fazenda em 2004)

Em 2003, o fator que mais contribuiu para a inflação foi a inércia inflacionária. Além disso, as expectativas de inflação também exerceram influência sobre os preços em virtude dos seus valores iniciais elevados.

Logo em janeiro, frente ao processo de pressão inflacionária, o Copom optou por aumentar a taxa de juros para 25,5% a.a. (gráfico 10). Na reunião de fevereiro, elevou a taxa para 26,6% a.a. e assim se manteve até junho. Nesse mês, o processo de elevações da taxa Selic foi revertido frente à melhoria das expectativas, e o Copom reduziu a taxa para 26% a.a.. O processo de reduções foi contínuo até alcançar 16,5% a.a. em dezembro.

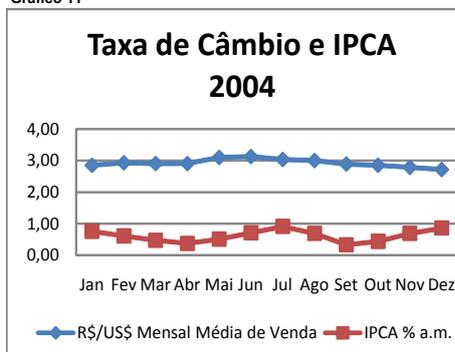
Na carta aberta de janeiro de 2003, o BCB propôs uma meta reajustada para a variação do IPCA de 8,5% em 2003 e a meta central de 2004 passaria para 5,5%. O resultado alcançado no ano de 2003 foi de 9,3%, ultrapassando, portanto, o limite superior da meta que era de 4% com intervalo de flutuação de 2,5 pontos percentuais.

Nesse ano, além do BCB não ter sido capaz de alcançar a meta de inflação após ter feitos duas revisões, verificou-se um desempenho econômico bastante insatisfatório. (Modenesi, 2005)

- **2004**

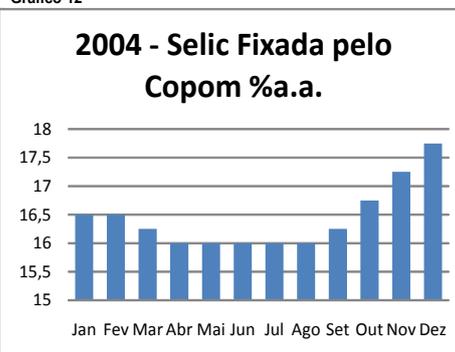
Até abril de 2004, a taxa de câmbio mensal média de venda do dólar apresentou um comportamento relativamente estável: oscilou entre R\$ 2,85 e o teto de R\$ 2,91, conforme pode-se observar no gráfico 11. A partir de então, ocorreu um processo de intensa desvalorização e a taxa apresentou seu maior patamar em Junho com R\$ 3,13. O governo optou por aumentar a taxa Selic a partir de setembro, o que culminou com uma valorização do câmbio, que em dezembro atingiu R\$ 2,72.

Gráfico 11



Fonte: IBGE (IPCA) e BCB Boletim (Taxa de Câmbio)

Gráfico 12



Fonte: BCB Boletim

Em 2004, o Brasil apresentou sinais de recuperação da crise, e obteve uma intensa elevação do crescimento econômico e das exportações. Em janeiro o IPCA indicava uma inflação elevada que seguiu uma trajetória declinante até abril. A alta da inflação pode ser explicada em parte pelo cenário externo volátil. A volatilidade da taxa de juros americana, o aumento do preço do petróleo e das *commodities* e a incerteza quanto ao crescimento da China, um grande importador do Brasil, se refletiu na desvalorização da taxa de câmbio e na inflação. Mesmo com uma ligeira apreciação do câmbio, o IPCA continuou uma trajetória ascendente no último trimestre. O crescimento vigoroso do PIB demonstrou recuperação da economia brasileira. Porém o desempenho favorável do produto foi acompanhado por taxas de inflação incompatíveis com as metas de médio prazo. A pressão refletiu-se nos preços no atacado e ao consumidor. (*Relatório de Inflação* de março, junho, setembro e dezembro de 2004)

Na reunião de janeiro, o governo optou pela taxa Selic em 16,5% a.a. sem viés. Em março, uma ligeira redução para 16,25% a.a.. Em abril, houve uma redução para 16% a.a. mantida até setembro onde, diante da pressão inflacionária advinda de altas taxas de crescimento econômico, o Copom aumentou a taxa para 16,25% a.a. (100ª Ata da Reunião do Copom em setembro). Em outubro a taxa foi elevada para 16,75% a.a., em novembro para 17,25% a.a. e, por fim, fechando o ano com 17,75% a.a. (gráfico 12).

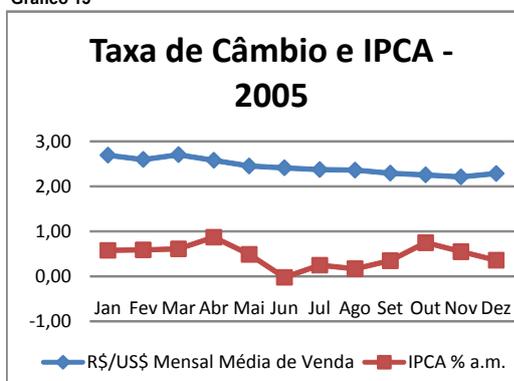
Observando uma ascensão da inflação a partir de setembro e com o temor de não cumprimento da meta, o BCB reagiu com uma elevação na taxa de juros. Tal elevação repercutiu na valorização do real e obteve êxito no alcance da meta estabelecida para o ano, porém quase passando do limite superior de flutuação. A meta era de 5,5%,

com limite de flutuação entre 3 e 8%. O BCB alcançou o valor de 7,6%, bem próximo ao limite superior de 8%.

- **2005**

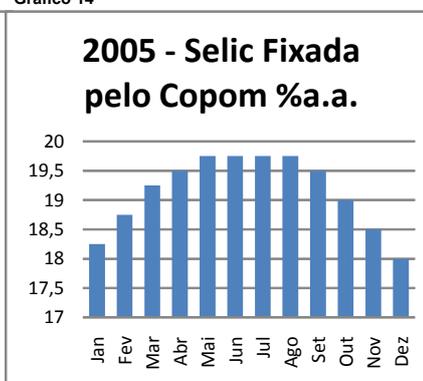
A taxa de câmbio em 2005 apresentou uma trajetória de valorização do real ao longo do ano, conforme evidencia o gráfico 13. Em janeiro, a taxa média era de R\$ 2,69 e em dezembro fechou o ano em R\$ 2,29. A valorização do câmbio ocorrida no período coincide com a política monetária de elevações seguidas na taxa Selic praticadas pelo BCB durante os primeiros cinco meses do ano.

Gráfico 13



Fonte: IBGE (IPCA) e BCB Boletim (Taxa de Câmbio)

Gráfico 14



Fonte: BCB Boletim

Em 2005, o crescimento econômico brasileiro apresentou queda em relação aos altos índices alcançados em 2004. A inflação do ano se iniciou em patamar relativamente elevado, ainda de acordo com a trajetória de 2004 devido ao aquecimento da demanda, às pressões associadas a choques de oferta e de mecanismos de indexação, como o reajuste de preços da educação e de preços monitorados, que tem como referência a inflação do ano anterior. A queda do IPCA em maio foi potencializada pela redução dos preços dos alimentos e pelas elevações da taxa Selic. Após a desaceleração forte e usual registrada em junho-agosto, a partir de setembro a mudança do patamar se deveu ao esgotamento do processo de declínio dos preços agrícolas e ao reajuste dos preços dos combustíveis em setembro. (*Relatório de Inflação* de março, junho, setembro e dezembro de 2005)

Na primeira reunião do Copom de 2005, a taxa Selic foi fixada em 18,25% a.a. (gráfico 14), o que representou um aumento em relação a 2004. O BCB seguiu uma

trajetória de elevações da taxa básica de juros até alcançar o ápice de 19,75% a.a. em maio. A partir de então, ela foi mantida constante até se iniciar um processo de seguidas reduções da taxa em setembro, finalizando o ano com 18% a.a..

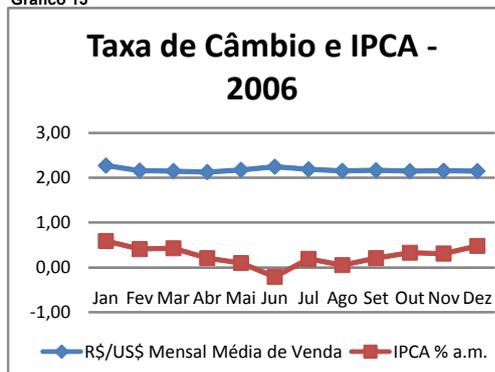
Os resultados do ciclo de aumentos das taxas de juros, iniciados em 2004, criaram condições propícias a uma maior convergência das expectativas de inflação para as metas de inflação. O Copom então optou a partir de setembro pela continuidade de redução das taxas de juros. Na 112ª Ata de Reunião do Copom, o Banco Central do Brasil afirmou que a consolidação de um cenário de estabilidade econômica e a convergência para as metas contribuíram para o processo de redução progressiva da percepção de risco macroeconômico que vinha ocorrendo nos últimos anos, contribuindo para taxas de juros menores.

De modo geral, o BCB obteve êxito no alcance de sua meta de inflação para o ano que era de 4,5%, com limites inferior e superior de 2 e 7% respectivamente. O IPCA acumulado fechou o ano em 5,69%, dentro dos limites de flutuação da meta estabelecida.

- **2006**

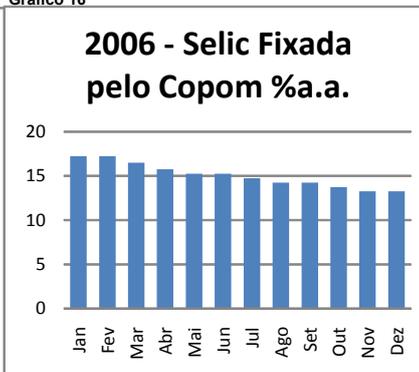
No ano de 2006, a taxa de câmbio se manteve estável. O ano foi iniciado com uma taxa média mensal de venda do dólar de R\$ 2,27 e finalizado em R\$ 2,15 (gráfico 15).

Gráfico 15



Fonte: IBGE (IPCA) e BCB Boletim (Taxa de Câmbio)

Gráfico 16



Fonte: BCB Boletim

O cenário externo do ano de 2006 foi caracterizado por uma política monetária restrita, a partir das elevações das taxas de juros dos EUA, que se propagaram para a área do Euro e para o Japão. O BCB em seus Relatórios de Inflação do ano de 2006, afirmou que como o Brasil havia alcançado desejáveis níveis em suas principais

variáveis macroeconômicas e a estabilidade de preços, seu crescimento não foi afetado pelo cenário externo desfavorável, onde uma recessão norte-americana era temida.

A retomada do crescimento da economia brasileira no quarto trimestre de 2005 ocorreu de forma generalizada. A partir dos esforços de desinflação ocorridos em 2005, com elevações na taxa Selic, pode-se notar um período de maior estabilidade inflacionária em 2006.

Os preços apresentaram desaceleração a partir de fevereiro, devido ao fim de pressões sazonais, relativos a alimentos, álcool e preços monitorados. A aceleração ocorrida no final do ano se deve do mesmo modo às novas pressões sazonais, porém não apresentando riscos para a estabilidade dos preços.

O BCB afirmou em seu Relatório de Inflação de Setembro de 2006 que a partir dos esforços empreendidos nos últimos anos, o RMI brasileiro havia ingressado na etapa de consolidação da estabilidade:

É importante observar que, após o substancial esforço de desinflação empreendido nos últimos anos, é natural e consistente com a experiência internacional que a taxa de inflação efetiva gravite em torno do valor central da meta. Dentro dessa novidade, o valor central da meta passa efetivamente a funcionar como ponto de referência para o processo de formação de expectativas, e não, como aparentemente funcionou por algum tempo, apenas como limite inferior para o espectro das expectativas. (*Relatório de Inflação*, setembro de 2004, p.10)

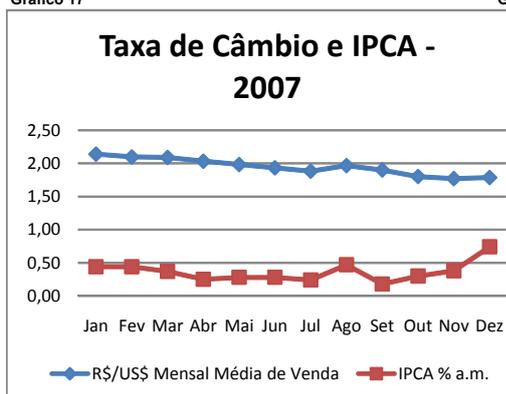
A respeito da taxa Selic, o BCB iniciou o ano reduzindo a taxa para 17,25% a.a. e após sucessivas reduções, estabeleceu a taxa de 13,25% a.a. na reunião de novembro, conforme gráfico 16. Essa política efetuada pelo BCB foi possível dado o ambiente inflacionário benigno para tal.

No que diz respeito ao alcance da meta, a inflação efetiva do ano foi de 3,14%, enquanto a meta era de 4,5%, com uma banda de flutuação de 2 pontos percentuais. O BCB alcançou um resultado menor do que a meta central, cumprindo desse modo seu compromisso.

- **2007**

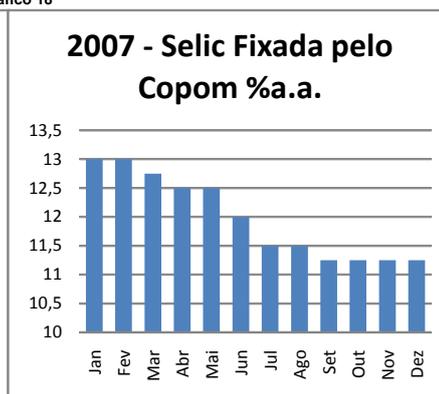
No ano de 2007, o câmbio apresentou um processo de constante apreciação, conforme demonstra o gráfico 17. Em janeiro a taxa de venda média mensal do dólar era de R\$ 2,14 e após sucessivas valorizações do Real, fechou o ano em R\$ 1,79. Nota-se que a apreciação da moeda ocorreu mesmo com os sucessivos cortes na taxa Selic fixada pelo Copom.

Gráfico 17



Fonte: IBGE (IPCA) e BCB Boletim (Taxa de Câmbio)

Gráfico 18



Fonte: BCB Boletim

O cenário macroeconômico de 2007 foi caracterizado por uma aceleração do crescimento da economia brasileira de forma robusta. Essa aceleração ocorreu de forma sustentada, favorecida pela estabilidade dos preços. O crescimento ocorrido no ano pode ser explicado em parte pela flexibilização da política monetária e pelo crescimento da demanda interna. (*Relatório de Inflação*, junho de 2007)

O cenário benigno para os preços ao consumidor, que se materializou com intensidade em 2006, arrefeceu em 2007. Após atingir o patamar de 0,47% em agosto (gráfico 17), o IPCA mensal diminuiu consideravelmente em setembro, tornando a acelerar de outubro em diante. Ao contrário do ocorrido em anos anteriores, em 2007 os preços livres subiram mais do que os preços administrados e monitorados por contratos, com os últimos decisivamente mitigando a aceleração do IPCA. No conjunto dos preços livres, a inflação associada aos bens não comercializáveis situou-se bem acima dos comercializáveis, os quais, no entanto, se aceleraram a despeito da apreciação cambial verificada em 2007.

O cenário internacional foi caracterizado por níveis de atividade aquecidos, com o desempenho menos robusto da economia norte-americana, sendo compensado por

taxas expressivas de crescimento nas demais regiões. Aumentaram os riscos de inadimplência no mercado imobiliário norte-americano, e particularmente sobre as instituições financeiras. Tal movimento repercutiu sobre o mercado de crédito global, expresso em menor liquidez internacional e aumento do custo do crédito. A volatilidade dos mercados e o aumento da percepção do risco elevaram-se para níveis historicamente altos, fazendo com que os principais bancos centrais agissem de modo a injetar liquidez nos mercados. Não obstante, tal cenário externo de volatilidade dos mercados financeiros não impactou de forma significativa a inflação e a atividade econômica doméstica. (*Relatórios de Inflação*, março, junho, setembro e dezembro de 2007)

Conforme observado no gráfico 18, o BCB continuou seu processo de afrouxamento da política monetária iniciado no segundo semestre de 2005. Na reunião de janeiro do Copom, a taxa de juros foi reduzida para 13% a.a.. A autoridade monetária continuou esse processo de flexibilização da política monetária até que a partir de outubro optou por manter a taxa constante em 11,25% a.a.. até o fim do ano.

A política monetária implantada pelo BCB a partir de meados de 2005 demonstra que ele vinha mantendo uma trajetória de sucessivas reduções na taxa de juros, já que a inflação vinha convergindo cada vez mais para a meta, fazendo com que a percepção macroeconômica de risco se reduzisse progressivamente, tornando esse relaxamento possível. Conforme explicitado na ata da 130ª reunião do Copom de outubro, a manutenção da taxa Selic repousada em 11,25% a.a.. a partir de então, pode ser explicada pelos riscos advindos do cenário externo instável a partir do segundo semestre e a demanda interna cada vez maiores.

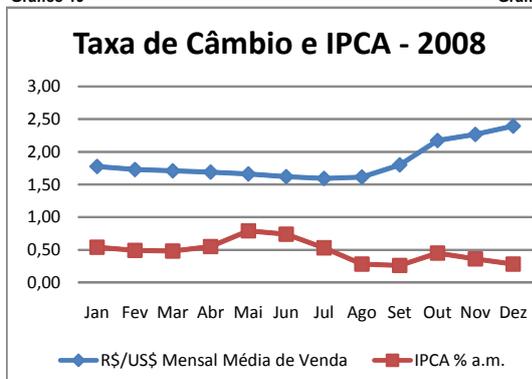
Em linhas gerais, pode-se dizer que a atuação do BCB obteve êxito no ano de 2007, pois as constantes reduções da taxa Selic incentivaram o crescimento econômico e a manutenção da taxa constante no final do ano fez com que a inflação efetiva convergisse para a meta. A meta para o ano era de 4,5% e o BCB fechou o ano com 4,46%, indicando total convergência para a meta.

- **2008**

O ano de foi caracterizado por uma intensa volatilidade na taxa de câmbio brasileira. Até julho, pode-se observar pelo gráfico 19 um movimento de leve apreciação da moeda doméstica. A taxa média mensal de venda do dólar em janeiro era de R\$ 1,77 e

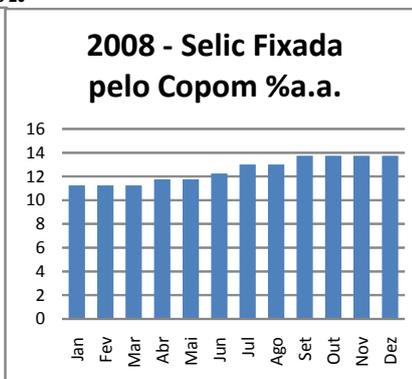
em julho R\$ 1,59. A partir de agosto, iniciou-se uma trajetória de desvalorização do real, que em dezembro apresentava a taxa de câmbio de R\$ 2,39.

Gráfico 19



Fonte: IBGE (IPCA) e BCB Boletim (Taxa de Câmbio)

Gráfico 20



Fonte: BCB Boletim

O ano de 2008 se iniciou num cenário de processo de aceleração inflacionária mundial. Os preços das *commodities* encontravam-se elevados no primeiro semestre, o que motivou em parte a apreciação do câmbio brasileiro. Outro motivo para a apreciação do câmbio foi a redução do risco Brasil. Nesse cenário de aceleração inflacionária mundial, os principais Bancos Centrais adotaram medidas de política monetária contracionistas, com exceção dos EUA, que diminuíram a taxa de juros básica. A emergência da crise no mercado norte-americano *subprime* no ano anterior, no primeiro semestre de 2008 fez com que a desaceleração da atividade econômica, antes restrita aos EUA, começasse a se disseminar para outras economias maduras. Esse cenário de redução da demanda doméstica nas economias maduras e vigoroso ajuste nas cotações das *commodities* que pressionavam a inflação trazia um desafio para os Bancos Centrais, com vistas a assegurar a estabilidade financeira, o nível de atividade econômica e o controle da inflação. (*Relatórios de Inflação*, março, junho, setembro e dezembro de 2008)

No Relatório de Inflação de Dezembro de 2008, o BCB afirmou que a partir de setembro, os mercados financeiros internacionais enfrentaram fortes pressões devido à depreciação das moedas das economias maduras e emergentes frente ao dólar. Nesse contexto, houve perdas intensas nos índices das principais bolsas de valores e a aversão ao risco acentuou-se para níveis historicamente elevados. O estreitamento da liquidez

global motivou o BCB a adotar diversas medidas para prover liquidez em moeda estrangeira.

No Brasil, o ano foi de crescimento econômico ainda elevado devido ao crescimento da demanda interna. A dinâmica de alta inflação no primeiro semestre foi fruto do persistente descompasso entre o ritmo de expansão da demanda doméstica e o da oferta, em contexto de pressões em escala global dos preços das *commodities* agrícolas. O desempenho das taxas de inflação ao consumidor e por atacado, após apresentar acomodação em agosto e setembro influenciada pela queda dos preços das *commodities*, voltou a registrar aceleração em outubro, movimento associado ao ritmo de crescimento da demanda interna, evidenciado pela elevação dos preços dos serviços, e aos efeitos iniciais da depreciação cambial observada no segundo semestre. Em novembro, apesar da trajetória da taxa de câmbio, os preços ao consumidor e principalmente por atacado registraram nova acomodação, traduzindo a acentuada deterioração das expectativas dos agentes econômicos e recuos expressivos assinalados nos preços internacionais das *commodities* e na demanda por bens em segmentos mais dependentes das condições do mercado de crédito. (*Relatório de Inflação*, março, junho, setembro e dezembro de 2008)

Nesse contexto de aceleração inflacionária mundial e políticas monetárias restritivas dos principais Bancos Centrais, o BCB seguiu a mesma trajetória de elevações sucessivas da taxa básica de juros a fim de fazer com que a inflação efetiva convergisse para a meta. Na primeira reunião do ano, foi mantida a taxa de 11,25% a.a., estabelecida em setembro de 2007, e a partir de então o processo de contração monetária começou a ser efetivado, fechando o ano em 13,75% a.a. (gráfico 20).

A meta para o ano era de 4,5%, com banda de flutuação de dois pontos percentuais. A inflação efetiva foi de 5,9%, dentro dos limites estabelecidos pelo BCB. Mais uma vez o BCB obteve êxito no alcance da sua meta, porém devido ao cenário externo volátil, não conseguiu com que a inflação efetiva convergisse para o centro da meta como vinha ocorrendo em anos anteriores.

- **2009**

Em 2009, a taxa de câmbio apresentou um movimento de constantes apreciações do real frente à moeda norte-americana. A taxa média mensal de venda do dólar em janeiro era de R\$ 2,31. Assim permaneceu estável até março, quando no mês

seguinte passou a delinear uma trajetória de valorizações do real. Em dezembro, a taxa de câmbio era de R\$ 1,75, conforme ilustra o gráfico 21.

Gráfico 21

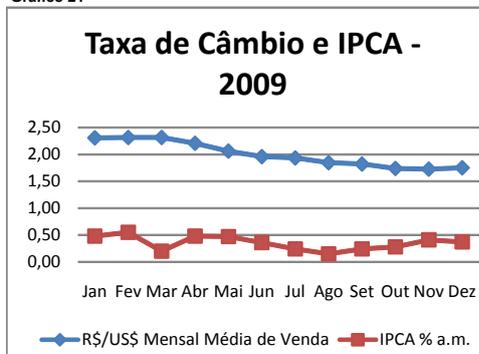


Gráfico 22



O ano de 2009 foi caracterizado pelos efeitos ainda persistentes da crise financeira mundial. Um desses efeitos foi o processo de redução acentuada do crescimento mundial. A economia brasileira apresentou reduções do crescimento econômico desde finais de 2008, devido à perda de dinamismo da demanda interna frente à deterioração das condições de crédito e da confiança dos consumidores e de empresários.

Desde meados de 2008, os países obtiveram um processo de redução do processo inflacionário, e o mesmo ocorreu com o Brasil. Ao mesmo tempo, houve um movimento de apreciação do câmbio brasileiro, principalmente devido à alta dos preços das *commodities* e à diminuição do risco Brasil.

Esse movimento de perda de dinamismo da economia brasileira e ausência de expectativas de pressões inflacionárias justificou as sucessivas reduções da taxa Selic efetuadas pelo BCB no ano. Em janeiro, a Selic era de 12,75 % a.a. e após sucessivas reduções no decorrer dos meses, na reunião de julho definiu-se a taxa de 8,75% a.a. (gráfico 22). Essa taxa manteve-se inalterada até dezembro. Na reunião de julho, o Copom explicou a redução da taxa básica de juros da seguinte forma:

Nesse contexto, tendo em vista as perspectivas para a inflação em relação à trajetória de metas, o Copom decidiu reduzir a taxa Selic para 8,75% a.a., sem viés, por unanimidade. Levando em conta que a flexibilização da política monetária implementada desde janeiro tem efeitos defasados e cumulativos sobre a economia, o Comitê avalia, neste momento, que esse patamar de taxa básica de juros é consistente com um cenário inflacionário benigno, contribuindo para assegurar a convergência da inflação para a trajetória de metas ao longo

do horizonte relevante, bem como para a recuperação não inflacionária da atividade econômica. (Notas da Ata da 144ª Reunião do Copom em 21 e 22/07/2009)

Mais uma vez, o BCB foi eficaz no alcance da meta de inflação. A meta para o ano era de 4,5%, com banda de flutuação de dois pontos percentuais, já o IPCA acumulado do ano fechou em 4,31%. O resultado atingido convergiu para o centro da meta.

Apesar de ressaltar que as reduções da taxa Selic até julho visavam “a recuperação não inflacionária da atividade econômica” na Ata da 144ª Reunião do Copom, os resultados em termos de crescimento econômico foram da ordem de -0,19%, conforme o IBGE. Ou seja, por um lado o BCB foi eficaz em convergir a inflação para a meta, ao frear o processo de reduções na taxa Selic a partir de julho, porém para isso houve custos da ordem do nível de atividade econômica do país.

II. 2.2 Uma Avaliação de uma Década do Regime Monetário de Metas de Inflação (1999 a 2009)

Do ponto de vista do cumprimento das metas, nos anos de 2001, 2002 e 2003 o Banco Central foi ineficaz em seu objetivo. Tal fato pode ser explicado pelas diversas crises e choques ocorridos no período.

A despeito do descumprimento das metas, o BCB foi capaz de manter a inflação em patamares relativamente reduzidos. Esses descumprimentos sucessivos poderiam resultar numa descrença dos agentes econômicos na capacidade do regime monetário ser bem sucedido no controle dos preços, o que poderia ameaçar sua capacidade de coordenar as expectativas e balizar a formação dos preços na economia. De acordo com a teoria novo-clássica, o RMI deve ser caracterizado pela credibilidade dos *policymakers*, caso contrário ele não será capaz de coordenar as expectativas inflacionárias.

Conforme evidencia a tabela 1, nos anos seguintes a 2003 as metas de inflação foram cumpridas. Nota-se também, que a inflação efetiva a partir de 2006 foi mais próxima do centro da meta. Mesmo com a crise econômica iniciada em meados de

2007, o BCB foi capaz de manter a inflação dentro das metas anunciadas, evidenciando maior estabilidade macroeconômica.

A tendência observada até 2003 de descumprimento das metas pelo BCB foi revertida a partir de então. Portanto, pode-se concluir que no que diz respeito ao cumprimento da meta, o BCB vêm tendo uma atuação eficaz nos últimos cinco anos, mesmo enfrentando crises e choques externos, o que significa que sua credibilidade foi mantida.

Tabela 1. Brasil: Histórico de Metas de Inflação (1999 a 2009)

Ano	Norma	Data	Meta (%)	Banda (p.p.)	Limites Inferior e Superior (%)	Inflação Efetiva (IPCA %a.a.)
1999			8	2	6-10	8,94
2000	Resolução 2.615	30/6/1999	6	2	4-8	5,97
2001			4	2	2-6	7,67
2002	Resolução 2.744	28/6/2000	3,5	2	1,5-5,5	12,53
2003 ^v	Resolução 2.842	28/6/2001	3,25	2	1,25-5,25	
	Resolução 2.972	27/6/2002	4	2,5	1,5-6,5	9,30
2004 ^v	Resolução 2.972	27/6/2002	3,75	2,5	1,25-6,25	
	Resolução 3.108	25/6/2003	5,5	2,5	3-8	7,60
2005	Resolução 3.108	25/6/2003	4,5	2,5	2-7	5,69
2006	Resolução 3.210	30/6/2004	4,5	2	2,5-6,5	3,14
2007	Resolução 3.291	23/6/2005	4,5	2	2,5-6,5	4,46
2008	Resolução 3.378	29/6/2006	4,5	2	2,5-6,5	5,90
2009	Resolução 3.463	26/6/2007	4,5	2	2,5-6,5	4,31

Fonte: Banco Central do Brasil

CAPÍTULO III – CUSTOS DO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO PARA O BRASIL

O Regime de Metas de Inflação controlou a inflação no período em que atuou no Brasil. Porém, a gestão do BCB foi caracterizada por uma política monetária restrita. As elevadas taxas de juros praticadas pelo BCB para controlar a inflação geram custos para o crescimento econômico brasileiro ao passo que: (i) mantêm o real sobrevalorizado; (ii) aumentam o estoque de dívida pública/PIB; (iii) desaceleram a produção industrial.

A seguir serão analisados os custos para o crescimento brasileiro ao longo dos dez anos sob o RMI (1999 a 2009).

III.1 As Elevadas Taxas de Juros Praticadas pelo Banco Central do Brasil

Desde a adoção do regime monetário de metas de inflação, a política monetária do BCB foi extremamente restrita fazendo com que a taxa real de juros brasileira se mantivesse em níveis muito superiores aos praticados pelos principais países.

O Brasil se mantém no topo do *ranking* das maiores taxas de juros reais do mundo há anos. Apesar da tendência de queda da taxa de juros básica brasileira ao longo dos anos, conforme evidencia a tabela 2, o país ainda circula pelas primeiras posições do *ranking*. Em setembro de 2009, segundo a Consultoria Econômica *UpTrend*³, o Brasil se encontrava em 4º lugar nesse *ranking*. A melhora da posição só ocorreu devido ao processo deflacionário do ano, que motivou o BCB a diminuir a taxa básica de juros.

³ Disponível em: < <http://economia.uol.com.br/ultmot/2009/09/02/ult4294u2900.jhtm>>. Acesso em agosto de 2010.

Tabela 2: Taxa de Juros Real e Nominal e Taxa de Inflação (1999 a 2009)

Anos	Taxa Selic Nominal (%)	Taxa de Inflação (IPCA)	Taxa Selic Real (%)
1999	19,00	8,94	10,06
2000	15,84	5,97	9,87
2001	19,05	7,67	11,38
2002	24,90	12,53	12,37
2003	16,33	9,30	7,03
2004	17,75	7,60	10,15
2005	18,05	5,69	12,36
2006	13,19	3,14	10,05
2007	11,18	4,46	6,72
2008	13,66	5,90	7,76
2009	8,65	4,31	4,34

Fonte: IBGE e Valor Econômico

A elevação da taxa de juros causa um bem-estar social na medida em que controla a inflação. Porém os custos das altas taxas de juros parecem ser mais perversos. Elevadas taxas de juros: (i) geram uma sobrevalorização do real, deteriorando as contas externas; (ii) desaceleram de forma significativa a produção industrial e (iii) aumentam a dívida pública como proporção do PIB.

De acordo com Bresser e Nakano (2002), as altas taxas de juros são explicadas pelas múltiplas funções que lhe são dadas no Brasil. Através delas se busca: (i) reduzir o investimento e a demanda agregada quando aquecida, de forma a evitar a inflação; (ii) limitar a desvalorização da taxa de câmbio para evitar inflação de custos; (iii) atrair capitais externos para fechar o balanço de pagamentos; (iv) induzir investidores internos a comprar títulos para financiar déficit público; (v) reduzir o déficit comercial através do controle da demanda interna.

De acordo com o embasamento teórico do RMI, a taxa de juros deve ficar limitada ao controle da demanda agregada e da inflação. O Copom em suas reuniões sempre afirma que a única função da taxa de juros é o controle da inflação. Porém, o BCB não fica imune às pressões do mercado, que decidem soberanamente sobre a taxa de juros. Portanto, é evidente que um único instrumento não pode alcançar todos esses objetivos, que muitas vezes são até contraditórios (Bresser e Nakano, 2002).

Modenesi (2005) acredita que a elevada participação dos preços administrados no IPCA – cerca de 30% – é um dos motivos que dificulta a redução das

taxas de juros no Brasil. Os preços administrados são aqueles determinados ou influenciados por um órgão público e variam independentemente das condições de oferta e demanda.

Uma elevação da taxa de juros, ao desestimular o investimento privado e o consumo (notadamente de bens duráveis), determina uma contração de demanda agregada que, por sua vez, reduz o nível geral de preços. Na medida em que os preços administrados não são determinados pela interação da oferta agregada e da demanda, eles se tornam insensíveis à taxa de juros. Por isso, estão completamente fora de controle do BCB. Ou seja, parcela significativa do IPCA não é afetada pela taxa de juros, o que reduz a eficácia da política monetária no controle inflacionário. (Modenesi, 2005, p.390)

Essa insensibilidade dos preços administrados à taxa de juros faz com que o BCB precise elevar a taxa de juros além do que seria necessário caso todos os preços fossem livres a fim de cumprir a meta de inflação. Em suma, devido à alta participação dos preços administrados no IPCA, o BCB precisa elevar excessivamente a taxa de juros a fim de conter a demanda agregada, com vistas a controlar a inflação. Essa elevação excessiva da taxa básica de juros traz custos para o crescimento econômico brasileiro.

III. 2 O Repasse das Taxas de Juros ao Câmbio

A economia brasileira vem enfrentando a chamada armadilha da taxa de juros/taxa de câmbio desde a implantação do Plano Real. Isso significa dizer que as entradas de capital, estimuladas pela Selic elevada, pressionam para baixo a taxa de câmbio, sobrevalorizando o real. É uma armadilha, pois as autoridades monetárias temem reduzir a taxa de juros abaixo de determinado limite. Portanto, no regime de metas de inflação, quando a autoridade monetária começa a reduzir a taxa de juros, ocorre uma depreciação do real e crescimento inflacionário.

De acordo com Modenesi (2009) o BCB é ciente de que variações na taxa de câmbio precedem mudanças nas taxas de inflação. Desse modo, diante de uma desvalorização cambial – com o intuito de conter o repasse aos preços – a autoridade monetária reage aumentando a taxa básica de juros. Isso torna a política monetária do BCB passiva, já que ele não tem autonomia para determinar a taxa básica de juros, pois esta responde a mudanças no câmbio.

Uma desvalorização do real aumenta a taxa de inflação de duas formas: (i) diretamente, já que os preços dos serviços de energia elétrica, telefonia e de produtos derivados do petróleo (dentre outros bens comercializáveis com o exterior) representam parcela significativa do IPCA (efeito primário); (ii) indiretamente, na medida em que a elevação desses preços representa um aumento no custo de uma gama de produtos que utilizam esses bens e serviços como insumos; e também, visto que movimentos na taxa de câmbio alteram a competitividade da produção doméstica *vis-à-vis* a internacional (efeitos secundários). Assim, a inflação brasileira apresenta uma alta sensibilidade à taxa de câmbio, que se tornou uma variável fundamental na determinação do nível geral de preços doméstico. (Modenesi, 2005, p.402)

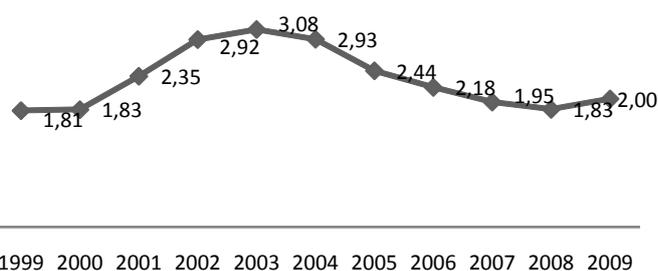
As elevadas taxas de juros praticadas sob o RMI mantêm o câmbio apreciado o que por sua vez deteriora as contas externas. Depreciações cambiais podem ter um impacto negativo sobre a inflação, ao passo que apreciações podem afetar negativamente as contas nacionais via níveis de exportações e importações. Uma apreciação do real torna menos competitiva a indústria, e conseqüentemente, pode provocar déficit em conta corrente:

Uma elevação da Selic causa uma valorização do real ao prejudicar a competitividade do setor produtivo doméstico, tende a deteriorar as contas externas e a comprometer, ainda mais, a atividade econômica. (Modenesi, 2009, p.15)

De acordo com o gráfico abaixo, pode-se notar uma tendência de apreciação do Real nos últimos seis anos da série apresentada:

Gráfico 23

Taxa de Câmbio Nominal (R\$/US\$ - Venda Média)



Fonte: BCB Boletim

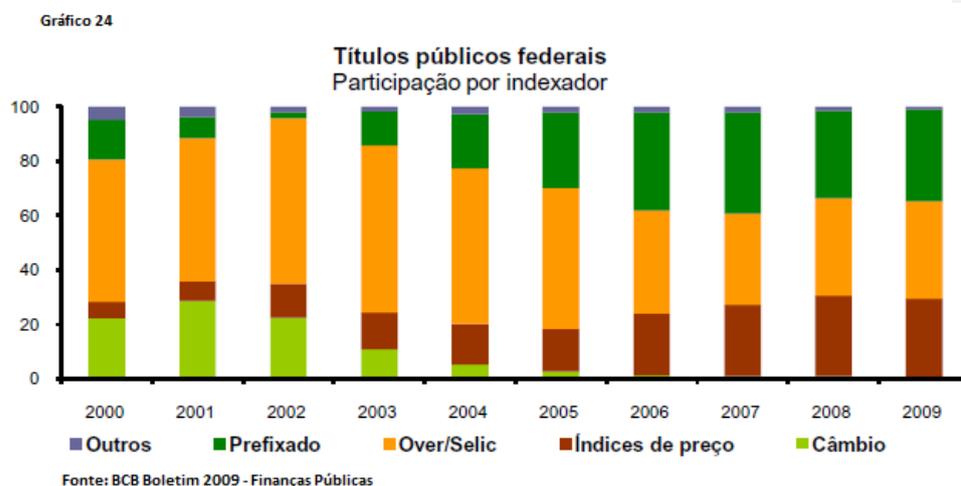
Nos anos de 1999 e 2000, a taxa de câmbio se manteve apreciada graças às elevadas taxas de juros praticadas durante tais anos. De 2001 a 2003 a depreciação

cambial foi resultado das crises de confiança decorrentes da crise do setor energético brasileiro, do risco decorrente do processo eleitoral, da redução da liquidez internacional e do aumento da aversão ao risco. A partir de então nota-se um processo gradual de apreciação do real, com uma leve depreciação em 2009.

Desse modo, pode-se concluir que a política de elevadas taxas de juros praticadas pelo BCB, vêm surtindo efeito sobre a taxa de câmbio, demonstrando uma tendência de mantê-la apreciada. Apesar dos saldos positivos na balança comercial observada nos últimos anos, devido ao cenário internacional favorável, esse processo de apreciação cambial deteriora as contas externas, ao passo que incentiva as importações e desestimula as exportações, além de diminuir a competitividade da indústria doméstica.

III.3 Os Impactos das Elevadas Taxas de Juros sobre a Dívida Pública

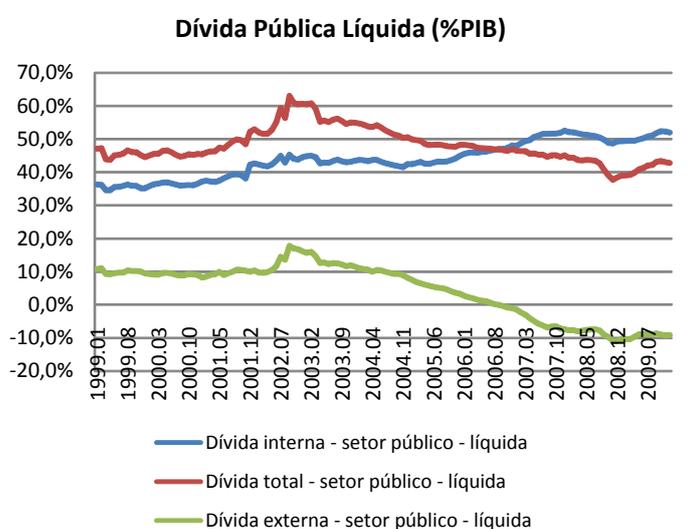
As elevadas taxas de juros elevam a dívida pública, uma vez que essa é formada fundamentalmente por títulos públicos federais. Desses títulos, a maior parte é fixada à taxa Selic (gráfico 24). Apesar da redução da participação de títulos indexados à Selic ao longo dos anos analisados, em 2009, 35,8% dos títulos eram fixados a essa taxa. Portanto, elevações na taxa Selic, aumentam os gastos com o serviço da dívida, ampliando o estoque de dívida pública.



No Brasil, pode-se notar um crescimento da dívida pública interna líquida como proporção do PIB e uma queda da dívida externa líquida ao longo dos anos sob o RMI. A dívida pública total é a soma da dívida interna com a externa. Portanto, pode-se

afirmar que a elevada proporção da dívida pública/PIB brasileira é fruto da expansão da dívida interna. Essa expansão da dívida interna não é resultado de aumento nos investimentos públicos, e sim dos gastos com o pagamento das elevadas taxas de juros brasileiras. A dívida interna pública líquida vem apresentando uma trajetória crescente ao longo dos 10 anos analisados, chegando a alcançar 52,4% do PIB em outubro de 2009, sendo que do momento da implantação do RMI no Brasil, em 1999, ela encontrava-se na faixa de 35%.

Gráfico 25



Fonte: Banco Central do Brasil

Com a elevada proporção dívida pública/PIB, que era de 43,4 % em outubro de 2009, o Brasil vem exercendo uma política de geração de superávits primários a fim de pagar essa dívida. Porém, superávits primários indicam um menor crescimento econômico, no momento em que o governo deve retrainr seus investimentos públicos e/ou aumentar tributos a fim de gerar um saldo positivo. Essa política de elevadas proporções de dívida pública/PIB e superávits primários retraem o crescimento econômico brasileiro.

Oreiro *et al.* (2003) acreditam que uma redução na taxa real de juros e uma política fiscal mais expansionista, viabilizada por uma diminuição do superávit primário, poderia fazer com que a economia brasileira alcançasse um equilíbrio interno e externo.

III. 4 O RMI e o Crescimento Econômico Brasileiro

A economia brasileira tem sido marcada, nos últimos anos por um movimento de *stop-and-go*, ou seja, períodos de baixo crescimento alternados por períodos de crescimento mais elevado.

A política de elevadas taxas de juros praticadas pelo Banco Central do Brasil ao longo dos anos sob o RMI, tem sido considerada pelos críticos como um dos maiores entraves para taxas mais robustas de crescimento econômico no Brasil. Conforme dito anteriormente, elevadas taxas de juros, além de sobrevalorizarem o real e aumentarem o estoque de dívida pública, desaceleraram significativamente a produção industrial. Isso ocorre já que um aumento dos juros desestimula o investimento privado, reduzindo a demanda agregada e, portanto, diminuindo a taxa de crescimento do PIB.

A partir da comparação do crescimento brasileiro com as economias emergentes e com a média do mundo, podem-se fazer algumas análises de seu desempenho (Tabela 3).

Tabela 3

	Variação do PIB real (%a.a.)										
	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Brasil	0,3	4,3	1,3	2,7	1,1	5,7	3,2	4	6,1	5,1	-0,2
Economias Emergentes	3,5	6	3,8	4,8	6,2	7,5	7,1	7,9	8,3	6,1	2,4
Mundo	3,6	4,8	2,3	2,9	3,6	4,9	4,5	5,1	5,2	3	-0,6

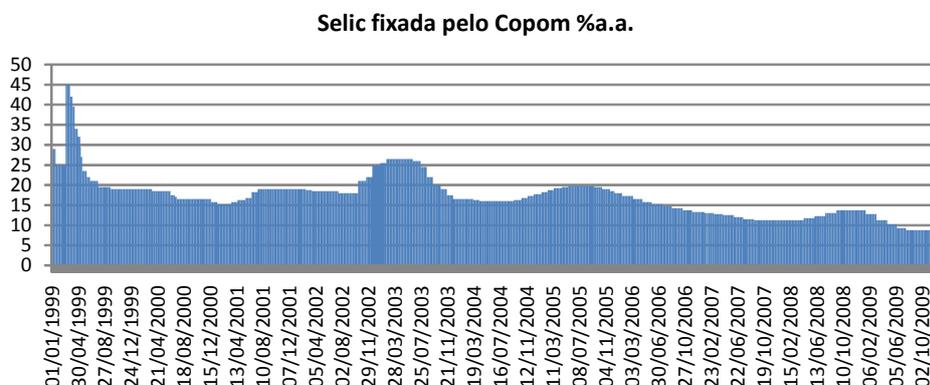
Fonte: FMI, World Economic Outlook

De 1999 a 2003, o Brasil apresentou um crescimento inferior ao dos demais grupos analisados. Isso pode ser explicado pela transição do regime monetário em 1999, com as intensas taxas de juros praticadas no período alcançando 45% a.a.. no início de 1999 (gráfico 26).

No triênio 2001-2003 o Brasil experimentou os reflexos da crise do setor energético e dos riscos decorrentes da transição eleitoral. As elevadas taxas de juros praticadas no período se refletiram na estagnação do crescimento econômico brasileiro. Em meados de 2003, as taxas de juros atingiram 26,5% a.a.. quando começaram a ser reduzidas até 16,5% em dezembro.

Em 2004, frente às reduções das taxas de juros iniciadas em 2003, o Brasil obteve um crescimento expressivo, porém ainda menor do que o das economias emergentes. Até meados desse mesmo ano, a Selic vigorava em torno de 16% a.a., quando em setembro o BCB iniciou um aperto monetário.

Gráfico 26



Fonte: Banco Central do Brasil

Em 2005, frente à elevação da Selic, seu crescimento foi inferior ao dos demais grupos analisados e a taxa básica de juros alcançava 19,75% a.a. em meados do ano. O aperto monetário se perpetuou até setembro de 2005, quando houve um afrouxamento monetário. Esse afrouxamento continuou sucessivamente quando no final de 2006, a taxa Selic era de 13,25% a.a.. Nesse ano, apesar do afrouxamento monetário, o crescimento econômico do Brasil mais uma vez foi inferior ao dos demais grupos. Enquanto as economias emergentes alcançavam 7,9%, o Brasil atingiu o patamar de apenas 4%.

Ao longo de 2007, o processo de afrouxamento monetário pelo BCB teve prosseguimento, ao final do ano, a taxa básica de juros era de 11,25% a.a.. Nesse ano, o Brasil atingiu os maiores patamares de crescimento atingindo 6,1%, porém ainda menor do que os das economias emergentes que ficaram em 8,3%, o maior crescimento para o grupo nos 10 anos analisados.

Ao longo de 2008, num contexto de aceleração do processo inflacionário e crise financeira mundial, houve um aperto monetário e o ano foi finalizado com a Selic em 13,75% a.a.. Apesar do aperto monetário, o Brasil obteve um crescimento econômico de 5,1%, mais uma vez apenas menor do que das economias emergentes.

No ano de 2009, como reflexos da crise financeira mundial e diminuição do crescimento mundial, o Brasil apresentou uma deflação de -0,2%, apesar dos esforços do BCB em diminuir a taxa de juros, que ao final do ano era de 8,75% a.a.. As economias emergentes alcançaram um crescimento de 2,4% para o mesmo ano.

A partir dos resultados observados, pode-se notar que o crescimento econômico brasileiro esteve largamente relacionado à taxa de juros praticada pelo BCB. Além disso, em todos os anos analisados o Brasil obteve um crescimento menor do que o das economias emergentes. Isso demonstra que sua política monetária de elevadas taxas de juros reais, mantendo o país no topo do *ranking* de maiores taxas de juros do mundo, associadas ao câmbio sobrevalorizado e elevadas proporções dívida pública/PIB, prejudicou o potencial de crescimento econômico do país nos anos analisados.

CONCLUSÃO

No presente trabalho, tentou-se desenvolver, através da utilização das variáveis macroeconômicas selecionadas, uma análise dos custos para o crescimento econômico brasileiro a partir da adoção do RMI. Além disso, buscou-se avaliar a eficácia do regime quanto à estabilidade inflacionária no período.

Primeiramente, revisou-se a literatura existente sobre as principais formulações novo-clássicas que sustentam o regime: a curva expectacional de Phillips, a hipótese da taxa natural de desemprego, as expectativas racionais, o postulado de ineficácia da política monetária e o viés inflacionário.

A Curva de Phillips pressupõe a existência de um *trade-off* entre inflação e desemprego. Menores taxas de desemprego poderiam ser alcançadas frente a maiores taxas de inflação. Os desvios na curva de Phillips no curto prazo, segundo Friedman, seriam desvios da taxa natural de desemprego. A hipótese da taxa natural de desemprego sustenta a crença monetarista de que o estoque de moeda atua basicamente sobre o nível de preços e outras variáveis nominais no longo prazo. A diferença crucial dos novos-clássicos para os monetaristas diz respeito à crença nas expectativas racionais. Como os agentes econômicos possuem expectativas racionais, eles não cometem erros sistemáticos, logo mudanças no produto no curto prazo só ocorreriam caso houvesse uma inflação surpresa. Desse modo, surge o postulado de ineficácia da política monetária tanto no curto quanto no longo prazo que sustenta a base teórica dos novos-clássicos. Os defensores do RMI sustentam a existência de um viés inflacionário, ou seja, ministros, parlamentares e empresários possuem uma grande propensão a gerar inflação, visto que políticas de juros baixos e de crédito fácil são de alta aceitação popular. Para impedir esse viés, deveria ser adotada uma regra.

A revisão teórica demonstrou as crenças que sustentam o RMI exercem forte influência sobre o funcionamento do regime. O postulado de ineficácia da política monetária leva seus defensores a acreditarem que a política monetária tem como único objetivo garantir a estabilidade dos preços. Desse modo, o objetivo único do Banco Central é o de garantir a estabilidade inflacionária, a despeito das variáveis reais da economia, como crescimento econômico e desemprego.

No segundo capítulo buscou-se fazer uma descrição das atas e Relatórios do Copom a fim de avaliar a eficácia do regime em alcançar as metas estipuladas e assim garantir a estabilidade dos preços. Notou-se que nos anos de 2001, 2002, 2003, o BCB apresentou uma trajetória de seguidos descumprimentos da meta. Esse processo foi revertido no ano seguinte e até 2009 todas as metas foram cumpridas. Pode-se concluir então, que no que diz respeito ao cumprimento das metas, nos últimos cinco anos o BCB veio obtendo sucesso e garantindo um ambiente de credibilidade, que é essencial para a manutenção do regime.

A taxa de juros é o instrumento do RMI de controle da inflação. O Brasil apresentou no período em questão as maiores taxas de juros reais do mundo. No terceiro capítulo, demonstrou-se que essas elevadas taxas de juros trazem um bem-estar social na medida em que controlam a inflação. Porém os custos das elevadas taxas de juros parecem ser mais perversos na medida em que: geram uma sobrevalorização do real, desaceleram de forma significativa a produção industrial e aumentam a dívida pública como proporção do PIB.

O Brasil vem apresentando um constante movimento de *stop-and-go* no seu crescimento econômico. A partir de uma comparação com o crescimento econômico dos países emergentes pode-se observar que seu crescimento em todos os anos analisados foi menor que o das economias de tais países. Esse baixo crescimento está altamente relacionado com as elevadas taxas de juros praticadas pelo Copom.

Conclui-se então que o RMI pode ser considerado eficaz no controle da inflação nos dez anos analisados, porém a forma como BCB atuou para garantir a estabilidade de preços trouxe custos para a economia brasileira. As elevadas taxas de juros praticadas pelo BCB para cumprir suas metas, associadas ao câmbio valorizado e a elevadas proporções dívida pública/PIB, prejudicou o potencial de crescimento econômico do país nos anos analisados.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BERNANKE, B.; LAUBACH, T.; MISHKIN, F. e POSEN, A. *Inflation Targeting: Lessons From the International Experience*. Princeton University Press: Princeton, 1999.

BOGDANSKI, J., TOMBINI, A., WERLANG, S. *Implementing Inflation targeting in Brazil*. Banco Central do Brasil, Working Paper n.1, 2000.

BRASIL. Banco Central (BCB). *Relatório de inflação*, vários números.

_____. *BCB Boletim*, vários números.

_____. *Atas do COPOM*, vários números.

BRESSER, L., NAKANO, Y. *Uma Estratégia de Desenvolvimento com Estabilidade*. Revista de Economia Política, N°3, Vol. 22, 2002.

CARNEIRO, R. (org.) *A Supremacia dos Mercados: e a Política Econômica do Governo Lula*. São Paulo: UNESP, 2006.

FMI, *World Economic Outlook*, Abril, 2010.

FRIEDMAN, B. & KUTTNER, K. *A Price Target for U.S Monetary Policy? Lessons from the Experience with Money Growth Targets*. NBER Working Paper, n. 2091, novembro, 1996.

FROYEN, R. *Macroeconomia*. 5ª ed. São Paulo: Saraiva, 2005.

GIAMBIAGI, F; CARVALHO, J. C. *As Metas de Inflação: Sugestões para um Regime Permanente*. BNDES, Texto para Discussão 86, Rio de Janeiro, 2001. Disponível em: <<http://cdi.mecon.gov.ar/biblio/doc/bndes/td-86.pdf>>. Acesso em 14/07/2010.

GOLDFAJN, I. *Há Razões para Duvidar que a Dívida Pública no Brasil é Sustentável?* Brasília: Banco Central do Brasil, jul. 2002. (Notas Técnicas do Banco Central do Brasil, nº 25).

HOOVER, K. *The New Classical Macroeconomics: A Sceptical Inquiry*. Oxford: Blackwell, 1988.

IBGE. *Sistema Nacional de Índices de Preços ao Consumidor*, vários números.

LUCAS, R; SARGENT, T. *Rational Expectations and Economic Practice*. Mineapolis: The University of Minnesota Press, 1982.

MISHKIN, F. *Inflation Targeting in Emerging-Market Countries*. Working paper 7618, National Bureau of Economic Research, Cambridge, 2000. Disponível em: < <http://www.nber.org/papers/w7618>>. Acesso em: 01/05/2010.

MODENESI, A. *Regimes Monetários: Fundamentos Teóricos e a Experiência do Plano Real*. Barueri: Manole, 2005.

_____. *A Inconsistência Temporal, o Viés Inflacionário e a Tese da Independência do Banco Central*. Texto para Discussão, Faculdade de Economia, UFF, Rio de Janeiro, 2002.

_____ e ARAÚJO, E. *Custos e Benefícios do Controle Inflacionário no Brasil (2000-2008)*. Trabalho apresentado no II Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira, Setembro, 2009.

MUTH, J.F. *Rational Expectations and the Theory of Price Movements*. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, vol.29, n.3, 1961. Disponível em < <http://web.cenet.org.cn/upfile/48981.pdf>>. Acesso em 14/07/2010.

OREIRO, J., PAULA, L., SICSÚ, J. *Controle da Dívida Pública e Política Fiscal: uma Alternativa para um Crescimento Auto-sustentado da Economia Brasileira* in: SICSÚ, J., OREIRO, J., PAULA, L. (Orgs.) *Agenda Brasil: Propostas de Política Econômica para o Crescimento com Estabilidade de Preços*. Barueri: Manole, 2003.

_____ e SOBREIRA, R. (Orgs.) *Política Monetária, Bancos Centrais e Metas de Inflação: Teoria e Experiência Brasileira*. 1ª ed. Rio de Janeiro: FGV, 2009. 389 p.

SARGENT, T. & WALLACE, N. Rational Expectations and the Theory of Economic Policy. In: LUCAS, R. & SARGENT, T. (Eds.) *Rational Expectations and Econometric Practice*. Mineápolis, The University of Minnesota Press, 1981.

SICSÚ, J. *Emprego, Juros e Câmbio: Finanças Globais e Desemprego*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.

_____. *Flutuação Cambial e Taxas de Juros no Brasil*. Revista de Economia Política, 2002.

VERSIANI, F. *A Dívida Pública Interna e Sua Trajetória Recente*. Universidade de Brasília, Departamento de Economia, Texto para Discussão n. 284, 2003.