

# Metas de Inflação: uma avaliação do caso brasileiro

Marcelo Luiz Curado \*

José Luis Oreiro \*\*

**Resumo:** O presente artigo tem por objetivo fazer uma avaliação crítica do regime de metas de inflação no Brasil. Para tanto, iremos inicialmente discutir o comportamento das principais variáveis macroeconômicas no período de vigência do regime de metas, sobretudo os resultados obtidos em termos de inflação, do crescimento do produto e das interações entre a política monetária e a política fiscal. A análise do comportamento dessas variáveis aponta claramente para o fato de que o regime de metas de inflação, embora tenha sido relativamente eficiente no que se refere à obtenção da *estabilidade de preços*, não foi capaz de obter a *estabilidade macroeconômica*, tendo em vista o pífio desempenho da economia brasileira no que diz respeito ao crescimento do PIB e o comportamento da dívida pública como proporção do produto real. Na seqüência argumentamos que os problemas do regime de metas de inflação no Brasil devem-se a existência de uma estrutura de governança da política monetária que é inadequada para o funcionamento satisfatório do regime de metas inflacionárias. Dessa forma, sugerimos algumas mudanças nessa estrutura, as quais poderão melhorar significativamente a performance da economia brasileira em termos de crescimento e criação de empregos.

**Palavras-Chave:** Política Monetária, Taxa de Juros e Estabilidade Macroeconômica.

**MARÇO DE 2005**

---

\* Doutor em Economia (IE/UNICAMP) e Professor do Departamento de Economia da UFPR. E-mail: [mcurado@ufpr.br](mailto:mcurado@ufpr.br).

\*\* Doutor em Economia (IE/UFRJ), Professor do Departamento de Economia da UFPR e Pesquisador do CNPq. E-mail: [joreiro@ufpr.br](mailto:joreiro@ufpr.br). Web-Site: <http://www.joseluisoreiro.ecn.br>.

## 1. Introdução.

O ataque especulativo promovido contra o Real em janeiro de 1999 obrigou o Banco Central do Brasil (BCB) a abandonar o regime de bandas cambiais. Chegava ao fim um período, iniciado em 1995, no qual o Banco Central controlava, através da utilização de um regime de bandas cambiais, o comportamento da taxa de câmbio nominal. A utilização desta política de “ancoragem cambial” com efetiva valorização da taxa de câmbio e a elevação do grau de abertura externa da economia se constituíram nos elementos chaves da política de combate a inflação no período.

O ataque especulativo de 1999 teve, portanto, um duplo efeito. Em primeiro lugar, tornou evidente os limites de uma política de “ancoragem cambial” num contexto de instabilidade do sistema financeiro internacional. Em segundo lugar, retirou do Banco Central a possibilidade de manutenção da política de controle da inflação por intermédio do controle da taxa de câmbio nominal.

O ataque especulativo não apenas deixou patente a incapacidade de sustentação e controle da taxa de câmbio nominal e real, como também deixou os *policy makers* órfãos de seu instrumento de controle da inflação. A opção do Banco Central foi adotar o regime metas de inflação a partir de julho de 1999.

Nesse contexto, o presente artigo tem por objetivo fazer uma avaliação crítica do regime de metas de inflação no Brasil. Para tanto, iremos inicialmente discutir o comportamento das principais variáveis macroeconômicas no período de vigência do regime de metas, sobretudo os resultados obtidos em termos de inflação, do crescimento do produto e das interações entre a política monetária e a política fiscal. A análise do comportamento dessas variáveis aponta claramente para o fato de que o regime de metas de inflação, embora tenha sido relativamente eficiente no que se refere à obtenção da *estabilidade de preços*, não foi capaz de obter a *estabilidade macroeconômica*<sup>1</sup>, tendo em vista o pífio

---

<sup>1</sup> O conceito de estabilidade macroeconômica é mais amplo do que o conceito de estabilidade de preços, uma vez que o primeiro inclui também a estabilidade da demanda agregada e do nível de emprego como um dos objetivos primordiais da política macroeconômica (cf. Sicsu *et alli*, 2005, p. XVIII).

desempenho da economia brasileira no que diz respeito ao crescimento do PIB e o comportamento da dívida pública como proporção do produto real. Na seqüência argumentamos que os problemas do regime de metas de inflação no Brasil devem-se a existência de uma estrutura de governança da política monetária que é inadequada para o funcionamento satisfatório do regime de metas inflacionárias. Dessa forma, sugerimos algumas mudanças nessa estrutura, as quais poderão melhorar significativamente a performance da economia brasileira em termos de crescimento e criação de empregos.

O artigo encontra-se organizado da seguinte forma. A seção 2 fornece uma caracterização do regime de metas de inflação no Brasil. Apresenta-se também nesta seção uma breve discussão sobre o significado teórico do regime de metas. A seção 3 discute o modelo de previsão de inflação utilizado pelo BCB. A seção 4 apresenta a discussão sobre o comportamento das variáveis macroeconômicas selecionadas (inflação, crescimento do produto, política monetária e política fiscal). A seção 5 apresenta as propostas de alteração da estrutura de governança da política monetária no Brasil com o objetivo de torná-la mais adequada ao funcionamento do regime de metas de inflação, o qual pode ser uma boa alternativa para economia brasileira. Finalmente, na seção 6 são apresentadas as conclusões do trabalho.

## **2. Regime de metas de inflação e sua instituição no Brasil**

Um regime de metas de inflação é aquele no qual as ações da política monetária, sobretudo a fixação da taxa de juros básica, são guiadas com o objetivo explícito de obtenção de uma taxa de inflação (ou de nível de preços) previamente determinado<sup>2</sup>. (SVENSSON, 1998), (BERNANKE *et alli*, 1999), (BOGDANSKY, TOMBINE, VERLANG, 2000) e (MENDONÇA, 2001) A instituição de um regime de metas de inflação possui - de acordo com a literatura - uma série

---

<sup>2</sup> Com intuito de imprimir uma maior flexibilidade e credibilidade ao regime, a autoridade monetária pode adotar como meta uma faixa de variação (banda) para a inflação e/ou nível de preços desejado.

de vantagens. O anúncio das metas de inflação eleva o grau de transparência da política monetária, tornando mais clara a compreensão do público em relação à atuação dos bancos centrais, o que capacita os agentes econômicos a acompanhar e controlar as ações dos bancos centrais de forma mais precisa. Outra vantagem do regime de metas de inflação é que – caso a meta inflacionária seja crível - a determinação a priori da inflação minimiza as incertezas no cálculo econômico, facilitando a tomada de decisões, em especial as decisões de investimento. A meta inflação funciona, portanto, como um balizador das expectativas de inflação dos agentes, conduzindo a taxa de inflação na direção da taxa natural. (BERNANKE *et alli*, 1999)<sup>3</sup>

Este regime vem sendo implementado por diversas economias, com destaque para a Nova Zelândia, Inglaterra, Canadá, Suécia, Austrália e Espanha (BERNANKE *et alli*, 1999). No Brasil, o regime de metas de inflação foi formalmente adotado no dia primeiro de julho de 1999 a partir do decreto presidencial n. 3088 e da resolução n. 2615 do Conselho Monetário Nacional (CMN). O índice de inflação escolhido pelo CMN para determinação e averiguação do funcionamento do regime de metas de inflação foi o Índice de Preços ao Consumidor no Atacado (IPCA) do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatísticas (IBGE). Inicialmente, foram fixadas as metas para a inflação para três anos: 8% em 1999, 6% em 2000 e 4% em 2001. (BOGDANSKI, TOMBINI & WERLANG, 2000)

O alcance das metas definidas pelo Conselho Monetário Nacional é, de acordo como decreto n. 3088, de responsabilidade do Banco Central. Em síntese, no

---

<sup>3</sup> CANUTO (1999) sintetiza alguns dos problemas e/ou desvantagens da instituição de um regime de metas de inflação apontados pela literatura, em que se destacam: 1. os gestores do regime se defrontam com a possibilidade de amplos erros de previsão em relação à inflação. A necessidade de antecipação da inflação se dá num ambiente de incertezas, sobretudo em economias em desenvolvimento sujeitas às turbulências do sistema financeiro internacional e/ou choques de oferta e demanda. Na prática, o Banco Central adota algum modelo econômico que sintetize as principais relações entre as variáveis econômicas relevantes na determinação da inflação; 2. Existem *gaps* temporais entre o curso completo dos efeitos da política monetária e sua atuação efetiva sobre a inflação. No caso brasileiro, de acordo com BOGDANSKY, TOMBINI & VERLANG (2000) este *gap* entre a atuação da política monetária, mais especificamente a variação da taxa de juros nominal e seu efeito sobre a produção 3. A focalização unilateral na estabilidade da inflação pode implicar excesso de volatilidade nas flutuações do produto. Neste sentido, a fixação de uma

regime de metas de inflação o compromisso do Banco Central passa a ser com a obtenção/manutenção da taxa de inflação previamente estabelecida. O instrumental utilizado pelo Banco Central para garantir a taxa de inflação é a taxa de juros<sup>4</sup>.

A instabilidade crescente da velocidade de circulação da moeda a partir do início dos anos 1970 e o conseqüente abandono do *regime de metas monetárias* por parte da quase totalidade dos Bancos Centrais no mundo inteiro durante as décadas de 1980 e 1990 levaram os economistas a desenvolver uma “nova” concepção sobre a maneira pela qual a inflação pode ser mantida sob controle. Ao invés de controlar o crescimento da quantidade de moeda, o Banco Central deve focar sua atenção na relação entre a taxa de juros real efetiva e a taxa de juros real de equilíbrio<sup>5</sup> (cf. Blinder, 1998, p.29). Se a taxa de juros real efetiva, aproximadamente igual à diferença entre a taxa nominal de juros fixada pelo Banco Central e a taxa esperada de inflação, for maior do que a taxa de juros de equilíbrio; então o nível de atividade econômica irá se reduzir, fazendo com que a taxa de inflação também se reduza em função da existência do *trade-off* de curto-prazo entre inflação e desemprego, expresso pela *curva de Phillips*. Por outro lado, se a taxa real efetiva for menor do que a taxa de juros de equilíbrio; então o nível de atividade econômica irá aumentar, o que irá induzir um aumento da taxa de inflação.

Nesse contexto, para manter a inflação constante ao longo do tempo, o Banco Central deve manter o nível corrente da taxa real de juros em linha com o valor de

---

meta inflacionária muito restrita pode gerar elevações das taxas de juros e, portanto, elevações do *gap* entre o produto efetivo e o produto potencial que não sejam positivas do ponto de vista social.

<sup>4</sup> O controle da inflação no regime de metas de inflação dá fundamentalmente por intermédio da fixação do valor da taxa básica de juros – a SELIC – num patamar que seja compatível com a *meta inflacionária* definida pelo *Conselho Monetário Nacional*. Nesse regime de política monetária, o crescimento dos agregados monetários – M1, M2 ou M3 – não é uma variável sobre a qual o Banco Central tente exercer algum tipo de controle. Isso porque a evolução da teoria e da prática da política monetária nos países desenvolvidos mostrou que a *instabilidade crescente da velocidade de circulação da moeda*, observada nesses países após a década de 1970, tornava a extremamente fraca a relação entre a taxa de inflação e a taxa de crescimento do agregado monetário de referência (cf. Blanchard, 2004, p.536).

<sup>5</sup> A taxa real de juros de equilíbrio é definida como o nível da taxa real de juros que, se obtida, faz com que a economia opere com plena-utilização dos recursos produtivos disponíveis (cf. Blinder, 1998, p.32).

equilíbrio da referida taxa; e o instrumento usado para esse fim é o controle da taxa nominal (básica) de juros. Isso significa que o Banco Central deve aumentar a taxa nominal de juros toda a vez que houver um aumento das expectativas de inflação, e deve reduzir a taxa nominal de juros toda a vez que houver uma redução da inflação esperada.

A análise do modelo estrutural de previsão da inflação utilizado pelo BCB permite analisar como a taxa de juros é utilizada no Brasil para conter a inflação dentro das metas previamente estabelecidas. A próxima seção é dedicada a apresentação deste modelo.

### 3. Regime de metas de inflação no Brasil: o modelo de previsão de inflação.

Nesta seção apresentaremos o modelo econométrico utilizado pelo BCB para previsão da inflação no regime de metas de inflação. Vale ressaltar que o BCB utiliza-se de uma série de instrumentos para a realizar a previsão da inflação. O modelo econométrico é, portanto, apenas uma das ferramentas utilizadas pelo BCB para prever a inflação. Sua análise é importante na medida em que esclarece as interações entre as principais variáveis macroeconômicas, em especial os mecanismos de transmissão da política monetária.

BOGDANSKY, TOMBINI & VERLANG (2000) apresentam a versão completa do modelo. Seu entendimento básico pode ser obtido a partir das observações das equações (1) a (4):

1. 
$$h_t = \beta_0 + \beta_1 h_{t-1} + \beta_2 h_{t-2} + \beta_3 r_{t-1} + pr_{t-1} + \varepsilon_t^h$$
2. 
$$\pi_t = \frac{(\alpha^f_1 + \alpha^b_1)}{2} \pi_{t-1} + \frac{\alpha^f_2}{2} E_t(\pi_{t+1}) + \frac{\alpha^b_2}{2} \pi_{t-2} + \frac{(\alpha^f_3 + \alpha^b_3)}{2} h_{t-1} + \frac{(\alpha^f_4 + \alpha^b_4)}{2} \Delta(p_t^F + e_t) + \varepsilon_t^n$$
3. 
$$\Delta e_t = \Delta i_t^F + \Delta x_t - \Delta i_t + \eta_t$$
4. 
$$\Delta X_t = \gamma_1 \Delta X_{t-1} + \gamma_2 \Delta PR_{t-3} + \sum_{j=3}^n \gamma_j \Delta Z_{j,t-tj}$$

Onde:  $h$ : log *gap* de produto, ou seja, o log da diferença entre produto potencial e produto efetivo;  $r$ : log da taxa de juros real;  $\varepsilon^{hf}$ : choque de demanda;  $pr$ : log da necessidade de financiamento do setor público;  $\pi$ : log da inflação de preços,  $p^F$ : log do índice de preços externo;  $e$ : log da taxa de câmbio;  $\Delta$ : operador da primeira diferença;  $E(\cdot)$ : operador de expectativas, condicionadas a informação avaliável no tempo  $t$ ;  $\varepsilon^\beta$ ,  $\varepsilon^\phi$ ,  $\varepsilon^n$ : choques de oferta;  $i$ : log da taxa de juros doméstica;  $i^F$ : log da taxa de juros internacional;  $x$ : o log do prêmio de risco;  $X$ : o prêmio de risco em dois pontos;  $PR$ : necessidade de financiamento do setor público com porcentagem do PNB e  $Z$ : variáveis que influenciam o “risco país”

A equação (1) é uma curva IS tradicional relacionando o *gap* de produto a um componente autoregressivo de segunda ordem - (AR2) - e taxa de juros no período imediatamente anterior, ao qual adiciona-se um componente fiscal – indicado por  $pr_{t-1}$  – e um choque de demanda.

A equação (2) é a tradicional curva de Phillips onde a inflação em  $t$  é relacionada – além de um componente autoregressivo de segunda ordem – ao comportamento do *gap* de produto no período imediatamente anterior. Um detalhe importante desta configuração utilizada pelo Banco Central para expressar a curva de Phillips é que se trata de uma combinação entre uma especificação do tipo *backward looking* e *forward looking*. O primeiro e o terceiro termo do lado direito da inflação fornecem o papel – dados os parâmetros – da inflação passada na determinação da inflação em  $t$ . Trata-se, portanto, da componente autoregressiva do processo inflacionário (*backward looking*). Já o segundo termo lado direito captura o papel da expectativa sobre o comportamento futuro da inflação, dadas todas as informações disponíveis (*forward looking*)

A equação (3) apresenta o comportamento da dinâmica da taxa de câmbio determinada, neste caso, pela condição de paridade não coberta de taxa de juros. A variação da taxa de câmbio nominal é determinada pelo comportamento do diferencial entre taxa de juros interna e internacional ao qual adiciona-se um prêmio de risco. Este último é determinado a partir da equação (4), a qual demonstra que o prêmio de risco – além de um componente autoregressivo de

primeira ordem – é determinado pelo comportamento das necessidades de financiamento do setor público e a partir de um complexo de variáveis que influenciam o risco país, expressas por Z.

A combinação das equações (1) a (4) constitui o núcleo fundamental do modelo estrutural de determinação da taxa de inflação esperada pelo Banco Central<sup>6</sup>. A compreensão do modelo de previsão de inflação – base para a tomada de decisão no regime de metas de inflação – permite-nos realizar duas discussões importantes. A primeira sobre o referencial teórico do modelo e suas implicações. A segunda sobre o comportamento esperado para a taxa de juros no modelo.

O modelo de previsão da inflação utilizado pelo Banco Central tem como referencial básico o modelo IS-LM com Curva de Phillips. Este é um ponto que deve ser compreendido e que tem sido pouco explorado pela literatura que trabalha com a análise do regime. Ao supor que as variáveis macroeconômicas fundamentais da economia, entre elas os mecanismos de transmissão da política monetária, encontram-se sintetizados pelo modelo básico IS-LM com Curva de Phillips, o Banco Central assume que o controle do processo inflacionário será realizado através de políticas de contração da demanda agregada via alterações da taxa de juros.

O regime de metas de inflação tem, portanto, como instrumento básico de controle da inflação as elevações da taxa de juros que restrinjam a demanda agregada. Trata-se, portanto, do ponto de vista dos mecanismos de controle da inflação, de uma opção muito próxima dos ajustes tradicionalmente sugeridos nos programas de combate a inflação do Fundo Monetário Internacional e que, de um modo geral, foram ineficientes no combate aos processos de inflação inercial dos anos 80 na América Latina.

---

<sup>6</sup> A última peça do modelo – depois de determinado o nível de inflação esperado – encontra-se na determinação de alguma regra explícita para a condução da política monetária. BOGDANSKY, TOMBINI & VERLANG (2000) apresentam as três famílias básicas de determinação de uma regra monetária: 1. Taxa de juros completamente exógena, 2. Combinação linear das variáveis do sistema e 3. Funções de resposta ótimas.



#### 4. Comportamento das variáveis macroeconômicas selecionadas.

Nesta seção será apresentado o comportamento de um conjunto de variáveis macroeconômicas selecionadas. Boa parte da discussão sobre o regime de metas de inflação, incluindo as discussões internacionais, concentram-se na discussão das metas e dos resultados obtidos da inflação. Embora o controle inflacionário seja uma condição necessária para o desenvolvimento econômico, acreditamos que é necessário discutir os resultados do regime de metas de uma perspectiva mais ampla que inclua o conceito de *estabilidade macroeconômica*, incorporando a discussão sobre o comportamento da inflação, temas como o crescimento econômico e as interações entre a política fiscal e monetária.

A capacidade de cumprir a meta estabelecida é o ponto de partida de qualquer análise do regime. A tabela 01 sintetiza estes resultados.

*Tabela 01 – Metas para Inflação 1999-2004*

	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Meta Fixada	8,00%	6,00%	4,00%	3,50%	3,25%	3,75%
(Banda, +/-)	(2%)	(2%)	(2%)	(2%)	(2%)	(2,5%)
Meta Revista	-	-	-	-	4,00%	5,50%
(Banda, +/-)	-	-	-	-	(2,5%)	(2,5%)
IPCA	8,94%	5,97%	7,70%	12,50%	9,30%	7,60%

*Fonte: Relatório de Inflação: Diversos Números*

Os resultados obtidos nos dois primeiros anos de implantação do regime foram bastante favoráveis. Em 1999 e 2000, levando em consideração a banda pré-estabelecida, a meta de inflação foi alcançada. Em 2001, 2002 e 2003 as metas de inflação não foram alcançadas, com forte discrepância entre a meta de 2002 de 3,5% e o resultado efetivo da inflação de 12,5%. O ano de 2004 marcou o retorno da capacidade de cumprimento da meta pelo Banco Central. O resultado geral é de cumprimento da meta em três anos e não cumprimento em outros três.

Algumas observações devem ser realizadas. A primeira é que o estabelecimento inicial de *metas de inflação declinantes* mostrou-se incompatível com a realidade da economia brasileira. Chama atenção o fato de que o não cumprimento das metas em três anos seguidos não afetou a credibilidade do sistema na condução da política monetária, nem promoveu o descontrole do processo inflacionário, *demonstrando que a fixação de metas de inflação tão baixas e declinantes foi, na melhor das hipóteses, um equívoco do CMN.*

O comportamento do crescimento é outro tema relevante. Embora, no regime de metas de inflação a preocupação da política monetária concentre-se exclusivamente no cumprimento da meta estabelecida, é preciso analisar em que medida a estabilidade econômica contribuiu para o crescimento da economia. A tabela 02 resume as informações o crescimento do produto real para a economia brasileira e grupos de países selecionados.

*Tabela 02 – Crescimento do Produto Real (199-2004) – Brasil e Grupos de Economias Selecionadas*

Páís/Ano	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Brasil	0,8	4,4	1,3	1,9	-0,2	5,2
Países Desenvolvidos	6,4	5,8	5,9	6,4	6,3	6,3
Países em Desenvolvimento	4,0	5,9	4,0	4,8	6,1	6,6
<b>Países em Desenvolvimento da Ásia</b>	<b>6,2</b>	<b>6,7</b>	<b>5,5</b>	<b>6,6</b>	<b>7,7</b>	<b>7,6</b>

Fonte: Fundo Monetário Internacional. Diversos Números.

A implantação do regime de metas de inflação no Brasil coincidiu um período de franco crescimento econômico em nível internacional. Chama atenção o fato de que em nenhum dos anos de vigência do regime de metas de inflação o

crescimento da economia brasileira tenha sido superior ao dos grupos dos países selecionados. Mais grave ainda é a observação de que o país cresceu sistematicamente menos que os países desenvolvidos, aumentando ainda mais o *gap* em relação a estas economias. Mesmo do ponto de vista absoluto o crescimento econômico é baixo. Apenas em dois anos (2000 e 2004) a economia brasileira apresentou um crescimento superior a 4%.

No que se refere à condução da política monetária chama atenção a manutenção de elevadas taxas de juros nominais e reais, contrariando aos resultados esperados com base na teoria. A instituição do regime de metas de inflação deveria, em princípio, inaugurar uma fase da condução da política econômica radicalmente distinta da verificada durante a vigência do regime de bandas cambiais. Neste último, o compromisso do Banco Central encontrava-se na manutenção da banda cambial previamente fixada e, a política monetária, em especial o controle sobre a taxa de juros nominal básica, é utilizada para manter os fluxos líquidos de capitais necessários para acomodar as pressões de oferta e demanda no interior da banda cambial.

O regime de metas de inflação, combinado com o regime de taxas de câmbio flutuantes, deveria permitir uma maior autonomia da determinação da taxa de juros em relação às pressões de excesso de oferta ou demanda do mercado cambial, já que estes ajustes passam a ser realizados por intermédio das flutuações na taxa de câmbio e não mais a partir das flutuações da taxa de juros, a qual, num regime de metas de inflação, deve flutuar para conter os desvios da taxa de inflação em relação à meta previamente definida. (CANUTO, 1999).

A instituição de uma política de “ancoragem” da taxa de câmbio via regime de bandas cambiais no Brasil coincidiu com um período de extrema turbulência do cenário financeiro internacional, o que somado a vulnerabilidade externa da economia brasileira, tornou a política monetária “refém” dos movimentos de realocação de portfólio em nível internacional e obrigou o Banco Central a manter elevadas taxas de juros.

A instituição do regime de metas de inflação, em conjunto com a instituição do regime de taxas de câmbio flutuante deveria engendrar uma dinâmica distinta

no comportamento da taxa de juros sendo, em princípio, esperada uma redução substancial das taxas de juros internas.

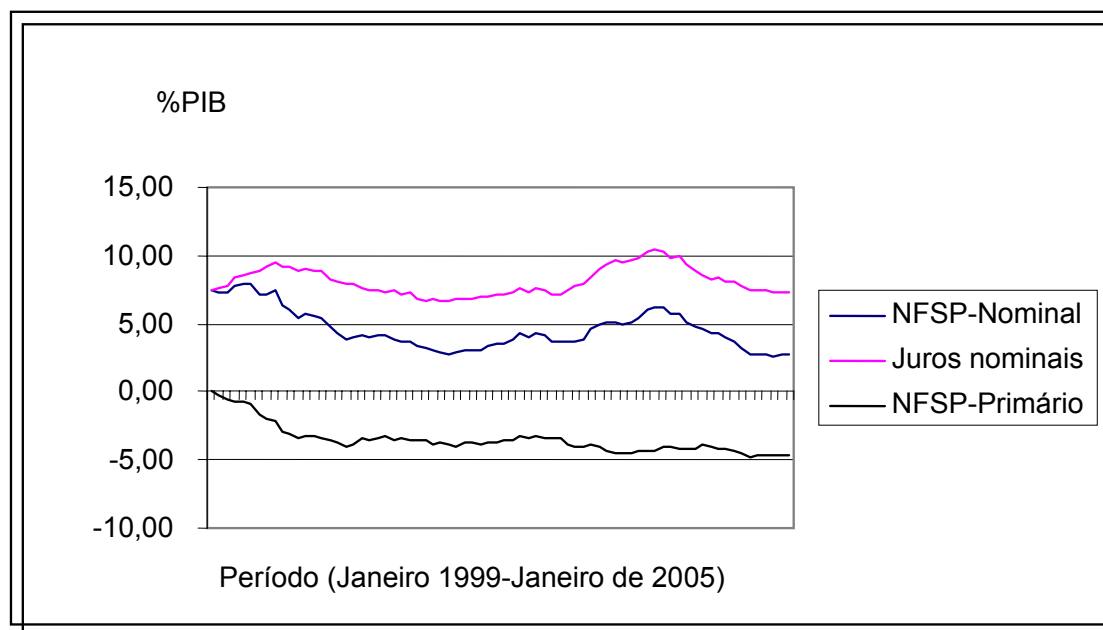
“In this “old regime”, the exchange rate had the role of a nominal anchor to stabilise inflation, while monetary policy was conducted to attain a balance of payments position compatible with the desired parity. In sum, without judging the success of this old regime in terms of inflation stabilisation and its sustainability over time, it is reasonable to conclude that equilibrium real interest rate were necessarily high. This is not necessarily case in an environment of high international liquidity. Nevertheless, between the end of 1994 and the beginning of 1999 emerging economies faced several episodes of worsening in the external financial conditions...Under the floating exchange rate regime (in place since January, 1999), and the inflation-targeting framework (as of July, 1999), it is reasonable to state that equilibrium real interest rates should differ substantially from what they were in the previous regime” (BOGDANSKY, TOMBINI & VERLANG, 2000, p.18, grifo nosso).

Em suma, uma das principais vantagens apontadas pela literatura da combinação de um regime de metas de inflação com taxas de câmbio flutuantes encontra-se na maior autonomia que o Banco Central teria na determinação de sua política monetária, em especial na fixação da taxa de juros. O anexo 1 apresenta a taxa Selic determinada pelo COPOM em todas as reuniões realizadas após a implantação do regime de metas.

Os movimentos para cima na taxa de juros nominal acima da inflação têm como objetivo a elevação da taxa de juros real e a contração da demanda agregada para manter a inflação efetiva de acordo com a meta inflacionária.

A manutenção de elevadas taxas de juros ao longo destes anos tem um impacto significativo sobre as contas públicas, como pode ser observado no Gráfico 1.

*Gráfico 1 – Necessidade de Financiamento do Setor Público (NFSP) Primário, Nominal e Gastos com Pagamento de Juros (% do PIB) – Janeiro 1999 a Janeiro 2005*



*Fonte: Relatório de Inflação do BCB, números diversos.*

O impacto fiscal da política monetária conduzida durante a vigência do regime de metas de inflação é vislumbrado a partir da observação dos dados apresentados no Gráfico 1. As altas taxas de juros praticadas no período mantiveram elevados os patamares dos gastos com pagamento de juros da Dívida Pública. Em certos momentos este comprometimento chegou a ultrapassar 10% do PIB.

O impacto desta política sobre as contas públicas é evidente. Durante todo o período, para compensar a geração de déficits no conceito nominal - NFSP nominal positiva – o Tesouro Nacional praticou uma política de geração de superávits primários crescentes. A somatória destas ações com efeitos da valorização cambial sobre a Dívida Pública e o crescimento da economia em 2004 permitiram a manutenção da relação Dívida Pública/PIB em patamares próximos aos verificados no início da implantação do regime de metas.

Em síntese, apresentam-se como resultados do período:

1. O cumprimento das metas estabelecidas não ocorreu sistematicamente. Em três anos a inflação efetiva foi superior a meta. Não obstante, o processo inflacionário pode ser considerado sob controle;
2. O crescimento da economia brasileira no período foi baixo e inferior ao verificado para o conjunto dos países em desenvolvimento e desenvolvidos. Em apenas dois anos foi observado um crescimento importante da economia (acima de 4%).
3. Em grande medida, este reduzido crescimento pode ser creditado a conjunção de política monetária excessivamente recessiva.
4. A tônica da política fiscal foi de geração de superávits primários crescentes com intuito de manutenção de patamares estáveis na relação Dívida/PIB.

## **5. A Governança da Política Monetária Brasileira e o Regime de Metas de Inflação.**

As evidências empíricas demonstram que os países que implantaram o regime de metas de inflação obtiveram sucesso no combate ao processo inflacionário e conseguiram avançar no sentido de manter a estabilidade de preços, condição necessária, ainda que não suficiente, para garantir o equilíbrio macroeconômico. Israel, Reino Unido e Nova Zelândia são alguns exemplos deste sucesso.

Combinar os benefícios de um ambiente macroeconômico de estabilidade com crescimento econômico sustentável de longo prazo é o desafio dos próximos anos para o regime de metas de inflação.

Acreditamos que os resultados pífios obtidos pela economia brasileira nos últimos anos em termos de crescimento e estabilidade macroeconômica se devem ao fato de que a atual estrutura de *governança da política monetária brasileira*<sup>7</sup>

---

<sup>7</sup> A *estrutura de governança da política monetária* é definida como o arcabouço institucional no qual a política monetária é realizada. Esse arcabouço engloba não só o conjunto de instituições

*não é a estrutura mais adequada para o funcionamento do sistema de metas de inflação.* Isso porque na atual estrutura:

- (i) Não há uma clara separação entre a instituição responsável pela fixação das metas inflacionárias e a instituição responsável pela sua obtenção. Isso ocorre porque o Presidente do Banco Central do Brasil tem voz e voto no *Conselho Monetário Nacional*, que é a instituição responsável pela fixação das metas inflacionárias. Como, nas regras atuais, o *Conselho Monetário Nacional* é composto por apenas três membros – sendo os outros dois, o Ministro da Fazenda e o Ministro do Planejamento – segue-se que a capacidade do Banco Central de influenciar a fixação das metas inflacionárias é bastante elevada;
- (ii) O processo de fixação das metas inflacionárias no âmbito do *Conselho Monetário Nacional* não obedece ao requisito de *representatividade das preferências sociais por inflação e desemprego* que se espera da instituição responsável pela fixação das metas da política monetária. A teoria da política econômica, tal como elaborada pioneiramente por Tinbergen (1952), prevê que os objetivos da política econômica sejam fixados como resultado de uma ampla discussão entre os segmentos representativos da sociedade. No caso específico da política monetária, os objetivos desta devem refletir um equilíbrio obtido por consenso entre o “grau de aversão social” à inflação e o “grau de aversão social” às perdas de produção e emprego decorrentes de toda a política de desinflação. Contudo, na estrutura atual, as metas inflacionárias não refletem um consenso social a respeito da “taxa ótima de inflação” a ser obtida no longo-prazo<sup>8</sup> e, muito menos, a respeito da velocidade com a qual essa meta de longo-prazo deve ser obtida<sup>9</sup>.

---

subjacente à operação da política monetária, como também os tipos de agentes envolvidos na elaboração e execução dessa política.

<sup>8</sup> O Banco Central do Brasil explicitamente persegue uma meta de inflação de longo-prazo de 4% ao ano. Entretanto, a fixação dessa meta de inflação de longo-prazo não foi objeto de nenhum tipo de discussão fora do restrito âmbito do COPOM ou do Conselho Monetário Nacional.

<sup>9</sup> A velocidade de convergência a meta de inflação de longo-prazo é de fundamental importância para determinar a *taxa de sacrifício* (ou seja, a razão entre a taxa de inflação e a taxa de

- (iii) Existe pouco espaço para a autoridade monetária acomodar choques de oferta. Tal como ressaltado por Bernanke *et alli* (1999, p.291) a condução da política monetária com base no sistema de metas de inflação não implica que as autoridades monetárias devem ignorar o objetivo tradicional da *estabilização do nível de produção e de emprego*. De fato, o regime de metas de inflação proporciona um “estabilizador automático” no caso de choques de demanda. Isso porque um aumento (redução) não previsto (a) da demanda agregada irá se traduzir em pressões inflacionárias (deflacionárias) – devido ao *trade-off* de curto prazo entre inflação e desemprego – as quais levarão o Banco Central a aumentar (reduzir) a taxa básica de juros. Esse estabilizador automático está ausente, contudo, no caso da ocorrência de choques de oferta (cf. Blanchard, 2004, pp.540-541). Para acomodar a ocorrência de choques de oferta, alguns Bancos Centrais de países que adotaram o regime de metas de inflação optaram por “expurgar”, do cálculo do índice de inflação de referência do sistema, a variação de preços dos bens e serviços mais diretamente afetados por esses choques. Esse é o caso, por exemplo, do Banco Central da Nova Zelândia (*Ibid*, p.290). No caso brasileiro, o Banco Central do Brasil utiliza o “índice cheio” do IPCA como referência para o sistema de metas de inflação. Dessa forma, toda a ocorrência de choques de oferta gera uma pressão imediata para a elevação da taxa de juros por parte do Banco Central, quando a política recomendada nesse caso seria acomodar esses choques por intermédio de um aumento temporário da taxa de inflação<sup>10</sup>.

---

desemprego) da estratégia de desinflação. Quanto maior for a velocidade de convergência maior tende a ser o aumento da taxa de desemprego resultante de uma política de desinflação. Sendo assim, a escolha da velocidade de convergência não pode ser uma questão a ser resolvida com base em argumentos puramente técnicos, ela envolve considerações de natureza política, e como tal deve ser deliberada em círculos mais representativos da sociedade.

<sup>10</sup> Deve-se ressaltar que a *rationale* do intervalo de tolerância de variação da taxa de inflação em torno da meta inflacionária não é a acomodação de choques de oferta, mas sim o reconhecimento de que o Banco Central tem um controle indireto e imperfeito sobre a taxa de inflação no curto-prazo (cf. Blanchard, 2004, p 540). Nesse contexto, a fixação de uma meta pontual para a taxa de inflação – ao invés de um intervalo de variação como é feito na maioria dos países que adotam o sistema de metas inflacionárias – comprometeria desnecessariamente a *credibilidade* do sistema face à inevitável sub ou sobre estimação dos índices efetivos de inflação.



IV. A decisão de fixação da taxa de juros é influenciada por expectativas de inflação que não refletem a percepção dos agentes com efetivo poder de formação de preços a respeito da evolução futura da inflação, mas sim as opiniões vigentes entre os analistas do mercado financeiro sobre esse tema. Com efeito, como se observa no *Relatório de Inflação* de setembro de 2004 do Banco Central do Brasil, as expectativas de mercado desempenham um papel importante na decisão do COPOM a respeito do valor da taxa básica de juros. No entanto essas expectativas de mercado nada mais são do que as expectativas dos departamentos de análise econômica dos bancos e agentes do sistema financeiro. Dessa maneira cria-se um mecanismo perverso no qual o sistema financeiro brasileiro pode influenciar a decisão do Banco Central a respeito da fixação da taxa de juros, pois se os bancos entrarem em acordo entre si eles podem “forçar” um aumento da taxa de juros por intermédio de uma “revisão para cima” de suas expectativas de inflação. Em função das fortes evidências de comportamento oligopolista por parte dos bancos brasileiros (cf. Belaisch, 2003), a ocorrência de um “conluio” para forçar um aumento da taxa de juros não pode ser encarada como uma simples “curiosidade teórica”<sup>11</sup>.

Essas características da atual estrutura de governança da política monetária no Brasil geram os seguintes problemas:

- i) O Banco Central do Brasil tem, na atual estrutura, autonomia para fixar os *objetivos da política monetária, e não apenas autonomia no uso dos instrumentos necessários a operacionalização dessa política*. Tal como afirma Blinder (1998, p.54), a decisão a respeito dos objetivos da política monetária deve caber aos representantes democraticamente eleitos pelo povo. Se o Banco Central tem poder para determinar ou influenciar a determinação da taxa de inflação que ele deve obter por intermédio do uso dos instrumentos da política monetária; então o princípio fundamental da

---

<sup>11</sup> A respeito da influencia do sistema financeiro brasileiro nas decisões de política monetária do Banco Central do Brasil ver Weber e Lirio (2003).

democracia está sendo violado, qual seja: “Todo o poder emana do povo e em seu nome deve ser exercido”.

- ii) As metas de inflação tendem a ser fixadas em “patamares irrealistas”, ou seja, em níveis que não refletem adequadamente o grau de aversão social a inflação e o grau de aversão social ao *trade-off* de curto-prazo entre inflação e desemprego. Esse fenômeno se observa nas freqüentes declarações dos representantes da Indústria e dos Sindicatos em favor de uma “política mais realista de combate à inflação”.
- iii) A taxa real de juros efetiva tende a permanecer num patamar “excessivamente elevado” não só com respeito ao valor observado em outros países – de fato, o Brasil é o país com a mais alta taxa de juros real do mundo – mas também com respeito a qualquer estimativa minimamente plausível do valor de equilíbrio da referida taxa. O “problema dos juros”<sup>12</sup> decorre da fixação de metas declinantes de inflação<sup>13</sup> – em função do objetivo de se obter uma taxa de inflação de 4.0% ao ano no longo prazo - em conjunto com a ausência de qualquer tipo de mecanismo de “expurgo” dos efeitos sobre a inflação da ocorrência de choques de oferta. Além disso, o setor financeiro brasileiro, por intermédio do “mecanismo das expectativas inflacionárias”, pode exercer uma forte pressão no sentido de impedir uma queda da taxa real de juros abaixo de um patamar considerado “razoável” para os integrantes desse setor. Uma análise mais cuidadosa das declarações públicas dos representantes do sistema financeiro brasileiro indica que o mesmo não está disposto a aceitar uma taxa real de juros abaixo de 9% ao ano. Nesse contexto, o “mecanismo das expectativas inflacionárias” pode ser um importante instrumento pelo qual o

---

<sup>12</sup> Por “problema dos juros” estamos nos referindo a manutenção da taxa real de juros no Brasil em patamares elevadíssimos do ponto de vista internacional. Conforme salientado por Bresser e Nakano (2002), a economia brasileira apresenta taxas reais de juros muito mais altas do que países que possuem o mesmo *rating* de risco tal como elaborado pelas agências internacionais de risco.

<sup>13</sup> Esse problema foi identificado por Oreiro (2004). O argumento é que, devido à *inércia inflacionária*, a obtenção de taxas de declinantes de inflação ao longo de uma seqüência de períodos exige que a taxa real de juros seja mantida acima de seu valor de equilíbrio durante todo o intervalo de convergência com respeito à meta de inflação de longo-prazo.

sistema financeiro brasileiro faz com que a política monetária seja conduzida com base nos seus interesses específicos.

Tendo em vista esse diagnóstico a respeito da estrutura de governança da política monetária brasileira, propomos o seguinte conjunto de mudanças nessa estrutura:

1. **Ampliar a composição o Conselho Monetário Nacional (CMN).** Hoje o CMN é formado por apenas três membros (o Ministro da Fazenda, o Ministro do Planejamento e o Presidente do Banco Central). O Conselho, responsável pela determinação da meta de inflação deve incorporar em sua composição outros atores sociais representativos da sociedade brasileira, em especial representantes dos trabalhadores e dos empresários e do meio acadêmico de economia. Esta medida tem o aval histórico. Basta lembrar que antes do Plano Real o CMN era composto por vinte membros. A ampliação do CMN contribuirá para uma discussão mais madura e democrática sobre quais as metas desejadas de inflação para país, sobretudo no que se refere à compatibilidade da meta com as condições de crescimento da economia. Chama atenção também o fato de que o Presidente do Banco Central participa da determinação da meta (já que é membro efetivo do CMN) e posteriormente é o responsável pelo cumprimento desta meta. Esta é uma situação, criada com a implantação do regime de metas, que precisa ser revista. O CMN deveria contar também com representantes do meio acadêmico de economia, os quais teriam titulação mínima de Doutor em Economia em instituição reconhecida pela CAPES. Essa eleição seria realizada no âmbito do Conselho Deliberativo da ANPEC (Associação Nacional dos Centros de Pós-Graduação em Economia).
2. **Adoção de metas estáveis de inflação.** A prática, perseguida desde a implantação do regime de fixação de metas de inflação decrescentes demonstrou-se equivocada para a realidade brasileira. O objetivo da fixação de metas de inflação decrescentes, do ponto de vista dos formuladores de política, é sinalizar para o mercado o compromisso com a estabilidade de

preços, garantindo desta forma a credibilidade dos agentes em relação a sustentação do processo de estabilização. No entanto, parece mais razoável supor que a credibilidade não se encontra no rigor excessivo da meta, mas sim no cumprimento das metas estabelecidas. As evidências internacionais, assim como todo o referencial teórico de metas de inflação, parece corroborar a idéia de que a credibilidade é ganha com o cumprimento da meta. A fixação de metas muito decrescentes não tem de fato contribuído para a redução das taxas de inflação. Seu único efeito é induzir o COPOM a promover políticas monetárias austeras, reduzindo as possibilidades de expansão do produto e do emprego no Brasil<sup>14</sup>. A adoção de metas estáveis de inflação elevaria os graus de liberdade do COPOM na determinação da taxa de juros, contribuindo para o crescimento da demanda agregada e do produto.

3. **Definição das metas de inflação a partir do núcleo do IPCA e não do IPCA “cheio”.** Desde a implantação do regime em 1999 no Brasil utiliza-se um índice de inflação “cheio”, no caso o IPCA. Em todos os anos desde a implantação do regime os preços administrados têm pressionado o IPCA, ficando substancialmente acima das variações dos chamados “preços livres” (Relatórios do BCB). A receita do regime de metas nesta situação é contraproducente, pois o COPOM se vê obrigado a elevar a taxa de juros para controlar um processo inflacionário que não tem relação com a expansão da demanda agregada, reduzindo o ritmo de crescimento da economia. Outro equívoco ao se utilizar o IPCA cheio é que o sistema de metas fica vulnerável aos choques de oferta externos. Elevações no preço do petróleo que pressionam o IPCA serão sistematicamente contidas por contração de demanda, reduzindo as possibilidades de crescimento. A experiência internacional tem diversos exemplos de modelos distintos. Na Nova Zelândia, por exemplo, os choques de oferta são expurgados da meta. A meta deve se concentrar no indicador que capture o comportamento das oscilações nos preços sujeitos a dinâmica de mercado.

---

<sup>14</sup> A esse respeito ver Oreiro (2004).

Choques de oferta e preços administrados devem ser expurgados. Desta forma, as elevações na taxa de juros servirão de fato para controlar a inflação de demanda e não para conter pressões inflacionárias derivadas de contratos ou de choques adversos.

4. ***Mudança da forma de apuração das expectativas inflacionárias.*** Essas expectativas devem refletir a percepção dos agentes que efetivamente dispõe de poder de formação de preços a respeito da evolução futura da taxa de inflação. Dessa forma, o Banco Central deve levar em conta as expectativas de inflação de um conjunto mais amplo de agentes. Concretamente, o Banco Central deve apurar as expectativas de inflação de amplos segmentos da indústria e do comércio. Para aumentar a confiabilidade das expectativas assim apuradas, o Banco Central pode ainda consultar os departamentos de pesquisa econômica de renomadas instituições de ensino superior a respeito de suas previsões sobre a inflação futura. Essas informações serviriam de base para o Banco Central montar as suas próprias expectativas inflacionárias, as quais são fundamentais para informar a decisão de fixação da taxa de juros pelos membros do COPOM.

## **6. Considerações Finais**

Ao longo do presente artigo foram enumerados vários problemas do regime de metas de inflação no Brasil, os quais estão fortemente relacionados com a atual estrutura de governança da política monetária no Brasil. Nesse contexto, apresentamos uma proposta de mudança na governança da política monetária cujos elementos principais são: o fortalecimento e a ampliação do Conselho Monetário Nacional, a adoção do “Core Inflation”, e a mudança na forma de apuração das expectativas inflacionárias, as quais passariam a expressas as opiniões dos agentes econômicos com efetivo poder de fixação de preços.

## 7. Referências Bibliográficas

- BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Relatórios de Inflação*. Diversos Números.
- BELAISCH, A. (2003). "Does Brazilian Banks Compete?" *IMF Working Paper* 03/113, Maio.
- BERNANKE, B. *et alli* (1999). *Inflation Targeting: lessons from the international experience*. Princeton University Press: Princeton.
- BLANCHARD, O. (2004). *Macroeconomia*. Prentice Hall, São Paulo, 3º Edição.
- BLINDER, A. (1998). *Central Banking in Theory and Practice*. MIT Press: Cambridge (Mass.).
- BOGDANSKI, J; TOMBINI, A; WERLANG, S.R. (2000). Implementing Inflation Targeting in Brazil. Working Paper, Brasília: Banco Central do Brasil, n.1.
- BRESSER, L.C; NAKANO, Y. (2002). "Uma Estratégia de Desenvolvimento com Estabilidade". *Revista de Economia Política*, Vol. 22, Nº3.
- CANUTO, O. (1999). *Regimes de Política Monetária em Economias Abertas*. Texto para Discussão, IE-Unicamp. Campinas: Unicamp, n.92.
- KYDLAND, F.E.; PRESCOTT, E. (1977). "Rules rather than Discretion: The inconsistency of optimal plans". *Journal of Political Economy*, Junho.
- MENDONÇA, H.F. (2001). Metas de Inflação: uma análise preliminar para o caso brasileiro. *Economia Aplicada*, V.5, n.1.
- OREIRO, J.L. (2004). "Selic, Inflação e Crescimento". *Gazeta Mercantil*: 02 de Março.
- TINBERGEN, J. (1952). *On the Theory of Economic Policy*. North Holland: Amsterdam.
- SICSU, J; PAULA, L.F.; MICHEL, R. (2005). *Novo-Desenvolvimentismo: um projeto nacional de crescimento com equidade social*. Manole: Barueri.
- SVENSSON, L.E. (1998). *Open Economy Inflation Targeting*. NBER Working Paper, Cambridge, MA, n. 6545.
- WEBER, L. A; LIRIO, S. (2003). "O BC e o Jogo de Espelhos". *Carta Capital*, Nº 264, 29 de Outubro.

## Anexo 1

Reunião		Meta		
nº	data	SELIC	Taxa SELIC	% a.a.
		(1)(6)	-3%	(4)
<a href="#">105<sup>a</sup></a>	16/2/2005	18,75		
<a href="#">104<sup>a</sup></a>	19/1/2005	18,25	1,2	18,25
<a href="#">103<sup>a</sup></a>	15/12/2004	17,75	1,63	17,74
<a href="#">102<sup>a</sup></a>	17/11/2004	17,25	1,27	17,23
<a href="#">101<sup>a</sup></a>	20/10/2004	16,75	1,11	16,71
<a href="#">100<sup>a</sup></a>	15/9/2004	16,25	1,44	16,23
<a href="#">99<sup>a</sup></a>	18/8/2004	16	1,12	15,9
<a href="#">98<sup>a</sup></a>	21/7/2004	16	1,17	15,83
<a href="#">97<sup>a</sup></a>	16/6/2004	16	1,46	15,79
<a href="#">96<sup>a</sup></a>	19/5/2004	16	1,11	15,79
<a href="#">95<sup>a</sup></a>	14/4/2004	16	1,41	15,8
<a href="#">94<sup>a</sup></a>	17/3/2004	16,25	1,13	16,09
<a href="#">93<sup>a</sup></a>	18/2/2004	16,5	1,08	16,28
<a href="#">92<sup>a</sup></a>	21/1/2004	16,5	1,21	16,3
<a href="#">91<sup>a</sup></a>	17/12/2003	16,5	1,39	16,32
<a href="#">90<sup>a</sup></a>	19/11/2003	17,5	1,28	17,32
<a href="#">89<sup>a</sup></a>	22/10/2003	19	1,38	18,84
<a href="#">88<sup>a</sup></a>	17/9/2003	20	1,81	19,84
<a href="#">87<sup>a</sup></a>	20/8/2003	22	1,58	21,84
<a href="#">86<sup>a</sup></a>	23/7/2003	24,5	1,74	24,32
<a href="#">85<sup>a</sup></a>	18/6/2003	26	2,21	25,74
<a href="#">84<sup>a</sup></a>	21/5/2003	26,5	1,87	26,27
<a href="#">83<sup>a</sup></a>	23/4/2003	26,5	1,78	26,32
<a href="#">82<sup>a</sup></a>	19/3/2003	26,5	2,16	26,32
<a href="#">81<sup>a</sup></a>	19/2/2003	26,5	1,68	26,3

<a href="#"><u>80<sup>a</sup></u></a>	22/1/2003	25,5	1,81	25,36
<a href="#"><u>79<sup>a</sup></u></a>	18/12/2002	25	2,05	24,9
<a href="#"><u>78<sup>a</sup></u></a>	20/11/2002	22	1,58	21,9
<a href="#"><u>77<sup>a</sup></u></a>	23/10/2002	21	1,44	20,9
<a href="#"><u>76<sup>a</sup></u></a>				
<a href="#"><u>ex.</u></a>	14/10/2002	21	0,53	20,9
<a href="#"><u>75<sup>a</sup></u></a>	18/9/2002	18	1,18	17,9
<a href="#"><u>74<sup>a</sup></u></a>	21/8/2002	18	1,31	17,87
<a href="#"><u>73<sup>a</sup></u></a>	17/7/2002	18	1,64	17,86
<a href="#"><u>72<sup>a</sup></u></a>	19/6/2002	18,5	1,35	18,4
<a href="#"><u>71<sup>a</sup></u></a>	22/5/2002	18,5	1,26	18,07
<a href="#"><u>70<sup>a</sup></u></a>	17/4/2002	18,5	1,62	18,35
<a href="#"><u>69<sup>a</sup></u></a>	20/3/2002	18,5	1,28	18,45
<a href="#"><u>68<sup>a</sup></u></a>	20/2/2002	18,75	1,38	18,8
<a href="#"><u>67<sup>a</sup></u></a>	23/1/2002	19	1,25	19,05
<a href="#"><u>66<sup>a</sup></u></a>	19/12/2001	19	1,6	19,05
<a href="#"><u>65<sup>a</sup></u></a>	21/11/2001	19	1,39	19,05
<a href="#"><u>64<sup>a</sup></u></a>	17/10/2001	19	1,6	19,05
<a href="#"><u>63<sup>a</sup></u></a>	19/9/2001	19	1,32	19,07
<a href="#"><u>62<sup>a</sup></u></a>	22/8/2001	19	1,32	19,04
<a href="#"><u>61<sup>a</sup></u></a>	18/7/2001	19	1,74	18,96
<a href="#"><u>60<sup>a</sup></u></a>	20/6/2001	18,25	1,34	18,31
<a href="#"><u>59<sup>a</sup></u></a>	23/5/2001	16,75	1,17	16,76
<a href="#"><u>58<sup>a</sup></u></a>	18/4/2001	16,25	1,45	16,3
<a href="#"><u>57<sup>a</sup></u></a>	21/3/2001	15,75	1,11	15,84
<a href="#"><u>56<sup>a</sup></u></a>	14/2/2001	15,25	1,3	15,2
<a href="#"><u>55<sup>a</sup></u></a>	17/1/2001	15,25	1,13	15,19
<a href="#"><u>54<sup>a</sup></u></a>	20/12/2000	15,75	1,05	15,76
<a href="#"><u>53<sup>a</sup></u></a>	22/11/2000	16,5	1,21	16,38
<a href="#"><u>52<sup>a</sup></u></a>	18/10/2000	16,5	1,41	16,56
<a href="#"><u>51<sup>a</sup></u></a>	20/9/2000	16,5	1,16	16,6



<a href="#"><u>50<sup>a</sup></u></a>	23/8/2000	16,5	1,16	16,54
<a href="#"><u>49<sup>a</sup></u></a>	19/7/2000	16,5	1,53	16,51
<a href="#"><u>48<sup>a</sup></u></a>		17	0,5	16,96
-	20/6/2000	17,5	0,76	17,34
<a href="#"><u>47<sup>a</sup></u></a>	24/5/2000	18,5	1,28	18,39
<a href="#"><u>46<sup>a</sup></u></a>	19/4/2000	18,5	1,57	18,55
<a href="#"><u>45<sup>a</sup></u></a>		18,5	1,09	18,6
-	22/3/2000	19	0,28	18,94
<a href="#"><u>44<sup>a</sup></u></a>	16/2/2000	19	1,59	18,88
<a href="#"><u>43<sup>a</sup></u></a>	19/1/2000	19	1,45	18,87
<a href="#"><u>42<sup>a</sup></u></a>	15/12/1999	19	1,74	19
<a href="#"><u>41<sup>a</sup></u></a>	10/11/1999	19	1,67	18,99
<a href="#"><u>40<sup>a</sup></u></a>	6/10/1999	19	1,59	18,87
<a href="#"><u>39<sup>a</sup></u></a>	22/9/1999	19	0,69	19,01
<a href="#"><u>38<sup>a</sup></u></a>	1/9/1999	19,5	1	19,52
<a href="#"><u>37<sup>a</sup></u></a>	28/7/1999	19,5	1,78	19,51
<a href="#"><u>36<sup>a</sup></u></a>	23/6/1999	21	1,9	20,88