

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS

CÁSSIO TRICHES

**EVOLUÇÃO DOS INDICADORES MACROECONÔMICOS
PÓS-REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO**

Porto Alegre

2012

CÁSSIO TRICHES

**EVOLUÇÃO DOS INDICADORES MACROECONÔMICOS
PÓS-REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO**

Trabalho de conclusão submetido ao Curso de Graduação em Ciências Econômicas da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, como requisito parcial para obtenção do título Bacharel em Economia.

Orientador: Prof. Dr. Antonio Ernani Lima

Porto Alegre

2012

CÁSSIO TRICHES

**EVOLUÇÃO DOS INDICADORES MACROECONÔMICOS
PÓS-REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO**

Trabalho de conclusão submetido ao Curso de Graduação em Ciências Econômicas da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, como requisito parcial para obtenção do título Bacharel em Economia.

Orientador: Prof. Dr. Antonio Ernani Lima

Aprovado em: Porto Alegre, 19 de dezembro de 2012

Prof. Dr. Antônio Ernani Lima

UFRGS (orientador)

Prof. Dr. Júlio César de Oliveira

UFRGS (membro da banca)

Prof. Dr. Flávio Tosi Feijó

UFRGS (membro da banca)

RESUMO

Este trabalho tem o objetivo de constatar se o regime de metas de inflação conseguiu estabilizar o nível geral de preços, na economia brasileira, e apresentar a evolução dos indicadores macroeconômicos brasileiros – inflação, desemprego, crescimento e taxa de juros- pós-regime de metas de inflação. Para comprovar este objetivo, destacaram-se os principais motivos que levaram o país a deixar o regime cambial, através de uma análise das crises econômicas sofridas pelo Brasil nesse período, e as principais fundamentações teóricas, da escola novo-clássica, que embasaram o novo regime monetário adotado pelo país. Após esta constatação, foi apresentada a evolução dos indicadores econômicos no período de 1999 até 2011 e uma comparação desses indicadores com o período de 1994 até 1998, período da âncora cambial.

Palavras-chave: Metas de inflação. Âncora nominal. Estabilidade da inflação.

ABSTRACT

This study aims to determine whether the inflation targeting regime could stabilize the general price level in the Brazilian economy. It also aims to present the evolution of Brazilian macroeconomic indicators- inflation, unemployment, growth and interest rate under inflation targeting regime. To achieve this purpose, the main reasons that led the country to leave the exchange rate regime were shown and an analysis of the economic crises that Brazil suffered in this period was made. It is also discussed the main theoretical principles from the New Classical school that supported the new monetary regime adopted by the country. After this observation, it is presented the evolution of the economic indicators from 1999 to 2011 and a comparison of these indicators is made with those from the period of 1994 to 1998, which was known as a nominal anchor period.

Keywords: Inflation targets. Nominal anchor. Inflation stability.

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Taxa de Juros – SELIC anualizada base 252 -%a.a.....	9
Gráfico 2 – Reservas Internacionais - Conceito Liquidez – mensal US\$ (milhões)...	12
Gráfico 3 - Balança comercial (saldo) - anual - US\$ (milhões) – de1994 a 2000.....	13
Gráfico 4 - Dívida Interna Líquida do Setor Público sobre o PIB, 1994 a 2000.....	13
Gráfico 5 - IPCA - índice geral (% a.m.)	17
Gráfico 6 – Curvas de Oferta de Curto e Longo Prazo.....	25
Gráfico 7 – Curva de Phillips Vertical – Versão Lucas	25
Gráfico 8 - Taxa de câmbio diário - janeiro de 1999 a dezembro de 2011	37
Gráfico 9 – Metas de Inflação, definidas pelo CMN	37
Gráfico 10 – Balança Comercial em US\$ (milhões) – 1999 a 2011.	43
Gráfico 11 – Crédito Financeiro sobre o PIB – 2001 a 2011.	45
Gráfico 12 – IPCA no período de 1995 a 2011	46
Gráfico 13 – Variabilidade do IPCA, no período de 1995 a 2011	47
Gráfico 14 – Variabilidade do PIB, no período de 1995 a 2011	47
Gráfico 15 – Crescimento do PIB – 1995 a 2011.	48
Gráfico 16 – Taxa de desemprego – 1995 a 2011	49
Gráfico 17 – Variabilidade da SELIC - de agosto de 1994 a dezembro de 2011	49

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Reservas internacionais - Conceito liquidez - mensal - US\$ (milhões)	15
Tabela 2 - Taxa de câmbio - Livre - Dólar americano (venda) - diário - u.m.c./US\$..	16
Tabela 3 – Metas e Bandas definidas pelo CMN.	33
Tabela 4 – Taxa de Desemprego mensal de 1999.....	38
Tabela 5 – Taxa de Desemprego mensal de 2000.....	39
Tabela 6 – Taxa de desemprego mensal de 2001	40
Tabela 7 – Taxa de desemprego mensal de 2002	41
Tabela 8 – Taxa de desemprego mensal de 2003	43

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	6
2 ANTECEDENTES DO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO	8
2.1 PRINCIPAIS CONCEPÇÕES DA ÂNCORA CAMBIAL ADOTADA NO BRASIL ..	8
2.2 VULNERABILIDADE FRENTE ÀS CRISES INTERNACIONAIS	9
2.3 CRISE INTERNA.....	12
3 O REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO	19
3.1 FUNDAMENTOS TEÓRICOS DO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO.....	20
3.1.1 Expectativas Racionais.....	20
3.1.2 Curva de Oferta de Lucas	22
3.1.3 Independência do Banco Central.....	26
4 CARACTERÍSTICAS E EVOLUÇÃO DO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO BRASILEIRO	31
4.1 O REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO BRASILEIRO	31
4.2 EVOLUÇÃO DOS PRINCIPAIS ÍNDICES MACROECONÔMICOS APÓS O REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO	36
4.3 COMPARAÇÃO ENTRE O REGIME DA ÂNCORA CAMBIAL E O REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO	45
4.3.1 Inflação Oficial (IPCA).....	46
4.3.2 PIB	47
4.3.3 Taxa de Desemprego	48
4.3.4 Taxa de Juros	49
5 CONCLUSÃO	51
REFERÊNCIAS	54

1 INTRODUÇÃO

A inflação que o Brasil enfrentava, no pré Plano Real, atingia à escala da hiperinflação¹, que é definida por Cagan (1956), como uma taxa de inflação maior que 50%, ao mês. A implementação do Plano Real e da âncora cambial, em junho de 1994, reduziram a inflação de modo constante e significativo, durante essa política monetária.

O Brasil, após a adoção da âncora cambial, e da crescente redução dos índices de inflação, começou a enfrentar os desequilíbrios e a corrosão dos principais índices macroeconômicos, devido às crises no mercado internacional e, por fim, eclodindo na crise brasileira, que provocou a desvalorização do real.

Em janeiro de 1999, as autoridades monetárias foram obrigadas a implementar a desvalorização do real, deixando o câmbio flutuar. Em razão disso, as autoridades monetárias buscaram outra âncora nominal, que pudesse continuar o processo de estabilização dos preços nacionais.

Em junho de 1999, de forma oficial, o Governo brasileiro adota, através do decreto nº 3088, o regime de metas de inflação, que passa a usar como âncora nominal a própria inflação. Tal regime já era exercido pelos países como a Nova Zelândia, desde 1990, o Canadá e o Chile, desde 1991, o Reino Unido, em 1992 e Austrália, em 1994, onde se constatou a redução da inflação.

Com a nova âncora nominal, as autoridades monetárias adotam como principal objetivo da política monetária a estabilidade dos níveis de preços, sem deixar de lado os demais índices macroeconômicos. Mas, neste regime, a estabilização dos preços é encarada como uma característica necessária para o país ter condições de crescer sua produção e reduzir a taxa de desemprego. Considerando este aspecto, o presente estudo tem como objetivo analisar se a adoção do regime de metas de inflação, no Brasil, conseguiu estabilizar a taxa de inflação, oficial no país, e como as demais variáveis econômicas - taxa de juros, PIB (Produto Interno Bruto); e taxa de desemprego – reagiram ao novo regime.

Para conseguir elaborar as respostas das indagações anteriores, o presente trabalho apresenta-se dividido em três capítulos, mais a introdução e a conclusão. No primeiro capítulo, serão abordadas as principais características do regime de

¹ De acordo com o índice IPCA nos meses de: dezembro de 1998, janeiro, fevereiro e março de 1990, que a taxa atingiu, respectivamente, 51,50%, 67,55%, 75,73% e 82,39%.

metas cambiais, adotado pelo Brasil, no período de junho de 1994, até janeiro de 1999, a deterioração desse regime, em consequência das crises internacionais, e a crise interna que levou as autoridades monetárias a deixar esta âncora nominal. No segundo capítulo, serão destacadas as principais concepções teóricas que balizam a teoria do regime de metas de inflação. No terceiro capítulo, encontram-se as principais características do regime de metas de inflação, adotado no Brasil, além da evolução dos principais indicadores macroeconômicos deste novo regime. Este capítulo ainda apresentará uma comparação entre os indicadores – PIB, taxa de juros, inflação e desemprego – no período da âncora cambial e do regime de metas de inflação.

2 ANTECEDENTES DO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO

2.1 PRINCIPAIS CONCEPÇÕES DA ÂNCORA CAMBIAL ADOTADA NO BRASIL

Com a adoção do Plano Real, em julho de 1994, o Brasil implementou uma nova política monetária, que buscava a estabilidade da moeda, uma vez que os planos anteriores não haviam conseguido alcançar este objetivo. A principal característica adotada na política monetária de então era a paridade máxima entre o real e o dólar, de R\$ 1,00 = US\$ 1,00. Porém, essa política não pode ser considerada fixa, pois o modelo adotado praticava o regime de bandas cambiais.

A política monetária do Plano Real (junho de 1994 a janeiro de 1999) foi chamada de “âncora cambial”, pois os preços internacionais funcionariam para retirar dos produtos nacionais a pressão inflacionária, ocasionada pela expansão da demanda reprimida do período hiperinflacionário. Portanto, os preços internacionais balizavam os preços nacionais. Com a moeda valorizada e a população com o poder de compra aquecido, o país enfrentou crescentes déficits na balança comercial - as importações cresceram mais rapidamente que as exportações.

Uma política monetária baseada no câmbio para manter a estabilidade dos preços e com constantes déficits na balança comercial, o câmbio não sustentaria a manutenção da cotação (R\$ 1,00 = US\$ 1,00) sem um suporte financeiro. O governo brasileiro, com o objetivo de atrair capitais estrangeiros para financiar a taxa de câmbio desejada, elevou a taxa de juros, que necessitava estar acima da taxa de juros praticada, no mercado internacional, pois o Brasil possuía mais riscos do que um país desenvolvido. Como a medida de atração de capitais caracterizava-se pela taxa de juros, os capitais atraídos eram os especulativos que são extremamente voláteis.

A aplicação de uma alta taxa de juros, no país, ocasionaria mais duas importantes consequências. A primeira seria a redução da demanda doméstica, o que, também, seria interessante ao governo, porque mitigaria a pressão inflacionária sobre os produtos domésticos e reduziria o déficit na balança comercial. A segunda seria o aumento da dívida pública, visto que, ao pagar altas taxas de juros aos títulos brasileiros, a dívida pública aumentaria, ainda mais sem a receita que o governo recebia com a inflação.

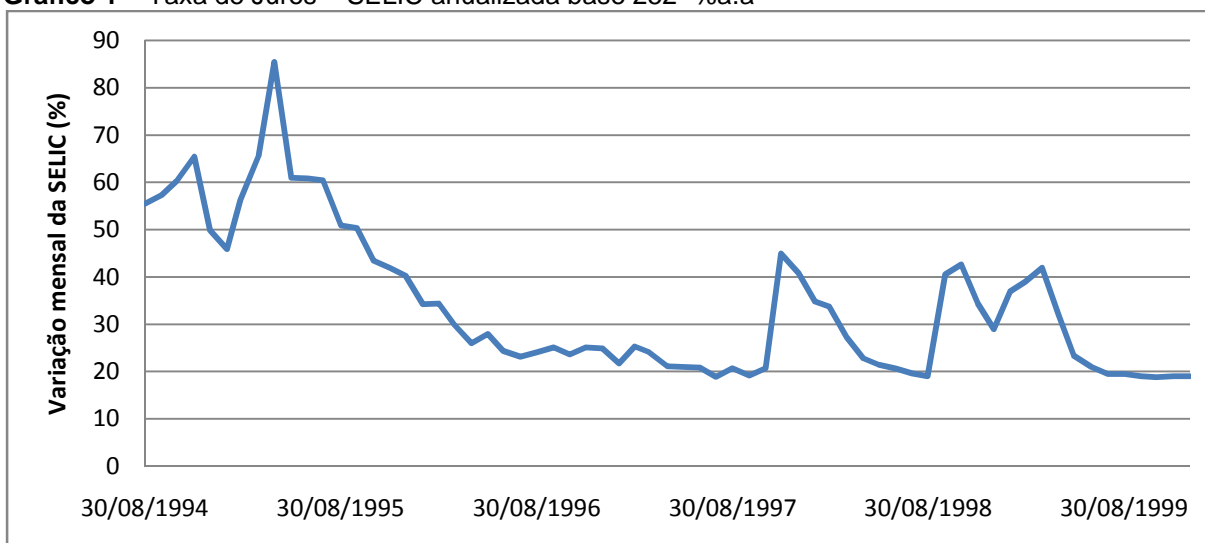
De acordo com Fligenspan (2011), a maior quantidade de importações era garantida com uma alta taxa de juros que atraía o capital especulativo internacional, conseguindo sustentar o equilíbrio do regime. O modelo destacado, anteriormente, parecia bem equacionado para as exigências de curto prazo.

Em suma, a política monetária adotada pelo país baseava-se na ancoragem cambial, e o principal meio para cobrir os déficits, na balança comercial, estava na taxa de juros oferecida ao mercado que atraía, principalmente, o capital estrangeiro especulativo. Com essa política o Brasil estava altamente propenso às instabilidades da economia internacional, ou seja, caso houvesse alguma crise internacional, o país seria extremamente afetado. Por conseguinte, o desempenho da economia brasileira estava relacionado com o mercado internacional.

2.2 VULNERABILIDADE ÀS CRISES INTERNACIONAIS

Através do gráfico 01, referente à taxa de juros oferecida pelo Brasil, Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (SELIC), realizar-se-á uma análise das crises internacionais enfrentadas no período do Plano Real (junho de 1994 a janeiro de 1999). Esta taxa foi adotada, nesse período, como a principal medida para a economia brasileira enfrentar às crises do mercado internacional.

Gráfico 1 – Taxa de Juros – SELIC anualizada base 252 -%a.a



Fonte: Banco Central, elaboração própria.

O gráfico 01 demonstra que o Brasil enfrentou quatro grandes crises, no período de 1994 a 1999, as três primeiras foram crises internacionais e a última - no final de 1998 e início de 1999 - foi a crise da desvalorização do real, a qual será abordada no próximo tópico.

A primeira crise que o Brasil enfrentou, após a adoção da âncora cambial, caracterizou-se pela exposição ao risco de necessitar de capitais especulativos internacionais para suportar a taxa de câmbio desejada. Esta crise iniciou quando o México, no final de 1994, declarou moratória da sua dívida externa.

O México ao declarar o *default* da dívida externa expôs a fragilidade de todos os países emergentes que passavam por um momento de instabilidade da sua economia, abalando a credibilidade destes países, no cenário internacional. A falta de credibilidade e a possível fuga de capitais, em busca de investimentos mais seguros, seriam fatores determinantes para a política monetária brasileira adotada no período, como está referenciado pelo autor:

Observa-se que a possível fuga de capitais representava um risco muito grande para o real, pois o volume de reservas internacionais havia crescido nos últimos anos, mas não seria suficiente para suportar uma fuga em massa. Se houvesse o pânico e forte saída de recursos, as reservas se esgotariam rapidamente e perder-se-ia a "âncora", pois o Governo não mais poderia garantir uma taxa de câmbio baixa. Logo o dólar ficaria mais caro e os preços nacionais não teriam mais o referencial dos preços dos produtos importados (baratos). A inflação retornaria e a incipiente confiança na nova moeda estaria perdida (FLIGENSPAN, 2011, p. 5).

Conforme esta perspectiva, nota-se o grande problema que causaria à política monetária brasileira, se o pânico se alastrasse no mercado internacional. Para evitar a perda dos capitais especulativos estrangeiros a mercados mais seguros, como os títulos dos Estados Unidos, a medida implementada pelas autoridades monetárias brasileiras foi realizar um elevado aumento na taxa de juros. Deste modo, o Brasil conseguiria agir de duas maneiras ao mesmo tempo. A primeira, tornando os títulos brasileiros mais atraentes ao mercado internacional e mantendo o nível de reservas internacionais. A segunda seria a retração da demanda interna, ou seja, a elevação da taxa de juros deslocaria o consumo presente para o futuro. Destarte, com a redução do investimento e do consumo, haveria uma redução nas importações, gerando menor déficit na balança comercial e, com isso, o país necessitaria utilizar menos reservas internacionais. Contando com a redução do consumo, a inflação seria controlada pela diminuição da pressão da demanda no nível geral de preços.

De acordo com o gráfico 01, verifica-se que a medida adotada pelo Brasil, no decorrer da crise mexicana, surtiu efeito, como também, o pânico gerado no mercado internacional não tomou proporções maiores. O Brasil começou a recuperar-se e com o aporte financeiro que o México recebeu dos EUA, o pânico que rondava a economia internacional voltou, lentamente, a estabelecer a confiança nos países em desenvolvimento. O Brasil, frente a este cenário, conseguiu reduzir sua taxa de juros de forma gradual.

Fligenspan (2011) destaca que a estabilização da economia brasileira, no final de 1995 até o início de 1997, começou a atrair, além do capital especulativo externo, o investimento direto estrangeiro. O investimento direto era um indicador de credibilidade do país, frente ao cenário econômico, pois significava a entrada de capitais que não eram voláteis, como os especulativos. Outro ponto interessante de fluxo de entrada de capitais, no período, foi o processo de privatizações que começava a sustentar o câmbio.

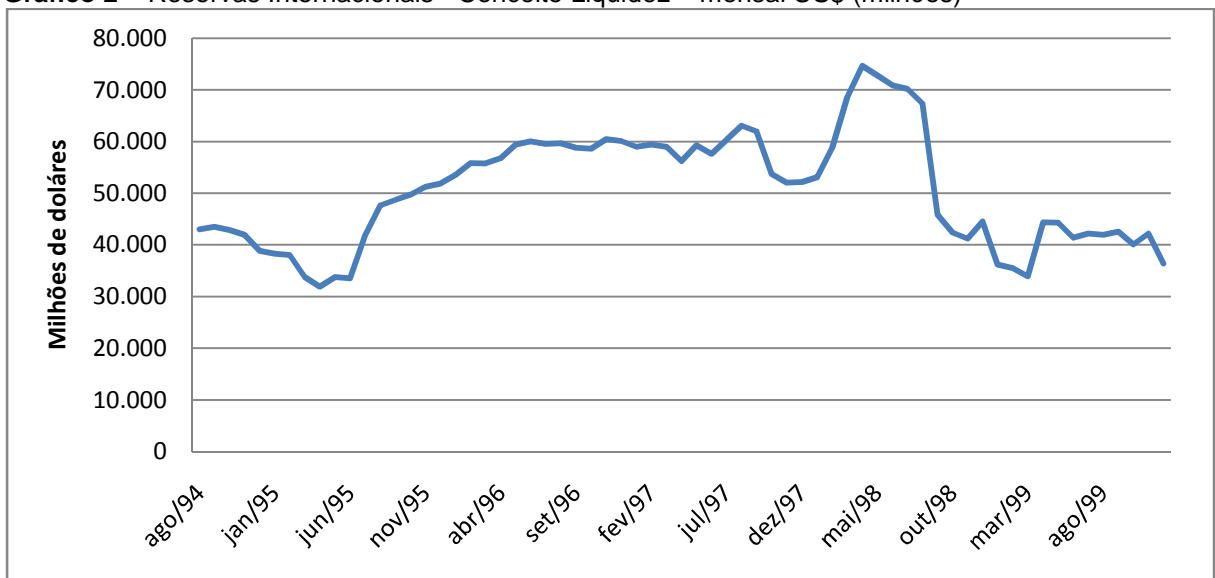
O ambiente mesmo sem ser classificado como tranquilo, conseguia manter-se estável, no curto prazo, com as medidas: alta taxa de juros, câmbio sobrevalorizado, e um grau elevado de reservas. A estratégia do Brasil era sustentar essas medidas no longo prazo. Porém, outra crise internacional, que começou no ataque especulativo sofrido pela moeda da Tailândia (o bath), alastrou-se aos países do sudeste asiático, que adotavam um sistema baseado na moeda sobrevalorizada e déficits em conta corrente. Novamente, o Brasil sofreu com a instabilidade internacional, devido possuir medidas semelhantes às adotadas no sudeste asiático, o que ocasionou a fuga de capitais, comprometendo o seu esquema de reservas internacionais.

Em decorrência, o governo brasileiro tomou a mesma atitude que no passado, aumentando a taxa de juros para atrair os capitais especulativos e desaquecer a economia nacional. Contudo, Fligenspan (1998) destaca que a política adotada foi exagerada ao dobrar a taxa SELIC, pois o que se viu, depois daquele momento, foi uma forte retração na produção industrial e no emprego. Após a adoção desta política, o Brasil mostrou-se com características diferenciadas dos países do sudeste asiático, principalmente, porque não foi afetado por uma crise financeira doméstica.

A partir de 1997, o Brasil começou a se recuperar da crise asiática, como em 1995, com lentidão e gradualismo, devido ao medo de perder o controle da situação, pois o mercado internacional enfrentava certas turbulências.

Em agosto de 1998, a economia brasileira ainda estava se recuperando dos efeitos da crise asiática, quando ocorreu uma nova crise, a da moratória russa. O efeito imediato ocasionado não se diferenciou das demais crises, ocorrendo fuga de capitais para os ativos considerados de menor risco e reduzindo o crescente fluxo de capitais externos aos países em desenvolvimento, como o Brasil. De acordo com Averbug e Giambiagi (2000), ao contrário do que aconteceu com as crises do México e da Ásia, o mercado para os países emergentes se fechou, quase que por completo e por muito tempo. Portanto, explica-se a grande perda de reservas que ocorreu nesse período, como está destacado no gráfico 02.

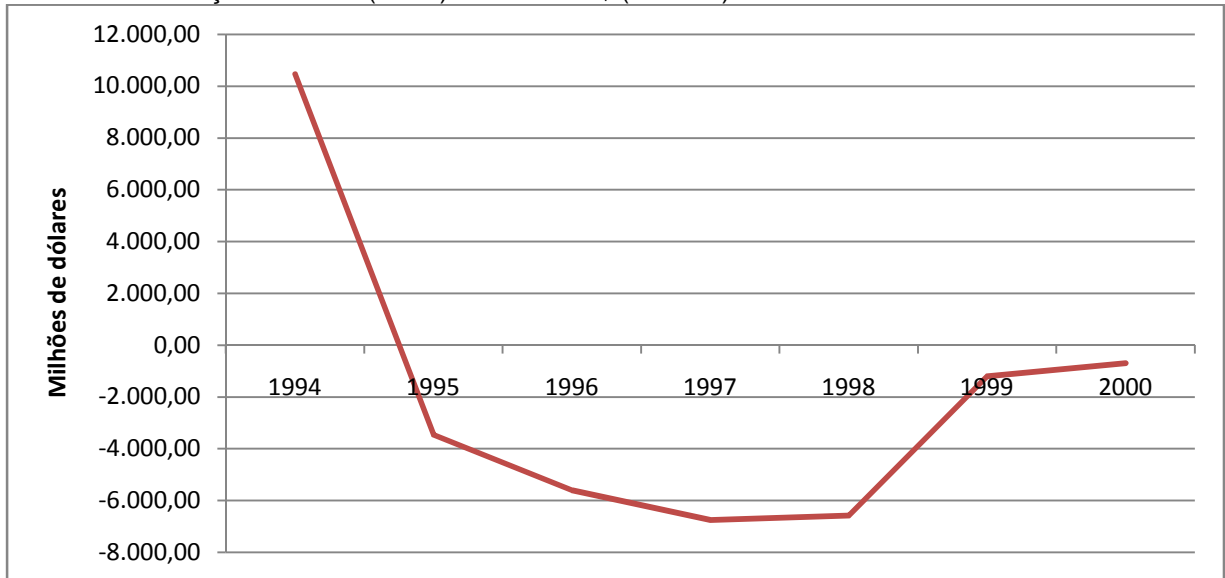
Gráfico 2 – Reservas Internacionais - Conceito Liquidez – mensal US\$ (milhões)



Fonte: Elaboração própria, com base em dados do Banco Central (2012).

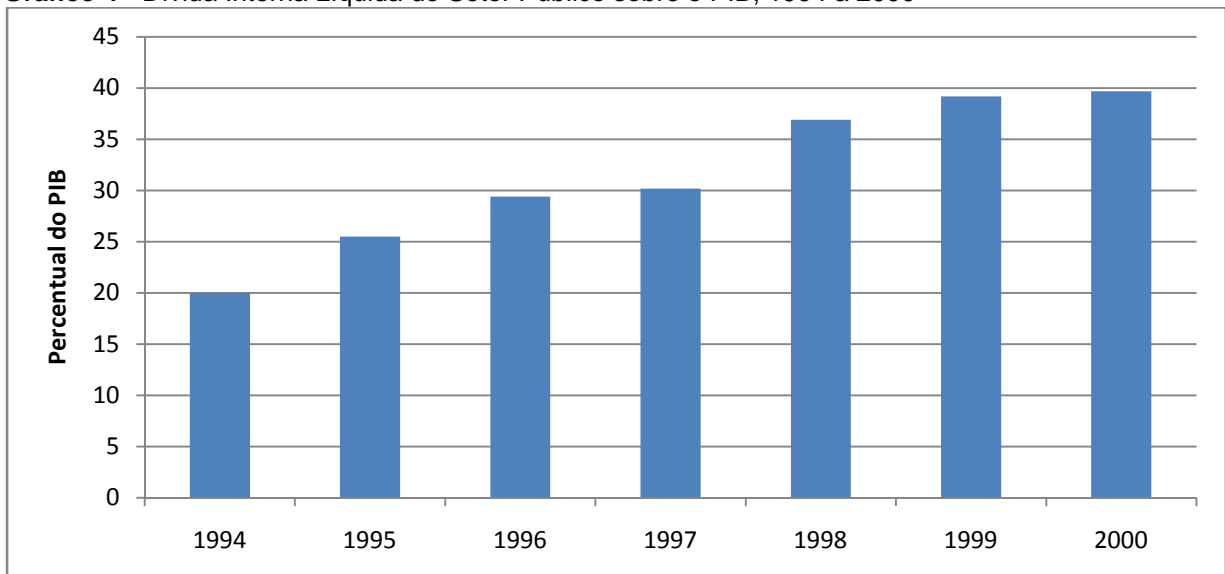
2.3 CRISE INTERNA

Com as políticas econômicas adotadas pelo Brasil frente às crises internacionais, alguns indicadores experimentaram expressivas alterações, como a balança comercial, que passou de superavitária a deficitária, no período de 1995 a 1999, como demonstra o gráfico 03, aumentando a relação do déficit em conta corrente sobre o PIB.

Gráfico 3 - Balança comercial (saldo) - anual - US\$ (milhões) – de 1994 a 2000.

Fonte: Elaboração própria, com base em dados do Banco Central (2012).

Outro indicador que demonstrou alteração, com as crises externas que o Brasil enfrentou, foi a dívida interna líquida, que aumentou, principalmente, devido à medida que o país estabeleceu para atrair capitais estrangeiros, a fim de compor as reservas internacionais e assim, conseguir manter a taxa de câmbio. O gráfico 04 sinaliza o desenvolvimento da dívida líquida do setor público. No intervalo dos anos de 1994 a 1999, a dívida pública aumentou, aproximadamente, 20 p.p. (pontos percentuais), mas no ano de 1998, a dívida pública se intensificou, com um aumento de 22% comparado ao ano 1997.

Gráfico 4 - Dívida Interna Líquida do Setor Público sobre o PIB, 1994 a 2000

Fonte: Elaboração própria, com base em dados do Banco Central (2012).

Assim no período de 1995 a 1997, o Brasil foi obrigado a decidir um destino para poder administrar estes aspectos e manter a taxa de câmbio adotada. A maneira para conseguir melhorar estes indicadores, conforme os autores Averbug e Giambiagi (2000), seria implementar uma redução dos gastos, aumentar as receitas e elevar a competitividade dos produtos brasileiros.

Os mesmos autores destacam que o caminho adotado pelo governo brasileiro foi o do gradualismo, pelos seguintes motivos:

A opção pelo gradualismo e não por uma estratégia de choque é uma questão em aberto, mas cuja resposta envolve certamente a combinação de três elementos: i) uma certa dose de confiança das autoridades na reversão dos efeitos da crise asiática, de forma similar ao que acontecera em 1995 após a crise mexicana, prontamente esquecida pelo mercado internacional; ii) o medo de um desastre que uma eventual desvalorização mais intensa poderia causar no plano de estabilização – o caso mexicano de 1995, quando a inflação deu um salto para 50%, dava certo fundamento a este temor –; e iii) a realização de eleições gerais em outubro de 1998: Governo nenhum, em lugar nenhum, gosta de adotar um tratamento de choque em ano eleitoral (AVERBUG; GIAMBIAGI, 2000, p. 13).

Com a escolha do gradualismo, o país apostava que o mercado internacional iria dar tempo e confiança ao modelo escolhido pelo Brasil. Realmente, a adoção do gradualismo gerou bons resultados, no decorrer do final do ano de 1997 até o começo do ano de 1998, com uma pequena desvalorização do real e um resultado primário melhor. Entretanto, como o Brasil iria necessitar de tempo e da confiança dos seus credores e investidores no país, era imprescindível que o cenário, tanto nacional como internacional se mantivesse estável.

Como foi destacado no tópico 2.1, a crise russa ocorreu em agosto de 1998, gerando a crise de confiança habitual, nos países emergentes. Mas neste momento, os métodos brasileiros de domínio comum não eram amplamente aceitos, devido ao aumento significativo da dívida pública. Apesar disso, o Brasil aumentou a taxa de juros, provocando desconfiança no mercado internacional, pois a continuidade da taxa de câmbio, nos mesmos patamares, mostrava-se insustentável. Nos últimos meses de 1998, o Brasil perdeu significativamente as suas reservas internacionais, como demonstra o gráfico 02 e a tabela 01.

Tabela 1 - Reservas internacionais - Conceito liquidez - mensal - US\$ (milhões)

Data	Reservas Internacionais
04/1998	74, 656
05/1998	72, 826
06/1998	70, 898
07/1998	70,21
08/1998	67, 333
09/1998	45, 811
10/1998	42, 385
11/1998	41, 189
12/1998	44, 556
01/1999	36, 136

Fonte: Elaboração própria, com base em dados do Banco Central (2012).

Em abril de 1998, com o dinheiro da venda da Telebrás, o Brasil atingiu ao seu ápice de reservas. A partir desse momento, a tabela 01 demonstra as reservas em uma trajetória descendente, principalmente no período de agosto a setembro de 1998, com a crise russa. Nesse período, o Brasil perdeu mais de 20 bilhões em reservas, somente em um mês, confirmando a saída em massa dos capitais especulativos estrangeiros.

A medida adotada pelo país, para acalmar o mercado internacional, foi o anúncio de um acordo com o FMI, que significava um novo ajuste fiscal. Esses ajustes estão definidos, conforme destacado, a seguir:

Governo anunciou oficialmente que estava negociando com o FMI um acordo para enfrentar a situação, envolvendo quatro pilares: i) um forte ajuste fiscal; ii) uma política monetária dura – as taxas de juros aumentaram novamente para aproximadamente 40% em meados de setembro –; iii) um pacote de ajuda externa – do FMI, organizações multilaterais e dos Tesouros dos países centrais – de US\$ 42 bilhões; e iv) a manutenção da política cambial, tema esse considerado “tabu” pelas autoridades (AVERBUG; GIAMBIAGI, 2000, p. 14).

Nos meses posteriores, o Brasil reduziu a taxa de juros, como demonstra o gráfico 01. Conforme destacam os autores supracitados Averbug e Giambiagi (2000), o governo brasileiro acreditava que o país iria se recuperar, gradual e lentamente, após essa crise, mas nesse momento, como já referido, os índices brasileiros não eram bem vistos no mercado internacional.

É importante salientar que o Brasil demonstrava, em 1998, recuperação frente à taxa de juros e ao mercado internacional, como demonstram os indicadores. Porém, duas características foram fundamentais para desencadear a crise de credibilidade ocorrida no país:

Em dezembro, praticamente ao mesmo tempo em que o FMI aprovava o pacote de ajuda ao país, o Congresso rejeitou uma das medidas de ajuste mais importantes. Poucas semanas depois, no início de janeiro de 1999, o Governo do Estado de Minas Gerais, que havia assumido poucos dias antes, decretou um default temporário da sua dívida com o Governo Federal. Embora o efeito fiscal dessa última medida fosse praticamente neutro – porque o Governo Federal dispunha de mecanismos para se ressarcir mediante o corte das transferências legais feitas regularmente para o Estado –, o impacto conjugado das duas medidas foi drástico (AVERBUG; GIAMBIAGI, 2000, p.15).

O Governo tentou reagir a essa crise, como reagiu às crises internacionais, praticando arrocho fiscal e aumento da taxa de juros. Contudo, a credibilidade do país em relação a essa crise já estava abalada, porque os investidores internacionais acreditavam que dificilmente o Brasil conseguiria se recuperar, sem a desvalorização da moeda.

As reservas internacionais continuaram o período de queda, neste momento, o pânico já havia se alastrado no mercado internacional, e até dentro do próprio país, forçando o Governo a adotar, em 13 de janeiro de 1999, uma desvalorização de 9% da taxa de câmbio e a troca do presidente do Banco Central: Gustavo Franco - maior defensor da âncora cambial - por Francisco Lopes. A adoção dessas medidas mostrou-se fraca e tardia, pois logo no primeiro dia, a taxa de câmbio atingiu o limite máximo do intervalo de variação (banda) e as reservas continuaram a cair. No dia 15 de janeiro de 1999, o Banco Central deixou a taxa de câmbio flutuar. A tabela 02 mostra o histórico da cotação da taxa de câmbio, nesses momentos decisivos:

Tabela 2 - Taxa de câmbio - Livre - Dólar americano (venda) - diário - u.m.c./US\$

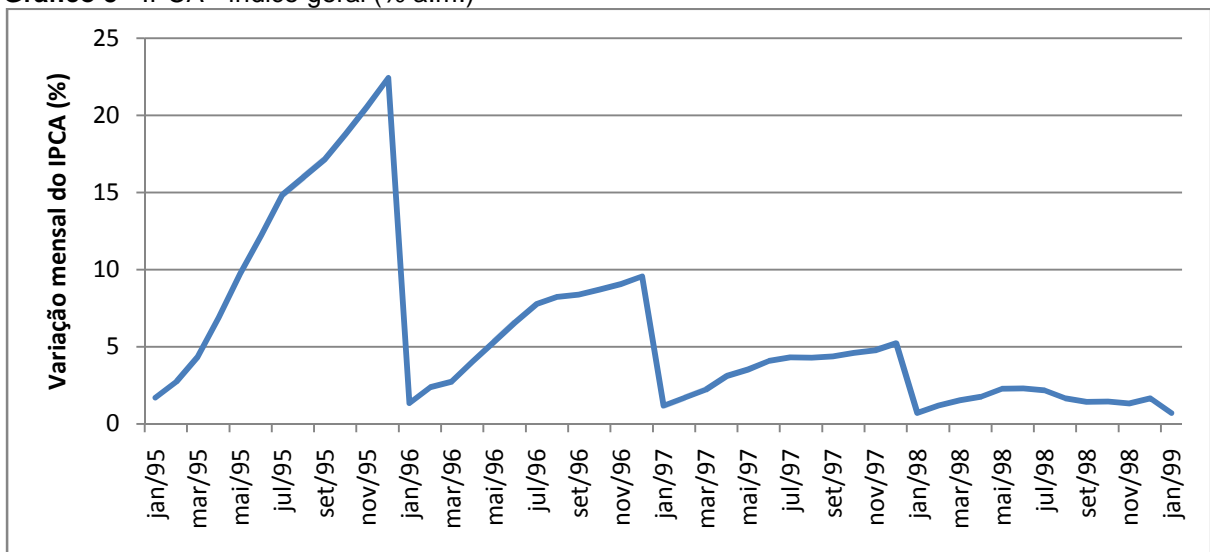
Data	Taxa de câmbio	Varição
12/01/1999	1, 2114	
13/01/1999	1, 3193	9%
14/01/1999	1, 3194	0%
15/01/1999	1, 4659	11%
29/01/1999	1, 9832	35%

Fonte: Elaboração própria, com base em dados do Banco Central (2012).

Em suma, no primeiro dia da meta de desvalorização do câmbio, o teto de 9% da banda foi alcançado. O câmbio, quando flexibilizado, logo no primeiro dia, teve uma variação positiva de 11%, e, no final do mês de janeiro, apresentou uma elevação de 35%, frente ao dia 15 de janeiro. Com a adoção da flexibilização cambial, o Brasil perdeu a sua âncora nominal, deixando de ter o câmbio como balizador dos preços nacionais.

No período de 1994 até 1999, com a âncora cambial, o Brasil conseguiu mitigar a taxa de inflação, o seu principal objetivo, como demonstra o gráfico 05:

Gráfico 5 - IPCA - índice geral (% a.m.)



Fonte: Elaboração própria, com base em dados do IBGE (2012).

Ao analisar o gráfico 05, nota-se que a taxa de inflação reduziu de modo muito eficiente, no período da âncora cambial. Como destaca (MODENESI, 2005, p. 349) “[...] o regime monetário de metas cambiais adotado pelo Brasil em meados de 1994 foi bem-sucedido no combate inflacionário, desde o lançamento do Real até crise cambial de 1999.”. Modenesi (2005) destaca que o regime de metas cambiais adotado pelo Brasil foi excessivamente prolongado, o mesmo deveria ter servido apenas para a redução do nível geral de preços, enquanto o Banco Central adotou a âncora cambial como uma política monetária quase que permanente. O regime de metas cambiais, somente foi abandonado por incapacidade do Banco Central de sustentá-lo, e não por uma opção deliberada do Banco Central para uma nova política monetária.

O Brasil agora necessitava de uma nova âncora nominal, pois a perda da âncora cambial representava às autoridades monetárias o temor da volta da inflação, como destaca o autor:

[...] a adoção de uma âncora nominal era considerada pelos formuladores de política econômica ainda mais relevante para se manter a estabilidade dos preços, em face do convívio, por muitos anos, com uma situação de alta inflação crônica. Ou seja, em um sistema econômico historicamente caracterizado por um elevado grau de instabilidade, como a economia brasileira, as expectativas dos agentes econômicos com relação à inflação eram muito elásticas, tornando a adoção de uma âncora nominal ainda mais importante para assegurar o controle da inflação [...] (MODENESI, 2005, p.359).

3 O REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO

O regime de metas de inflação é uma política que adota, como âncora nominal, a própria inflação para coordenar a formação das expectativas do nível geral dos preços dos agentes econômicos e balizar a formação dos preços (MODENESI, 2005). O principal objetivo das metas de inflação é a ênfase na estabilidade no nível geral dos preços que, de acordo com a teoria novo-clássica, é uma medida necessária para o crescimento econômico, pois a variação no nível geral de preços pode sinalizar, de forma imperfeita, as informações necessárias aos agentes econômicos para a determinação de suas ofertas, tanto de trabalho como de produção, comprometendo o crescimento econômico de um país.

O regime de metas de inflação tem sua origem na teoria novo-clássica de Independência do Banco Central (IBC), que leva em conta as principais características que essa escola adota para a concepção do modelo em referência. O principal motivo para a adoção da IBC - o problema da inconsistência temporal da política monetária e conseqüentemente o viés inflacionário – é a ideia de que o Banco Central independente é sinônimo de uma autoridade monetária que deve atuar como guardião da estabilidade dos preços. Neste modelo, destaca-se que o sistema de metas de inflação não se caracteriza por adotar apenas regras ou políticas monetárias discricionárias. Nas palavras de Modenesi (2005), o regime de metas de inflação é um sistema híbrido, por estabelecer uma regra ao sistema, através de seus aspectos operacionais e das metas de inflação definidas, mas a autoridade monetária, também, possui espaços para políticas discricionárias, a fim de absorver possíveis choques macroeconômicos.

Portanto, são elementos fundamentais que constituem o regime de metas de inflação, conforme o autor citado:

Pode ser definido como uma estratégia de condução da política monetária baseada: (i) no anúncio de uma meta de médio prazo para a inflação; (ii) no compromisso institucional com a adoção da estabilidade de preços como principal meta de longo prazo da política monetária – ao qual os demais objetivos se subordinam; (iii) na reduzida importância de metas intermediárias – como, por exemplo, os agregados monetários no regime de metas monetárias; (iv) em uma maior transparência na condução da política monetária, consubstanciada em um esforço de aprimoramento dos canais de comunicação entre o Banco Central e os agentes econômicos, o que possibilita o monitoramento e a avaliação do desempenho (accountability) da autoridade monetária, por parte dos agentes econômicos; (v) na independência de instrumentos do Banco Central ou maior capacidade de

execução de suas metas – isto é, não se requer independência formal, mas, sim, que a autoridade monetária tenha liberdade para determinar a trajetória dos instrumentos de política monetária (MODENESI, 2005, p.189).

Esses elementos estão baseados nas concepções teóricas da, já referida, escola novo-clássica, que destaca os principais conceitos em que o regime de metas de inflação se baseia, como as expectativas racionais, a Curva de Oferta de Lucas, o equilíbrio contínuo dos mercados e a independência do Banco Central. Além destes novos conceitos, a teoria novo-clássica incorpora a hipótese da taxa natural de emprego. Esses conceitos serão abordados no decorrer desta seção.

3.1 FUNDAMENTOS TEÓRICOS DO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO

Neste tópico pretende-se analisar os principais fundamentos que compõem o regime de metas de inflação. Os fundamentos teóricos estão divididos em três conceitos. O primeiro conceito demonstra as principais características das expectativas racionais. O segundo estabelece como as expectativas racionais afetam a Curva de Oferta de Lucas, no curto e longo prazo, também, são explicados o conceito de equilíbrio contínuo e a teoria da taxa natural de desemprego de Friedman. Por fim, no terceiro tópico, referente à Independência do Banco Central, são apresentados os motivos que embasam esta tese, como a apresentação dos conceitos de inconsistência da política monetária e do viés inflacionário.

3.1.1 Expectativas Racionais

A principal característica das expectativas racionais destaca que os agentes econômicos maximizam a utilização de toda a informação disponível para formarem as suas expectativas. O primeiro autor a definir e operacionalizar as expectativas foi John Muth, em 1961. De acordo com Lopes e Rossetti (2005), nessa década, as discussões ainda estavam embasadas nas expectativas adaptativas. Porém, com o passar dos anos, as expectativas racionais, através das seguintes premissas, foram adotadas por outros autores, em modelos macroeconômicos:

Os agentes econômicos que atuam no mercado sabem como reage a economia às mudanças que vão ocorrendo nas diferentes variáveis. É razoável que quem atua numa certa atividade conheça o que nela acontece. Eles sabem, na realidade, como funciona a economia.

Os agentes econômicos dispõem de informações sobre os mercados em que atuam, o que lhes permite prever o que acontecerá no futuro próximo. É razoável admitir que quem trabalha num mercado faça previsão sobre o futuro desse mercado a partir das informações disponíveis. Isto significa que os agentes econômicos usam a informação disponível de maneira a otimizar os resultados, como nas hipóteses básicas da microeconomia.

Existem informações disponíveis que os agentes econômicos podem adquirir desde que o custo de obtenção seja menor do que aquilo que eles esperam receber em troca. Isto, em linguagem mais precisa, significa que os agentes econômicos adquirem novas informações desde que a análise custo-benefício aconselhe tal procedimento (LOPES; ROSSETTI, 2005, p. 348),

Assim, as concepções dos autores Lucas e Sargent, que aplicam as expectativas racionais a modelos macroeconômicos, constituíram a hipótese de que os agentes econômicos para formarem as expectativas de inflação para um determinado período t (P_t^e) será igual à esperança matemática da inflação em t , condicionada ao conjunto de informações disponíveis no mesmo período (I_t), ou seja, os agentes econômicos formariam suas expectativas de inflação com base nas informações disponíveis, até o momento corrente, como está destacado na equação 01.

$$P_t^e = E[P_t | I_t] \quad (01)$$

Apesar de os agentes econômicos formarem suas expectativas com todas as informações disponíveis, a expectativa de inflação nem sempre, demonstra o acontecimento da inflação real, porque o conjunto de informações disponíveis aos agentes econômicos não são necessariamente completos, ou seja, podem ocorrer desvios entre a inflação real e a inflação prevista pelos agentes, no curto prazo. Esta relação está melhor descrita nas equação 02 e 03, pois pode-se notar o porquê da expectativa de inflação só poder ser diferente da inflação real no curto prazo.

$$P_t^e = P_t + \varepsilon_t \quad (02)$$

$$\varepsilon_t \sim iid(0, \sigma_\varepsilon^t) \quad (03)$$

De acordo com Modenesi (2005), nas equações 02 e 03, pode ser identificado que o nível esperado de preços é igual à inflação mais um erro expectacional (ε_t), este é um erro aleatório, com média zero e variância (σ_ε^t).

Estas características revelam que, no curto prazo, a inflação prevista pode ser diferente da inflação efetiva, mas como a média do erro é zero, concluí-se que, no longo prazo, ou na média, calculando a esperança matemática do erro, estes efeitos anulam-se na média e a inflação prevista torna-se igual à inflação efetiva. O modelo de expectativas racionais destaca que, no curto prazo, os agentes não dispõem de todas as informações, podendo ocorrer erros eventuais, enquanto, no longo prazo, os agentes dispõem de informação completa, portanto a inflação real torna-se igual à expectativa de inflação. Assim, os agentes econômicos cometem erros eventuais, mas ao errar, eles estarão agregando informações a sua racionalidade, não devendo cometê-los indefinidamente, conforme destacam Carvalho et al. (2009), quando referem que os agentes econômicos racionais não cometem erros sistemáticos.

Outra característica importante a ser ressaltada, neste modelo, é que, como os erros são independentes, não há correlação entre os mesmos, isto é, o erro passado não tem influência sobre os erros futuros.

No modelo novo-clássico, a expectativa de inflação não é enviesada, ou seja, os agentes racionais maximizam a utilização de toda a informação disponível e, portanto, são capazes de reformularem as suas expectativas, evitando a ocorrência de erros sistemáticos (MODENESI, 2005). A não ocorrência de erros sistemáticos faz com que, como já mencionado, os erros cometidos, anteriormente, sejam incorporados às expectativas racionais dos agentes econômicos. Assim políticas monetárias recorrentes serão ineficientes, visto que, somente políticas surpresas causarão diferença entre a inflação prevista e a real. Como foi destacado por Carvalho et. al. (2009), as implicações destas características geram a chamada ineficácia da política monetária.

As características que foram destacadas neste subtópico terão importantes consequências na adoção da Curva de Oferta de Lucas.

3.1.2 Curva de Oferta de Lucas

A equação, a seguir, destaca a famosa Curva de Lucas, um dos principais autores do modelo novo-clássico:

$$Y_t = Y_n + \alpha(P_t - P_t^e), \text{ sendo } \alpha > 0. \quad (04)$$

As variáveis definidas na equação 04 são:

Y_t é igual ao produto corrente;

Y_n é o nível natural;

P_t é o taxa de inflação verificada no período corrente;

P_t^e é expectativa de inflação; e

α é um parâmetro positivo.

A equação da oferta de Lucas baseia-se nas perspectivas que as firmas e os trabalhadores têm do mercado e nas ações tomadas, a partir das suas expectativas.

Conforme Modenesi (2005), Lucas, em seu primeiro trabalho junto com Rapping (1969), destaca em que momento o trabalhador toma a ação de ofertar a sua mão-de-obra ao mercado de trabalho. O trabalhador tem certa noção do salário real médio em cada momento, e com esta informação ele aloca o seu tempo entre trabalho e lazer. Caso o salário corrente esteja acima do salário real médio, o trabalhador irá rever a distribuição do seu tempo entre lazer e trabalho, pois o lazer ficará mais caro, pelo aumento do preço do trabalho, ou seja, se o trabalhador escolher lazer estará perdendo mais do que na situação anterior. Então o trabalhador irá ofertar mais trabalho no presente para, no futuro, usufruir mais de lazer. Ao contrário, se o salário corrente for menor que o salário real médio, o trabalhador escolherá ofertar menos horas de trabalho para alocar em lazer, visto que o lazer estará, significativamente, mais barato.

Lucas destacou que o conjunto de informações disponíveis para as firmas desempenham um papel fundamental em suas decisões de oferta. As empresas conhecem relativamente o preço de seu produto, mas não reconhecem qual é o nível geral de preços, ou seja, o principal problema de aumentar ou diminuir a sua oferta de produtos encontra-se na dificuldade de obter todas as informações, no curto prazo.

O exemplo destacado em Modenesi (2005) sugere dois mercados competitivos, fisicamente separados, para não ocorrer a possibilidade de arbitragem, e com um único produto transacionado. O número de produtores em cada mercado é fixo e o de consumidores é limitado pelo produto, cuja alocação nos dois mercados é estocástica, ou seja, o número de consumidores em cada mercado varia de acordo

com uma função de probabilidade. Nessa situação, podem ocorrer dois tipos de variações nos preços: o distúrbio real e o distúrbio monetário.

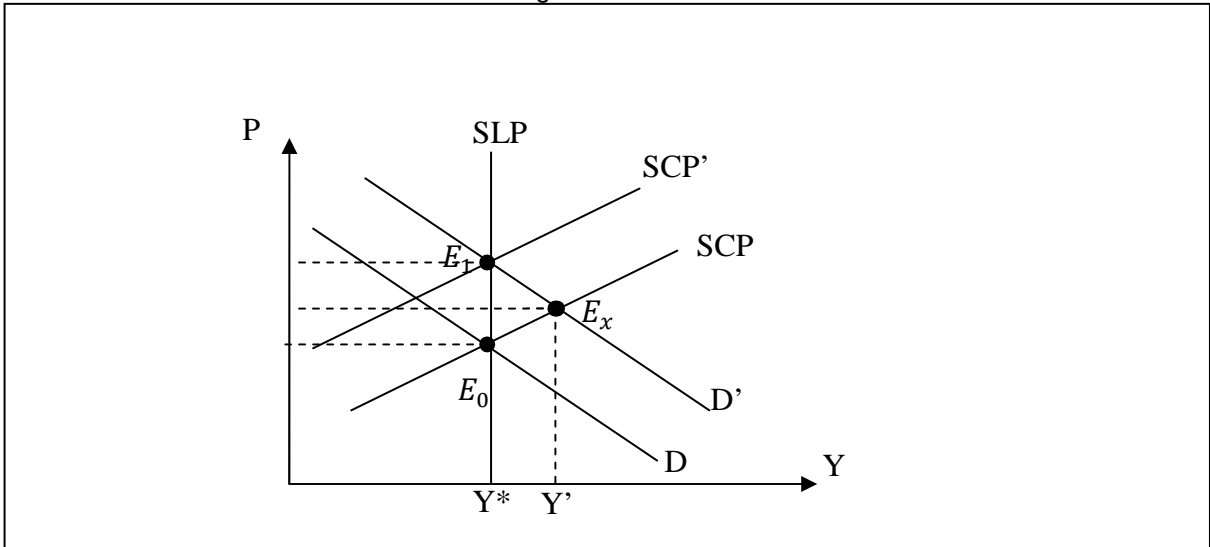
O distúrbio real ocorre quando o preço do produto ofertado por uma firma aumentar, devido a um aumento do número de consumidores por produto. Este distúrbio ocasionará alteração na quantidade ótima a ser produzida.

O distúrbio monetário significa um aumento positivo do estoque monetário, ou seja, com aumento do nível de moeda, nesta economia, os dois mercados aumentarão o nível geral dos preços e não afetarão a quantidade ótima a ser produzida pelas firmas.

As empresas conseguem observar os preços de seus bens, em cada período, mas quando há uma elevação nos preços não conseguem observar com exatidão se o aumento ocorreu devido a um distúrbio monetário ou a um distúrbio real, como é destacado a seguir:

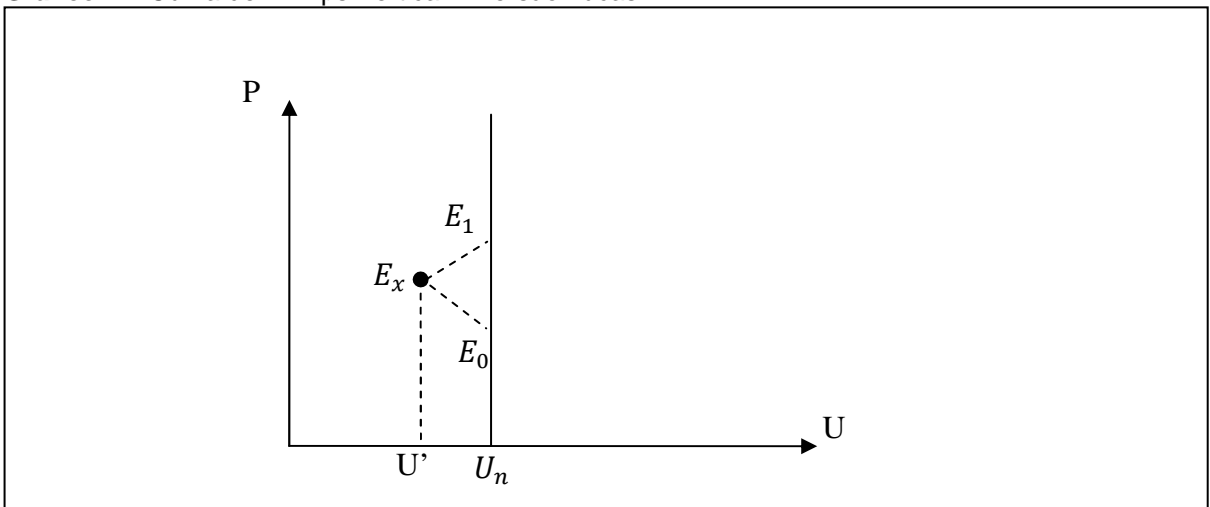
A firma enfrenta, portanto, um problema de extração de sinal, pois não distingue perfeitamente as variações no preço relativo de seus produtos das variações no nível geral de preços. Ou seja, diante da elevação do preço de seu bem, os produtores têm de decidir se: (i) trata-se de elevação de preços relativos em seu benefício, isto é, de elevação na demanda por seu produto; ou (ii) trata-se de elevação do nível geral de preços, situação em que a demanda por seu produto permanece inalterada. No primeiro caso, a resposta racional da firma consiste em elevar a produção. Já no segundo, os produtores reagem racionalmente ao manter inalterada a quantidade produzida (MODENESI, 2005, p. 147).

No curto prazo, há informação incompleta se houver um momento em que ocorra uma expansão monetária e esta não esteja contemplada nas informações disponíveis aos agentes econômicos. A ocorrência deste caso poderá ser acompanhada na equação de oferta de Lucas (equação 04) e nos gráficos 06 e 07 (a curva da demanda de D para D' , gráfico 06). Como o nível esperado de preços será menor que o nível realizado, ocorrerá um aumento do produto no curto prazo (de Y^* para Y'). Com esse aumento, os produtores necessitarão de mais mão-de-obra para aumentar a quantidade de produção. Aumentando a demanda por trabalho, os preços pagos serão elevados e o custo do lazer para os trabalhadores será aumentado e estes irão ofertar mais trabalho (Diminuindo o desemprego de U_n para U' , gráfico 07). Assim, além do produto corrente ficar acima do natural, a taxa de desemprego (U') ficará abaixo da taxa natural de desemprego (U_n) – no curto prazo.

Gráfico 6 – Curvas de Oferta de Curto e Longo Prazo

Fonte: Carvalho et al. (2009)

Caso ocorra o contrário, isto é, o nível de preços corrente ficar abaixo do esperado, as empresas irão reduzir a quantidade produzida e assim o produto corrente será menor que o natural. Como consequência, as empresas terão que reduzir a demanda por trabalho e o preço da mão-de-obra diminuirá, fazendo com que a oferta de trabalho diminua e o nível de desemprego fique acima da taxa natural.

Gráfico 7 – Curva de Phillips Vertical – Versão Lucas

Fonte: Carvalho et al, (2009)

No longo prazo, como há informação perfeita, os agentes econômicos racionais ajustarão as suas expectativas ao constatar uma variação dos preços para

cima ou para baixo, reajustando a oferta de produtos e de trabalho, como está destacado, no gráfico 06, reduzindo assim a produção e alterando a curva de oferta de SCP – Curva de Oferta de Curto Prazo - para SCP'. Conseqüentemente, o desemprego voltará para a taxa natural, de U' para U_n , no gráfico 07.

A formação da Curva de Oferta de Lucas fundamenta-se em duas principais premissas: o equilíbrio contínuo dos mercados e a taxa natural de desemprego.

A hipótese da taxa natural de desemprego de Friedman reconhece que, se a economia não está sob nenhum efeito de políticas monetárias, a taxa de desemprego deve ser igual à taxa natural. E conclui que, na taxa natural de desemprego, só serão admitidas características de desemprego voluntário e desemprego friccional, como destaca o Banco Central do Brasil (2008).

O desemprego voluntário existe quando os trabalhadores decidem voluntariamente não trabalhar, porque pensam que o salário oferecido à sua mão-de-obra é insuficiente. Portanto, os trabalhadores preferem dispor de mais horas de lazer, até que o salário real oferecido seja maior. O desemprego friccional reflete a característica do movimento de troca de empregos, ou seja, pessoas que só estão desempregados, por certo período de tempo. Como por exemplo, a mobilidade geográfica dos trabalhadores e as aspirações salariais.

Para construir a hipótese da taxa natural de desemprego, o mercado deve estar em equilíbrio. Para a escola novo-clássica, como os agentes econômicos formam suas expectativas de forma racional, a economia estará sempre em seu nível ótimo de equilíbrio, isto é, oferta e demanda se igualam, como resultado dos procedimentos de otimização individual dos agentes (trabalhadores, firmas, consumidores). Em caso de choques exógenos, a economia se auto-ajusta, sem a necessidade de intervenção de políticas (FUNDAP, 2008). Estes pontos fundamentais para a escola novo-clássica fundamentam-se nos salários e preços reais flexíveis.

3.1.3 Independência do Banco Central

As principais características do sistema de independência do Banco Central estão nas referências da inconsistência temporal da política monetária, do viés inflacionário, e das evidências empíricas de países desenvolvidos, demonstrando

que quanto maior for a independência do Banco Central, menor será a inflação observada no período.

A implicação da inconsistência temporal é destacada pelos autores Kydland e Prescott, que rejeitam a efetividade da teoria quantitativa da política econômica. Esta teoria tem como seus principais pressupostos – que as decisões de política econômica são fruto de um processo decisório individual, realizado por um policymaker (formulador da política), cujo principal objetivo desta decisão seria a otimização da função de bem-estar-social. A otimização da função de bem-estar-social do policymaker dar-se-ia de modo que as escolhas realizadas por ele deveriam ser as melhores para sociedade, de forma intertemporal.

Contudo, Kydland e Prescott (1977 apud MODENESI, 2005) definem que os agentes econômicos não se baseiam apenas nas expectativas passadas para formulação de suas expectativas, pois caso ocorra uma mudança no formulador de políticas, já seria esperado que os agentes previssem que estas seriam alteradas. Devido *ex post* (depois da definição) das políticas adotadas, como ótimas, *ex ante* (antes da definição), necessitarem de ajustes para a função do bem-estar-social, como a minimização do desemprego e da inflação, os parâmetros escolhidos pela autoridade que otimizam a função podem variar de acordo com o tempo, pela variação do cenário econômico.

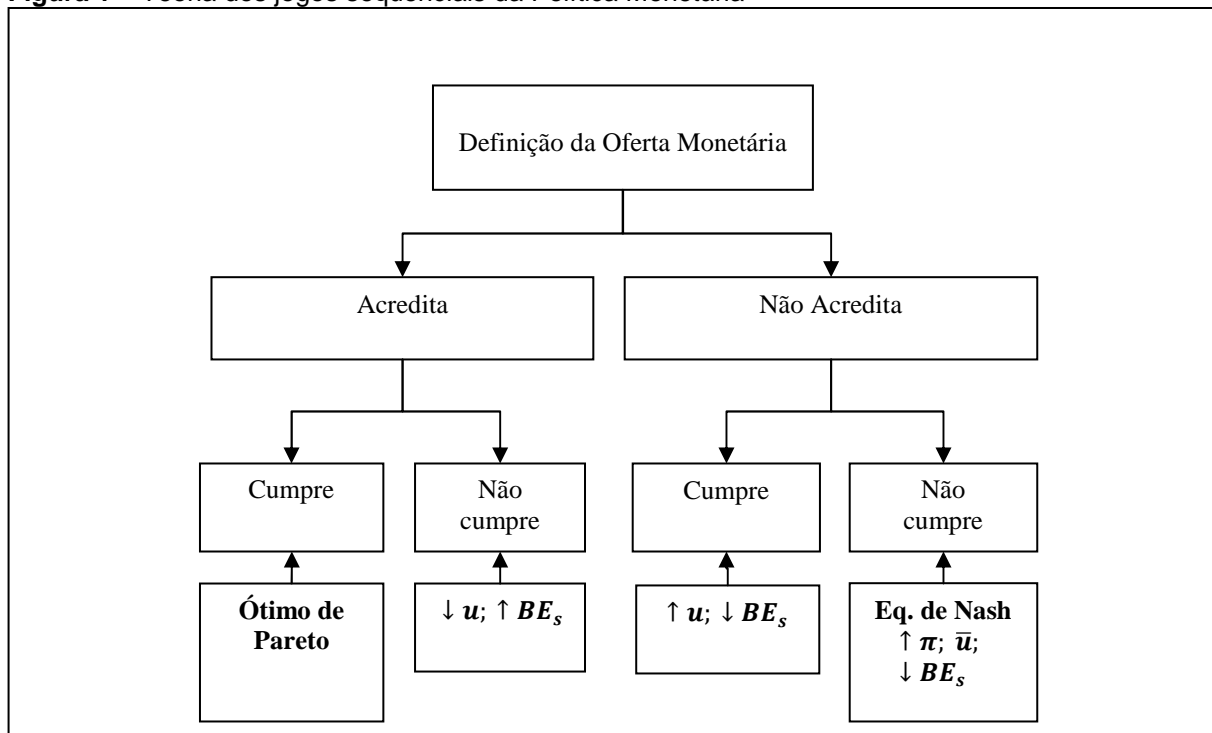
Assim, necessitando de ajustes eventuais, políticas discricionárias, este problema de re-otimizar a função objetivo é destacado como a inconsistência temporal da política monetária ou inconsistência dinâmica econômica. Ao destacar a adoção de políticas discricionárias para o reajuste da função-objetivo do policymaker, a condução da política monetária irá se basear na credibilidade e na reputação que os agentes têm do Governo.

A diferenciação entre a reputação e a credibilidade deve ser melhor compreendida, neste momento. De acordo com Sicsú (2002), o conceito de reputação refere-se ao comportamento pregresso das autoridades monetárias, enquanto a credibilidade é alimentada pela reputação conquistada. Mas a credibilidade não se vale somente disso, é também afetada por definição de objetivos não críveis, ou seja, se a meta não for factível, não importa a reputação adquirida, haverá uma perda de credibilidade e uma redução da reputação, no futuro. Portanto, “[...] a reputação é uma variável backward-looking. A credibilidade é uma variável forward-looking [...]”, como destaca (SISCÚ, 2002, p. 705).

Neste contexto de adoção de políticas discricionárias para reajustar periodicamente a política monetária determinada, os agentes econômicos racionais saberão das possíveis políticas a serem adotadas pelo Governo e irão modelar suas expectativas, conforme a credibilidade e reputação da autoridade monetária.

Este problema fica mais visível na teoria dos jogos sequenciais, como abordou Modenesi (2005):

Figura 1 – Teoria dos jogos sequenciais da Política Monetária



Fonte: Elaboração própria, com base em Modenesi (2005) e Leal (2011).

Neste jogo devem ser destacados dois pontos, o Equilíbrio de Nash e o Ótimo de Pareto. No primeiro caso, seriam as melhores alternativas (jogadas), que cada agente teria disponível, sem interação entre os mesmos. Portanto, ao analisar o jogo sequencial, destaca-se que a autoridade monetária, tanto se o agente econômico acreditar ou não acreditar na credibilidade das políticas econômicas, a melhor alternativa para o Governo será trair. O agente econômico sabendo que a melhor escolha para o Governo, sempre será trair, vê que a sua melhor alternativa será em não acreditar que a política econômica será cumprida e, portanto, a autoridade monetária não terá credibilidade. A determinação da escolha do agente de não acreditar na política monetária e de a autoridade monetária não cumprir o que foi

disposto é o Equilíbrio de Nash, que define o viés inflacionário na economia, ocorrendo inflação e assim diminuindo o bem-estar-social.

No outro ponto destacado, o Ótimo de Pareto, significa que a autoridade monetária tem credibilidade, em relação aos agentes econômicos no cumprimento da política monetária adotada. Portanto, os agentes econômicos acreditarão no cumprimento da política monetária e o governo, realmente, cumprirá com a política pré-estabelecida. Este ponto na economia leva cada um dos jogadores (agentes econômicos e Governo) a um payoff maior, e, também, que não há uma forma de um agente poder sair deste ponto sem prejudicar o outro. Portanto, o Ótimo de Pareto é o ponto a ser buscado pela sociedade, mas para eliminar o viés inflacionário das decisões da autoridade monetária são elencadas duas maneiras, a seguir, para demonstrar o comprometimento de suas ações, através da tecnologia de comprometimento (MODENESI, 2005).

A primeira alternativa refere-se à Reputação das Autoridades, destacada no trabalho de Barro e Gordon (1994). Nesse trabalho eles mostram a dificuldade enfrentada pelos policymakers, que estão envolvidos em um jogo sequencial com os agentes econômicos, e devem escolher entre um aumento do bem-estar-social, no curto prazo, com a perda da reputação e, por consequência, a redução da liberdade das autoridades monetárias no futuro, ou adotar uma política pautada na credibilidade da autoridade monetária, conduzindo a política monetária de forma consistente.

A segunda alternativa destacada de tecnologia de comprometimento é a Independência do Banco Central. A tese de que um agente independente, com o exclusivo objetivo de manter a estabilidade dos preços, diminui a autoridade monetária do Governo, pois este estaria mais propenso ao uso de políticas discricionárias de aumento do bem-estar-social, no curto prazo. Como por exemplo, a redução da taxa de juros e o crédito mais fácil para as expectativas dos empresários.

Portanto, a IBC tem no princípio da transferência das decisões monetárias, para um agente independente, a retirada do aspecto da inconsistência temporal da política monetária, assim excluindo o viés inflacionário.

A independência do Banco Central é destacada por dois autores, segundo Modenesi (2005), Rogoff e Walsh. O primeiro destaca que o Banco Central deve ser comandado por um presidente, com maior aversão à instabilidade dos preços do que

a sociedade. No entanto o Banco Central deve ser independente, tanto na forma de aplicar os seus instrumentos, como para determinar os objetivos monetários a serem alcançados. Enquanto Walsh destaca que se o presidente do Banco Central for o determinador dos objetivos, o país estaria sujeito ao risco moral do presidente, o qual não internaliza as consequências das suas decisões, assim os agentes econômicos continuariam sujeitos ao viés inflacionário.

Na hipótese de Walsh, a independência do Banco Central deveria ser apenas instrumental e o objetivo a ser cumprido seria formalizado num contrato entre o Banco Central e o Governo, com uma meta de inflação. Caso o Banco Central não cumprisse a meta previamente determinada sofreria uma penalização.

4 CARACTERÍSTICAS E EVOLUÇÃO DO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO BRASILEIRO

Neste capítulo, serão apresentados as principais características adotadas pelo Brasil no regime de metas de inflação, em 21 de junho de 1999, com o decreto nº 3088 e a resolução nº 2615, do Conselho Monetário Nacional (CMN). Após a verificação dos aspectos adotados pelo governo brasileiro, será destacada a evolução dos índices macroeconômicos nacionais. Por fim, realizar-se-á uma breve comparação entre os índices do período regido pela âncora cambial e o período regido pelas metas de inflação.

4.1 O REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO BRASILEIRO

Em 1999, o Brasil passa a adotar o regime de metas de inflação, substituindo o então regime da âncora cambial, como citam os autores:

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 “âncora 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 (CURADO; OREIRO, 2005, p. 1).

Essa política entrou em desuso, devido às crises ocorridas na década de 1990, quando o país aumentou as taxas de juros para atrair novas divisas. Nesse momento, o principal capital atraído para o país, era o especulativo, porque, o país praticava a política de altas taxas de juros para a obtenção de reservas, conforme está destacado no capítulo 1.

Oficialmente em junho de 1999, com a necessidade da adoção de uma nova âncora nominal para controlar a alta volatilidade do câmbio, o Presidente da República – Fernando Henrique Cardoso - junto com Pedro Malan (Ministro da Fazenda) publicaram o decreto nº 3088. Este decreto destaca, no seu primeiro artigo que: “Fica estabelecida, como diretriz para fixação do regime de política monetária, a sistemática de "metas para a inflação"”.

Neste novo regime de política monetária, o cenário da economia brasileira mudaria para a adoção de um tripé macroeconômico, baseado nas seguintes

características: câmbio flutuante, superávit primário e metas de inflação (BIONDI; TONETO JR., 2005).

De acordo com os mesmos autores, Biondi e Toneto Jr. (2005), a taxa de câmbio flutuante teria a função de equilibrar a balança de pagamentos. O superávit primário seria necessário para o controle da demanda e para evitar amplas flutuações cambiais, além de permitir a liberação da taxa de juros para fins de controle inflacionário. As metas de inflação seriam utilizadas como âncora nominal do sistema. Segundo Ferreira (2004), a taxa de câmbio é de fundamental importância para que o regime de metas de inflação seja bem sucedido, pois países em desenvolvimento que necessitam de capitais externos estão sujeitos a volatilidade dos mesmos. Os efeitos da volatilidade de capitais ocorrem sobre os custos, no nível do produto e do desemprego, ou seja, choques na taxa de câmbio fariam com que as metas de inflação não fossem cumpridas, ocorrendo uma perda de credibilidade das autoridades. Por esse motivo, o Banco Central não adota uma flutuação da taxa de câmbio livre, mas sim a flutuação suja, ou seja, a autoridade monetária intervém no mercado de câmbio para mantê-la em determinado patamar, porque a taxa de câmbio não pode transpor um determinado nível para ser compatível com a meta de inflação (MODENESI, 2005).

Para a definição das características básicas, adotadas no regime de metas de inflação, caberia ao Conselho Monetário Nacional determinar o índice de preços a ser escolhido para a medição da taxa de inflação e as suas respectivas metas e margens. Esta margem significa que a adoção do regime de metas de inflação no Brasil ocorreu de forma intervalar, ou regime de bandas, isto é, definindo uma margem, tanto para cima como para baixo, do centro da meta.

O motivo para a adoção desta banda é a consequência do Banco Central não ter o controle total da inflação, no país, ou seja, mesmo adotando medidas para a redução da taxa de inflação, esta taxa pode aumentar em razão de outros fatores que o Banco Central não pode controlar. Outro motivo destacado pelo Banco Central para a adoção das bandas é ter condições para reagir a choques, pois a presença de espaços entre os limites das bandas e o centro da meta, tem a finalidade de a autoridade monetária se adaptar a esses eventuais choques, assim não deixando a política monetária ser tão restritiva, nos demais índices macroeconômicos.

De acordo com a resolução nº 2615, do Conselho Monetário Nacional, o índice escolhido para a medição das taxas de inflação, foi o Índice de Preços ao

Consumidor Amplo (IPCA), que é calculado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). Este índice foi escolhido, em razão de os países que adotam este regime se basearem na variabilidade dos preços que afetam o poder aquisitivo da população. Destaca-se que o IPCA mostrou ser o melhor índice de cobertura nacional, na abrangência de domicílios de 1 a 40 salários mínimos.

Na adoção do IPCA pelo CMN, estabeleceu-se um índice “cheio” para aferição da inflação no Brasil. O conceito de cheio significa que nenhum componente foi excluído, no momento da constatação do índice. Assim, o índice apura componentes que podem ser influenciados por demandas externas, como o preço de alimentos e o preço do petróleo.

A determinação do horizonte de verificação das metas de inflação foi adotada pelo CMN como o prazo do ano-calendário, significando que a constatação da meta de inflação será em 12 meses, de janeiro a dezembro. As metas e suas bandas, definidas pelo CMN, podem ser vistas na tabela 03.

Tabela 3 – Metas e Bandas definidas pelo CMN.

Ano	Norma	Data	Meta (%)	Banda (p.p.)	Limites Inferior(%)	Limite Superior (%)	Inflação Efetiva (IPCA % a.a.)
1999			8,00	2	6	10	8,94
2000	Resolução 2.615	30/06/1999	6,00	2	4	8	5,97
2001			4,00	2	2	6	7,67
2002	Resolução 2.744	28/06/2000	3,50	2	1,5	5,5	12,53
2003	Resolução 2.842	28/06/2001	3,25	2	1,25	5,25	9,30
¹	Resolução 2.972	27/06/2002	4,00	2,5	1,5	6,5	
2004	Resolução 2.972	27/06/2002	3,75	2,5	1,25	6,25	7,60
²	Resolução 3.108	25/06/2003	5,50	2,5	3	8	
2005	Resolução 3.108	25/06/2003	4,50	2,5	2	7	5,69
2006	Resolução 3.210	30/06/2004	4,50	2	2,5	6,5	3,14
2007	Resolução 3.291	23/06/2005	4,50	2	2,5	6,5	4,46
2008	Resolução 3.378	29/06/2006	4,50	2	2,5	6,5	5,90
2009	Resolução 3.463	26/06/2007	4,50	2	2,5	6,5	4,31
2010	Resolução 3.584	01/07/2008	4,50	2	2,5	6,5	5,91
2011	Resolução 3.748	30/06/2009	4,50	2	2,5	6,5	6,50

¹ A Carta Aberta, de 21/1/2003, estabeleceu metas ajustadas de 8,5% para 2003 e de 5,5% para 2004.

Fonte: Banco Central (2012).

A responsabilidade imposta ao Banco Central, órgão fiscalizador, será ter autonomia operacional para buscar a meta de inflação determinada pelo CMN, ou seja, o Banco Central terá a responsabilidade de manter a inflação dentro do intervalo da meta estabelecida e a autonomia nas políticas adotadas para chegar a este objetivo.

No caso da meta de inflação não ser cumprida, ou seja, a inflação ficar fora da banda de variação, o presidente do Banco Central deverá enviar uma carta ao Ministro da Fazenda (Carta Aberta), com os motivos da meta não ter sido alcançada, quais seriam as medidas adotadas e o tempo necessário para a inflação voltar para a banda definida.

O principal instrumento de política monetária utilizado pelo Banco Central, para a obtenção da meta de inflação, é a taxa de juros de curto-prazo, ou melhor, a taxa do Sistema Especial de Liquidação e Custódia, que é a taxa de juros média incidente sobre os financiamentos diários, com prazo de um dia útil, portanto é a taxa de juros que equilibra o mercado de reservas bancárias. A definição desta taxa cabe ao Comitê de Política Monetária (COPOM) e ao Banco Central, através das operações de mercado aberto, para manter a taxa SELIC próxima à meta. As definições da taxa de juros são tomadas de acordo com a regra de Taylor, como destaca o Banco Central. Quando a inflação está acima da desejada, a taxa de juros deverá ser elevada para desaquecer a demanda. No caso da inflação estar abaixo da desejada, a taxa de juros deverá ser reduzida, aumentando a demanda.

A política de metas de inflação caracteriza-se por um reconhecimento pré-estabelecido, de longo prazo, com o principal objetivo de estabilizar os preços. A transparência da regra de longo prazo determina uma elevação na credibilidade da autoridade monetária, frente ao mercado - no caso das metas serem críveis. Como destaca Mishkin (2000), o regime de metas de inflação enaltece a característica de o país conseguir dar mais atenção às questões domésticas e garantir a transparência da política monetária adotada.

O conceito de transparência, antes referido, está de acordo com a autora Geraats (2002), que define a transparência associada às informações que os agentes realmente possuem, e não apenas a simples divulgação. Se houver necessidade de manipulação de dados para obter alguma informação, refletir-se-ia numa assimetria de informações.

Além disso, a autora supracitada faz uma diferenciação entre cinco aspectos de transparência, conforme a estrutura da política monetária, a seguir:

- (i) Transparência política - refere-se ao monitoramento público dos objetivos políticos (por exemplo, metas explícitas para inflação) e arranjos institucionais (tais como: independência do banco central, contratos entre a autoridade monetária e o governo, etc.) que dão clareza acerca das motivações do gestor da política monetária;
- (ii) Transparência econômica - associada à divulgação de informações econômicas utilizadas pelo banco central nas decisões de política monetária. São exemplos os dados econômicos, modelos políticos, e previsões da autoridade monetária;
- (iii) Transparência de procedimento - relacionada ao acesso do público às decisões de política monetária, que tipo de estratégia é adotada, e de quem é a responsabilidade (divulgação de atas, clareza sobre a votação do comitê responsável pelas decisões, etc.);
- (iv) Transparência de política - refere-se ao anúncio imediato das decisões políticas e suas explicações, além de indicação de ações políticas futuras;
- (v) Transparência operacional - refere-se à implementação da política monetária incluindo uma discussão sobre o controle de erros para o uso de instrumentos e os mecanismos de transmissão. (2002 apud MENDONÇA; INHUDES, 2010, p. 2)

Outros autores que fazem diferenciação entre tipos de transparência são Faust e Svensson (2001):

Fazem uma diferenciação entre três tipos de regimes: um primeiro de transparência mínima, no qual o objetivo com relação ao emprego e as intenções do banco central não são divulgados; um segundo com elevado grau de transparência, no qual as intenções do responsável pela política podem ser observadas pelo público, e este pode estimar as preferências da autoridade monetária; e um terceiro em que há transparência extrema, ou seja, tanto a meta para o emprego quanto as intenções do banco central podem ser diretamente observadas pela sociedade. (2001 apud MENDONÇA; INHUDES, 2010, p. 3)

Estes mesmos autores destacam que um maior grau de transparência sobre as preferências e intenções da política monetária, torna o seu grau de credibilidade elevado.

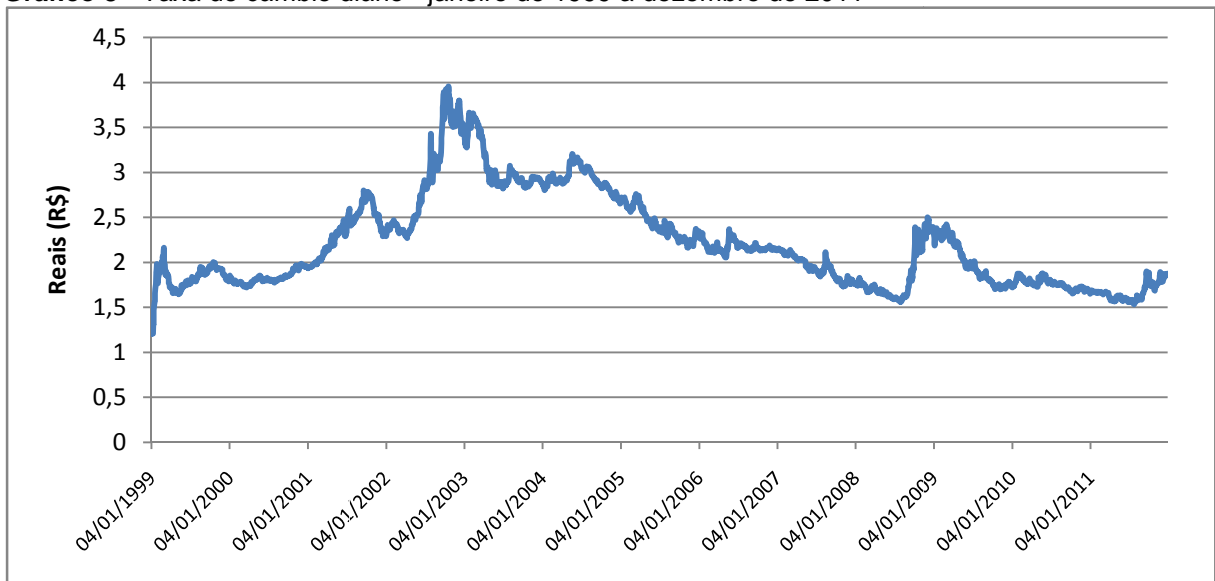
Em suma, a adoção do regime de metas de inflação demonstra a principal característica deste novo modelo macroeconômico que, a partir deste momento, tem como objetivo principal da política econômica brasileira a estabilidade dos preços, sem deixar de lado o crescimento econômico e o emprego, mas tornando como política primordial a estabilidade dos preços. Esse novo regime estabelece vantagens ao governo brasileiro como é destacado pelos autores:

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 de inflação funciona, portanto, como um balizador das expectativas de inflação dos agentes, conduzindo a taxa de inflação na direção da taxa natural (CURADO; OREIRO, 2005, p.3).

4.2 EVOLUÇÃO DOS PRINCIPAIS ÍNDICES MACROECONÔMICOS, APÓS O REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO

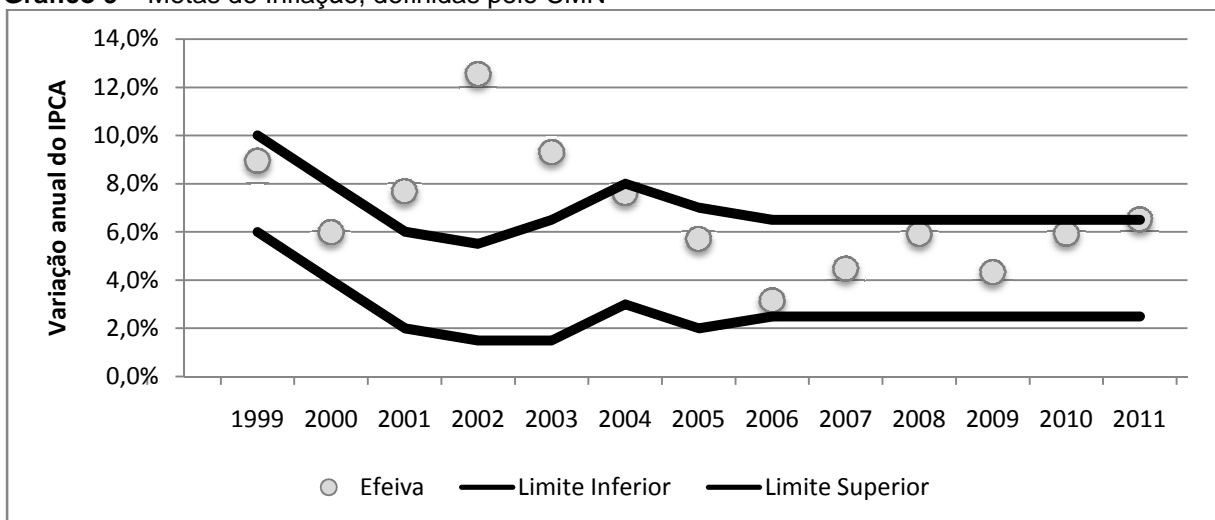
No período de transição dos regimes, o Brasil adotou uma medida recorrente no tempo da âncora cambial, a elevação da taxa de juros, como é destacado pelo COPOM, na ata de março de 1999, que elevou a taxa de juros para 45% a.a, porém com o compromisso de reduzi-la, caso ocorresse a estabilização no mercado de câmbio. Esta medida destacou a diferença da adoção da taxa de juros entre os dois regimes. Na primeira fase do Plano Real (período de junho 1994 a janeiro de 1999), a taxa de juros era a principal medida de atração de capitais para manter a taxa de câmbio dentro de sua banda, controlando a inflação. No período da adoção do regime de metas para a inflação, a taxa de juros seria a principal medida para conter a demanda interna.

A taxa de câmbio no novo regime se transformou em uma variável importante para a manutenção da inflação, mas não balizadora de preços como no regime anterior. A importância desta taxa pode ser observada pela determinação do Banco Central ao não adotar a livre flutuação do câmbio, mas sim, a adoção da flutuação suja, como foi destacado no tópico anterior.

Gráfico 8 - Taxa de câmbio diário - janeiro de 1999 a dezembro de 2011

Fonte: Elaboração própria, com base em dados do Banco Central (2012).

Em 1999, como já foi destacado na tabela 02 e está demonstrado no gráfico 08, houve a desvalorização da taxa de câmbio, de modo significativo, logo nos primeiros dias de flutuação. O ápice da desvalorização ocorreu no início de março, chegando ao valor de R\$2,16 por dólar. A atuação do Banco Central ao fechar o mês de março com a taxa SELIC, em 41,9% a.a, surtiu efeito, e o mercado se acalmou, fechando o ano com uma taxa de câmbio em R\$1,79 por dólar. Conforme o prometido, ocorreu a redução da taxa SELIC que passou para o valor de 19% a.a.

Gráfico 9 – Metas de Inflação, definidas pelo CMN

Fonte: Elaboração própria, com base em dados do Banco Central (2012).

No final do ano, o Banco Central conseguiu manter a taxa de inflação dentro de sua meta intervalar, de 6% a 10%. A inflação efetiva no ano ficou em 8,6%,

situando-se perto de seu núcleo de 8% - como demonstra o gráfico 09. Apesar da crise ocorrida no Brasil, no ano de 1999, o país estabilizou a inflação e conseguiu PIB positivo de 0,3%, contrariando o pessimismo de muitos analistas que, no início do ano, diziam que o país entraria em uma profunda recessão.

Tabela 4 – Taxa de Desemprego mensal de 1999

Data	Taxa de desemprego (%)
Jan/99	8,4400
Fev/99	8,4600
Mar/99	8,9200
Abr/99	8,7800
Mai/99	8,3700
Jun/99	8,4000
Jul/99	8,1200
Ago/99	8,3400
Set/99	7,9640
Out/99	8,1600
Nov/99	8,0060
Dez/99	7,1060

Fonte: Elaboração própria, com base em dados do IBGE (2012).

A taxa de desemprego, no ano de 1999, manteve-se sempre próxima a 8% (conforme tabela 04), com média de 8,25% das pessoas com idade acima de 15 anos, nas cidades metropolitanas.

No ano de 2000, o Brasil manteve a estabilidade nas taxas de inflação e de câmbio. A taxa de câmbio manteve-se, basicamente, todo o ano, no intervalo de R\$1,75 à R\$1,96 por dólar, uma variação de 8%. Enquanto a taxa do IPCA alcançou 5,97%, no acumulado do ano, praticamente, no centro da meta de 6%.

O cenário brasileiro apresentou uma melhora, no índice de desemprego, na taxa de juros e na produção. A taxa básica de juros apresentou redução, atingindo, ao final do ano, o valor de 15,8%. A taxa de desemprego, a partir de junho de 2000, apresentou uma queda (conforme tabela 05) e, no ano, uma média de 7,84%. O PIB finalizou o ano com alta de 4,3%.

Tabela 5 – Taxa de Desemprego mensal de 2000

Data	Taxa de desemprego (%)
Jan/00	8,3520
Fev/00	8,9040
Mar/00	9,0290
Abr/00	8,4620
Mai/00	8,4450
Jun/00	8,1230
Jul/00	7,8510
Ago/00	7,7700
Set/00	7,3330
Out/00	7,5000
Nov/00	6,7980
Dez/00	5,5770

Fonte: Elaboração própria, com base em dados do IBGE (2012).

Mesmo a economia brasileira apresentando resultados otimistas, o país enfrentou, nos três anos seguintes (2001, 2002 e 2003), um período instabilidade. Em 2001, diversos choques influenciaram o desempenho econômico brasileiro, como é referenciado a seguir:

As expectativas otimistas com relação ao desempenho da economia brasileira foram revertidas [...] por uma sucessão de choques adversos, os quais sejam: (i) a crise do setor energético; (ii) a maior volatilidade do preço do petróleo; (iii) aprofundamento da crise econômica na Argentina – que culminou com o fim do regime de conselho da moeda, no início de 2001; e (iv) a desaceleração da economia mundial – tendo em vista a estagnação econômica no Japão, o fraco desempenho dos países da área do euro e a retração econômica norte-americana, exacerbada pelos atentados terroristas do dia 11 de setembro do mesmo ano – e o conseqüente impacto depressivo no comércio internacional (MODENESI, 2005,p. 374).

Estes choques fizeram a economia brasileira, no ano de 2001, sofrer diversas características de instabilidade, visto que no primeiro momento, a taxa de câmbio mostrou-se instável e ao final do ano, a taxa chegou a R\$2,32 por dólar, mas, durante o ano, atingiu R\$2,78 por dólar, uma variação de 42%, comparando ao fechamento de 2000. A SELIC apresentou tendência de elevação, alcançando no final de 2001 a taxa de 19,1%. Apesar das medidas do Banco Central para conter a inflação, o objetivo não foi alcançado, ou seja, a inflação ficou acima da banda de 6%, em 1,67p.p.. Como o objetivo do regime de metas de inflação não foi atingido, o presidente do Banco Central - Armínio Fraga - encaminhou a Carta Aberta ao

Ministro da Fazenda – Pedro Malan, destacando os principais motivos para o descumprimento da meta de inflação:

A inflação encerrou o ano acima da meta estabelecida em razão dos choques externos e internos que atingiram a economia brasileira em 2001. No âmbito externo, a desaceleração da economia mundial, o contágio proveniente da crise argentina e os ataques terroristas nos Estados Unidos produziram forte pressão de depreciação do real em 2001. [...] No âmbito interno, o crescimento acentuado [...] principalmente das tarifas de energia elétrica [...] (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2002, p. 2).

Mesmo com a instabilidade nesse ano, o PIB brasileiro encerrou 2001, com crescimento de 1,3% e a taxa de desemprego continuou a sua tendência de queda dos anos anteriores (conforme tabela 06), chegando a uma média de 6,83%, ao ano.

Tabela 6 – Taxa de desemprego mensal de 2001

Data	Taxa de desemprego (%)
Jan/01	6,2800
Fev/01	6,4080
Mar/01	6,9480
Abr/01	7,0050
Mai/01	7,5520
Jun/01	6,9570
Jul/01	6,7360
Ago/01	6,8010
Set/01	6,7590
Out/01	7,1260
Nov/01	6,9930
Dez/01	6,4260

Fonte: Elaboração própria, com base em dados do IBGE (2012).

Não bastassem os choques que a economia brasileira enfrentava desde 2001, a eleição presidencial, em 2002, proporcionou mais instabilidade ao mercado, pois o candidato do Partido dos Trabalhadores (PT) - Luis Inácio Lula da Silva que, ao longo de sua carreira política apresentava concepções que “assustavam o mercado” - estava na liderança das pesquisas. Com a expectativa da eleição de Lula, o mercado retirava os recursos externos do país e os agentes nacionais compravam dólares, medidas estas que desvalorizavam a taxa de câmbio. No ano de 2002, a trajetória de desvalorização da moeda brasileira atingiu, em outubro, o auge de R\$ 3,95 por dólar.

Conforme Fligenspan (2011), após a vitória nas eleições, Lula demonstrou medidas para tranquilizar o mercado, como a Carta ao Povo Brasileiro, a formação de uma equipe econômica conservadora e a definição de um arrocho nas contas públicas.

As medidas surtiram efeito sobre as expectativas do mercado, mas não foram suficientes para a inflação alcançar o intervalo definido pelo CMN. A meta central definida pelo CMN, em 2000, para o ano de 2002 foi de 3,5%, mais a banda de 2p.p., porém a taxa de inflação acumulada no ano foi de 12,53%, aproximadamente, 7p.p. acima da banda superior. A taxa de câmbio concluiu o ano no patamar de R\$3,53 por dólar e a taxa SELIC foi elevada a 25%, pelo Banco Central.

Na Carta Aberta do, então, presidente do Banco Central – Henrique Meirelles- os principais motivos elencados para o não cumprimento da meta de inflação de 2002 foram:

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 [...] (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2003, p. 1).

Como nos anos anteriores, apesar da crise enfrentada pelo Brasil, o PIB teve um acréscimo de 2,7%. A taxa de desemprego, que apresentava trajetória decrescente, nos anos anteriores, teve um incremento de 15% na taxa média anual, comparada ao ano anterior.

Tabela 7 – Taxa de desemprego mensal de 2002

Data	Taxa de desemprego (%)
Jan/02	7,5110
Fev/02	7,7910
Mar/02	7,7590
Abr/02	8,2440
Mai/02	8,4700
Jun/02	8,2720
Jul/02	8,2130
Ago/02	8,0510
Set/02	8,2570
Out/02	8,0680
Nov/02	7,7670
Dez/02	6,1690

Fonte: Elaboração própria, com base em dados do IBGE (2012).

No ano de 2003, o Brasil ainda enfrentava a desconfiança internacional, principalmente pela transição da presidência do país. Apesar de, no ano de 2002, o CMN ter redefinido a meta de inflação para 4% e o intervalo de tolerância aumentar para 2,5p.p., o Banco Central não acreditava que esta meta seria cumprida, sugerindo, na Carta Aberta de 2003, o valor de 8% ao IPCA, mais a banda intervalar 2,5p.p.. A taxa de inflação, no ano de 2003, ficou dentro do limite previsto pelo Banco Central, 9,3%, porém o presidente do Banco Central teve que enviar a Carta Aberta, em 2004, explicando os motivos do não cumprimento da meta estabelecida pelo CMN, conforme está destacado:

A maior parcela da inflação de 2003 ocorreu nos primeiros meses do ano, refletindo os mesmos fatores que levaram à aceleração inflacionária do final do ano anterior. No primeiro trimestre, a inflação atingiu 5,1%, representando 55% da inflação total de 2003 [...] (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2004, p. 2).

De acordo com o Banco Central, os índices econômicos brasileiros demonstraram recuperação após a estabilização do mercado internacional com a posse do novo presidente. A taxa de câmbio, que chegou a R\$3,02 por dólar, em maio, apresentou tendência de valorização da moeda até o final do ano, com um aumento, aproximado de 5%. A taxa de juros também apresentou uma queda de seu índice, no mesmo intervalo de tempo, passando de 26%, em maio, para 16%, em dezembro. O PIB teve um pequeno crescimento de 1,1%, mostrando um dado constante no país, mesmo com crises. A taxa média de desemprego teve uma elevação para 12,3%, mas cabe ressaltar que naquele ano ocorreu a mudança na fórmula de apurar o índice, alterando a idade mínima de apuração de 15 anos, para 10 anos.

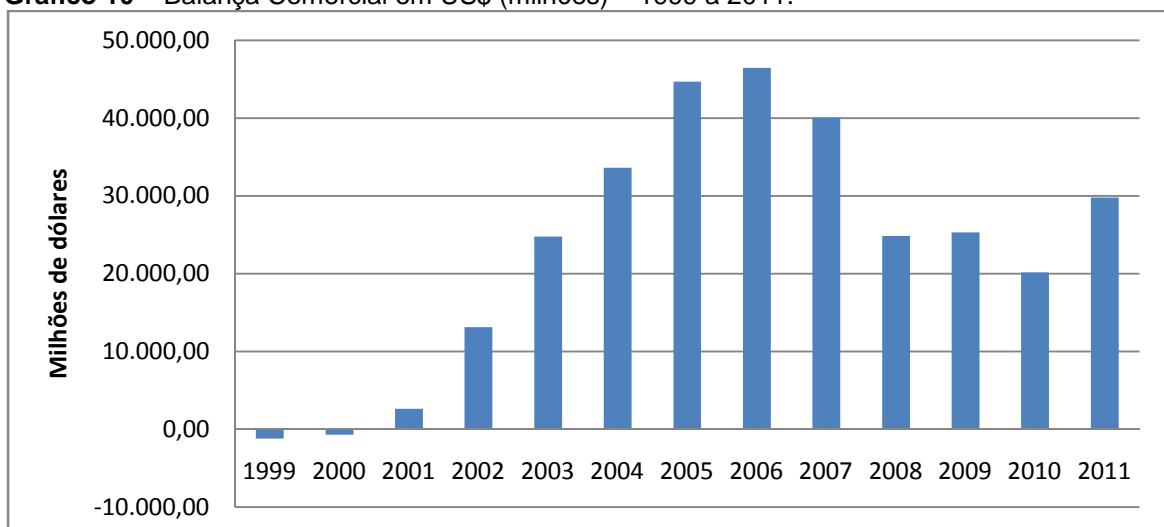
Tabela 8 – Taxa de desemprego mensal de 2003

Data	Taxa de desemprego (%)
Jan/03	11,2
Fev/03	11,6
Mar/03	12,1
Abr/03	12,4
Mai/03	12,8
Jun/03	13,0
Jul/03	12,8
Ago/03	13,0
Set/03	12,9
Out/03	12,9
Nov/03	12,2
Dez/03	10,9

Fonte: Elaboração própria, com base em dados do IBGE (2012).

Como destaca Fligenspan (2011), entre o período de 2004 a 2008, o Brasil vivenciou menos instabilidade nos seus indicadores econômicos, principalmente, pelos excelentes resultados externos e pelo desempenho do ambiente internacional favorável.

Os resultados externos positivos se refletiram nos constantes superávits, na balança comercial, apresentando, em 2004, um saldo positivo de US\$33,6 bilhões, no ano. Tal resultado mostrava um recorde histórico, que foi logo superado, nos anos de 2005 e 2006 (conforme gráfico 10).

Gráfico 10 – Balança Comercial em US\$ (milhões) – 1999 a 2011.

Fonte: Elaboração própria, com base em dados do Banco Central (2012).

Estes dados influenciaram a constante valorização do real frente ao dólar, no período de 2004 a 2008. A taxa de câmbio que chegou ao patamar de R\$3,20 por dólar, em maio de 2004, atingiu a cotação de R\$1,55 por dólar, em agosto de 2008, uma valorização aproximada de 52%.

O IPCA além de se manter, em todos os anos deste período, dentro das bandas de inflação apresentou uma tendência de queda, no período de 2004 até 2006. Estes anos (2004 a 2008) de estabilização nos preços proporcionaram às autoridades monetárias um cenário para a redução da taxa de juros. Em janeiro de 2006, a taxa SELIC estava em 18% e, após um período de redução constante, atingiu o patamar de 11,2%, em janeiro de 2008.

A taxa de desemprego, também demonstrou redução significativa no período, passando de 12,3%, em 2003, para 7,9%, em 2008, uma redução de, aproximadamente, 35% na taxa de desemprego.

O PIB no mesmo período demonstrou uma significativa melhora, frente aos demais anos, crescendo nos anos de 2004, 2005, 2006, 2007 e 2008, respectivamente, 5,7%, 3,2%, 4%, 6,1% e 5,1%. Este crescimento foi impulsionado, principalmente pelas medidas já destacadas: o momento externo positivo e a ampliação do emprego.

No entanto, o segundo semestre de 2008 e o ano de 2009 foram marcados pela crise que eclodiu, no cenário mundial, a partir de setembro de 2008. Essa crise, de acordo com o Banco Central, no Relatório de Inflação de dezembro de 2008, caracterizou-se por:

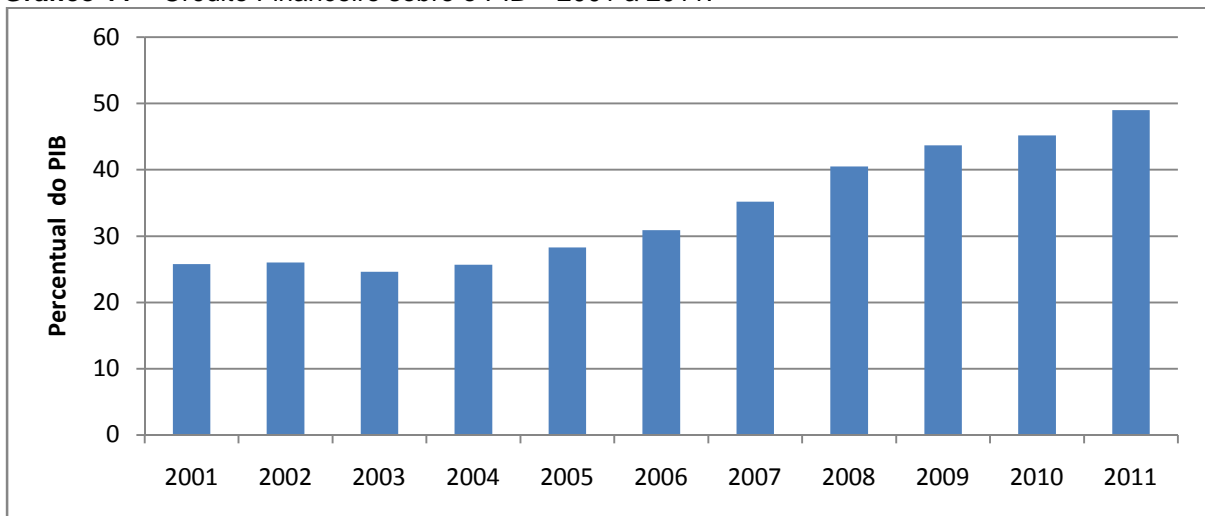
[...] excessiva alavancagem das instituições financeiras, utilização de instrumentos financeiros complexos e avaliação inadequada dos riscos inerentes às operações de crédito, criaram-se as condições para a eclosão da crise no mercado subprime, em agosto de 2007, e para sua disseminação, nos mercados financeiros internacionais e no nível da atividade das principais economias maduras e emergentes, a partir de setembro de 2008 (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2008, p. 72).

Apesar da crise de 2008-2009 ser de proporções semelhantes à crise de 1929, o Brasil não teve seus índices afetados de maneira tão drástica, como nos demais países. O PIB, em 2008, em meio à crise, foi positivo em 5,1%, enquanto, no ano de 2009, o PIB fechou o ano praticamente estável, com redução de 0,2%.

As medidas adotadas pelo Brasil para enfrentar a crise destacaram-se pelo aumento da liquidez fornecida ao mercado doméstico, devido à crise ter restringido o crédito externo. Apesar de, no segundo semestre de 2008, a taxa de juros

apresentar uma elevação, no ano de 2009 a redução foi acentuada, passando de 13,67%, no final de 2008, para 8,65%, no final de 2009. Outras medidas que podem ser destacadas são o aumento da porcentagem do crédito do sistema financeiro sobre o PIB, que mostra uma constante expansão desde 2003, e as regras que fizeram os bancos nacionais não serem tão influenciados, no decorrer da crise de 2009.

Gráfico 11 – Crédito Financeiro sobre o PIB – 2001 a 2011.



Fonte: Elaboração própria, com base em dados do Banco Central (2012).

Nos anos de 2010 e 2011, seguintes a crise de 2009, o Brasil recuperou-se de forma positiva. A taxa de crescimento do PIB foi, respectivamente, de 7,5% e 2,7%, graças ao mercado doméstico, que continuava a sua tendência de queda, na taxa de desemprego, chegando ao ano de 2011 a uma taxa média anual de 6%. A inflação apresentou ascensão de suas taxas, passando de 4,3%, em 2009, para 5,9%, em 2010, e atingindo, exatamente, a banda superior 6,5%, no ano de 2011. A SELIC que apresentava redução até o ano de 2009, com o cenário de inflação crescente, foi elevada, fechando o ano de 2011, em 10,9%.

4.3 COMPARAÇÃO ENTRE O REGIME DA ÂNCORA CAMBIAL E O REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO

Como já foi demonstrado no capítulo 1, o período anterior à adoção do regime de metas de inflação foi caracterizado pela estabilização da economia brasileira, com redução dos índices inflacionários de uma média anual de 294,10%, entre os anos de 1990 e 1994, para 9,71% no período de 1995 até 1998. Contudo, ao

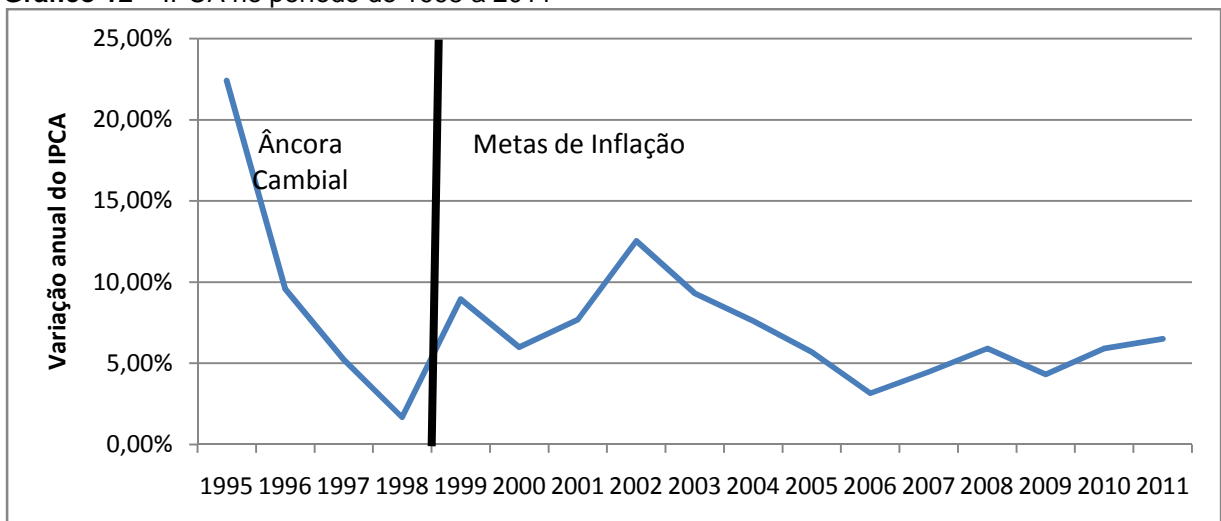
enfrentar as crises internacionais de 1997 e 1998, originou-se a crise da desvalorização da moeda brasileira, em 1999. Neste cenário, o Brasil enfrentou a desconfiança de que todo o esforço para conseguir estabilizar a economia iria por “água-a-baixo”, mesmo com as medidas restritivas adotadas até aquele momento, ou seja, o Brasil voltaria a enfrentar os mesmos problemas anteriores.

Como foram apresentadas, anteriormente, as evoluções dos índices macroeconômicos, no período do regime de metas de inflação, nesta secção será abordada uma comparação entre o regime de metas de inflação e o regime cambial nos indicadores macroeconômicos brasileiros – taxa de juros, desemprego, produção e a inflação. Cabe ressaltar que, nesta análise, não é atribuída à mudança de regime a causalidade exclusiva das alterações ocorridas nas variáveis, pois se sabe que medidas ou fatos externos à política monetária também são causas de mudanças, como por exemplo, as ações de política fiscal, os eventos econômicos internacionais ou então simplesmente as transformações das expectativas dos agentes (LEAL, 2011).

Nos dados abaixo, foram realizadas análises referente à volatilidade dos dois períodos e a evolução dos indicadores. É importante enfatizar que o período analisado para o regime da âncora cambial compreende os anos de 1995 até 1998, enquanto o período do regime de metas de inflação se estende do ano de 1999 até o ano de 2011.

4.3.1 Inflação Oficial (IPCA)

Gráfico 12 – IPCA no período de 1995 a 2011

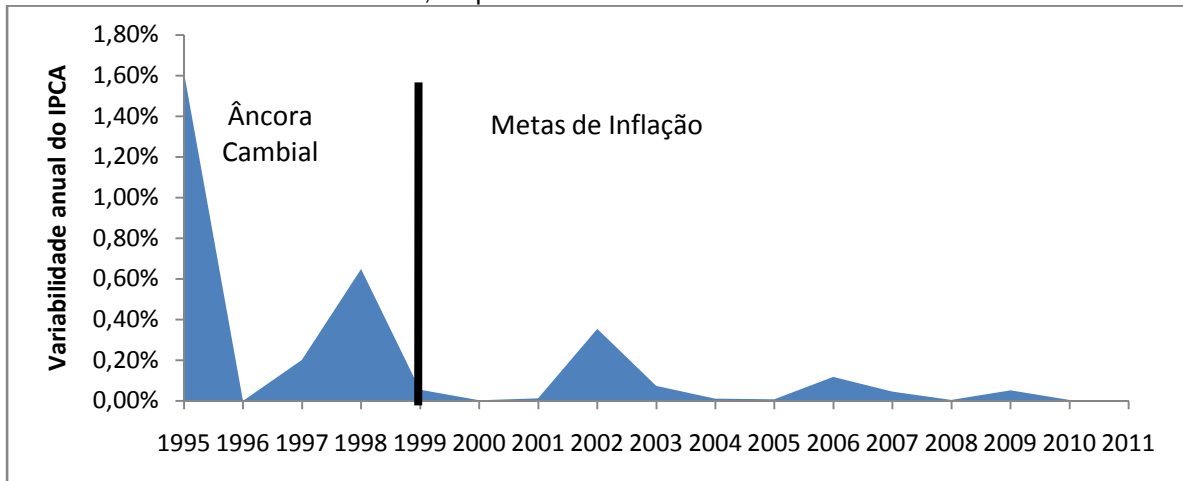


Fonte: Elaboração própria, com base em dados do IBGE (2012).

A inflação destacou-se, no período de 1995 a 1998, pela crescente e constante redução do IPCA, passando de uma taxa de 22,41%, em 1995, para 9,56%, em 1996, 5,22% ,em 1997, e atingindo o patamar mínimo de todo o período estudado (1995 a 2011), com 1,65%, em 1998.

No período posterior, de 1999 a 2011, com a adoção do regime de metas de inflação, o Brasil apresentou maior estabilidade na taxa de inflação frente ao período do regime da âncora cambial, como está demonstrado no gráfico 13. O período das metas de inflação, também, apresentou uma média menor de inflação de 6,58% a.a, em comparação aos 9,71% a.a do regime anterior.

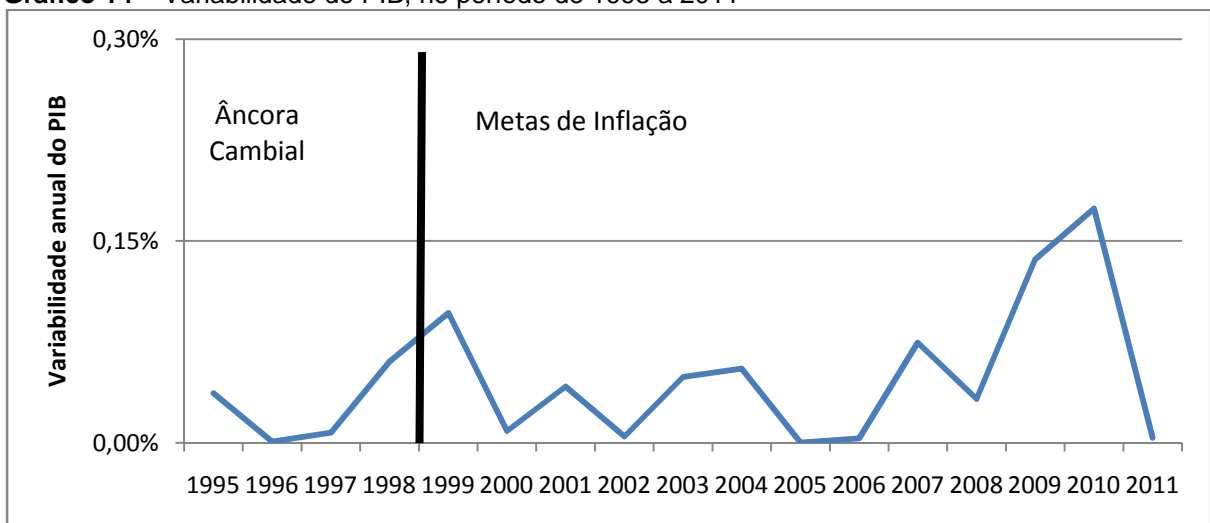
Gráfico 13 – Variabilidade do IPCA, no período de 1995 a 2011



Fonte: Elaboração própria, com base em dados do IBGE (2012).

4.3.2 PIB

Gráfico 14 – Variabilidade do PIB, no período de 1995 a 2011

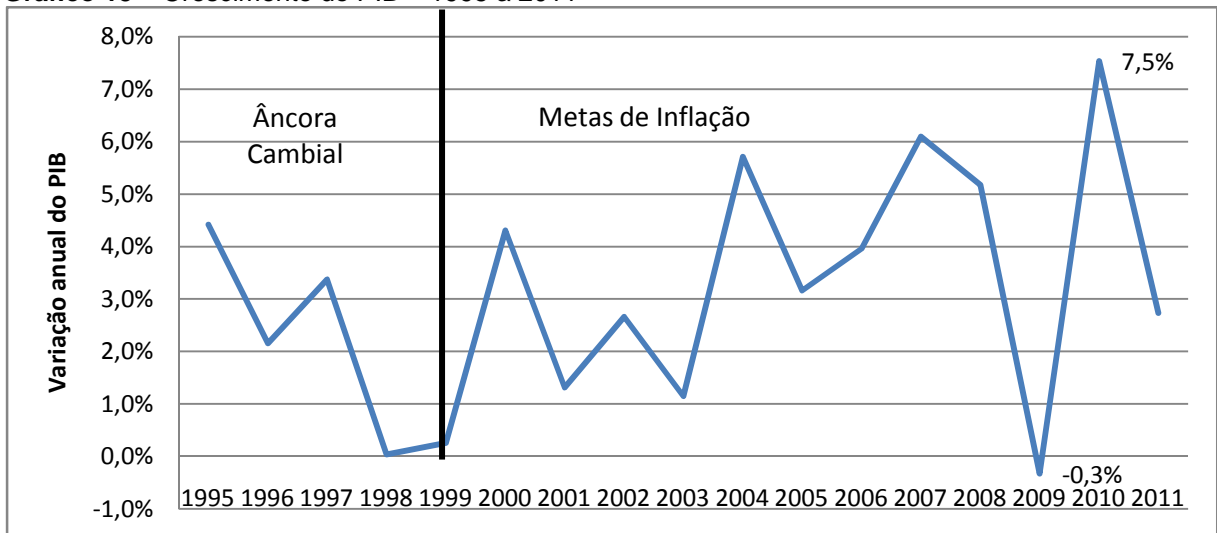


Fonte: Elaboração própria, com base em dados do IBGE (2012).

A produção brasileira destacou-se, no período de 1995 a 2011, por uma elevação constante da sua produção. Mesmo em períodos de crises, a economia brasileira sustentava-se com variações positivas de seu PIB; a única variação negativa ocorreu, em 2009, devido à crise internacional de 2008-2009.

Na comparação entre os dois períodos destaca-se a maior volatilidade no período de adoção do regime de metas de inflação, devido, principalmente, à recuperação que o Brasil teve frente à crise internacional, que aumentou a taxa de crescimento para 7,5%, no ano de 2010, e, conseqüentemente, a volatilidade, pois este valor supera, em demasia, a média do período, que é de 3,4%. A média do crescimento do PIB, também, foi maior no período de 1999 até 2011, apresentando uma diferença de, aproximadamente, 1p.p..

Gráfico 15 – Crescimento do PIB – 1995 a 2011



Fonte: Elaboração própria, com base em dados do IBGE (2012).

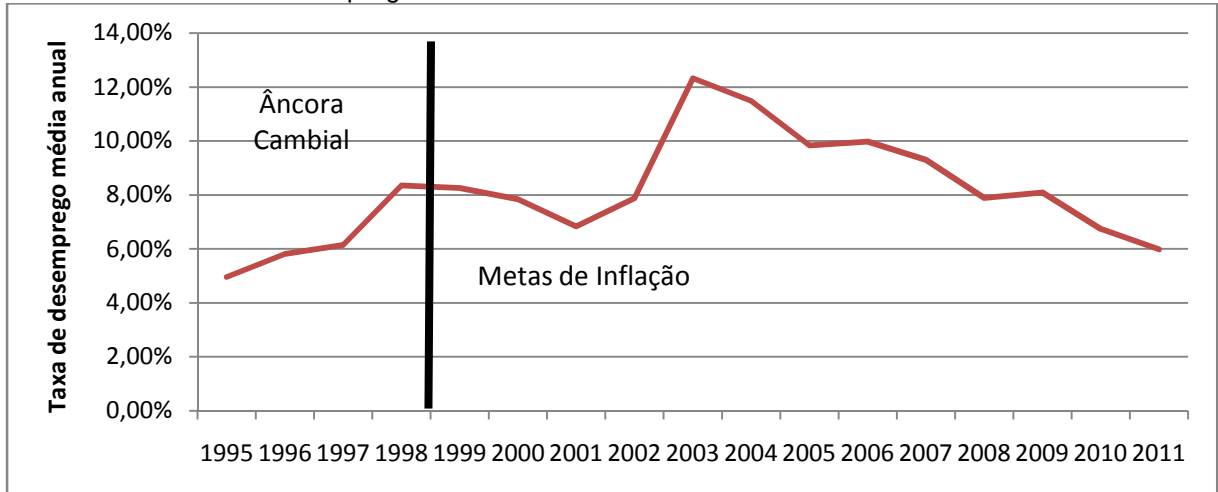
4.3.3 Taxa de Desemprego

Ao analisar a taxa de desemprego, no Brasil, nota-se a tendência de alta, no período de 1995 a 1998, tempo referente à adoção do regime da âncora cambial. A taxa de desemprego aumentou de 4,9%, em 1995, para 8,3% em 1998, uma variação positiva de 69,39%. No início do período do regime de metas de inflação, o índice passa de 8,26%, em 1999, para 6,83%, em 2001, e, no ano de 2002, com a crise que o país enfrentou, a taxa de desemprego elevou-se para 7,88%.

No ano de 2002, o índice de desemprego sofreu alteração ao modificar o limite de idade para os cidadãos integrarem a taxa de desemprego. Cabe ressaltar,

que não foi possível analisar a variabilidade entre os dois regimes, tendo em vista a modificação da fórmula de apuração da taxa de desemprego pelo IBGE. Esta mudança influenciou o aumento do índice de 7,88%, em 2002, para 12,32%, em 2003. Mas a tendência que se apresentava no início do regime de metas de inflação, voltou a ocorrer, com a redução deste índice, chegando a 6%, em 2011.

Gráfico 16 – Taxa de desemprego – 1995 a 2011.

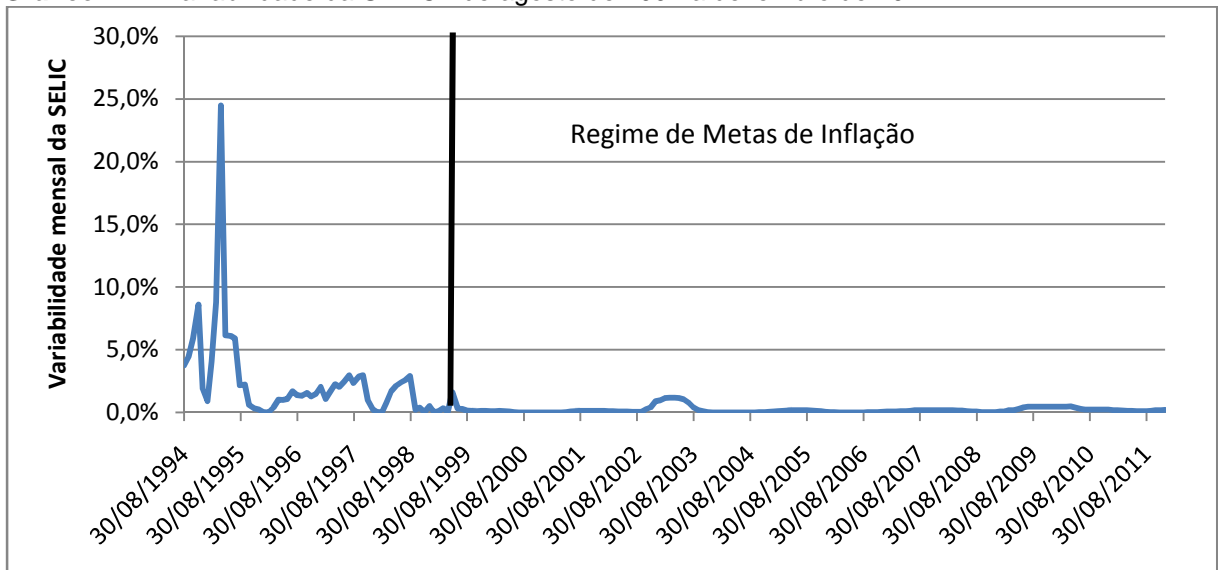


Fonte: Elaboração própria, com base em dados do IBGE (2012) e em Leal (2011).

4.3.4 Taxa de Juros

Para analisar a volatilidade da taxa de juros é importante enfatizar que, de modo diferente, das variáveis anteriores, a taxa de juros foi analisada mensalmente, e o período do regime de metas de inflação foi definido, a partir de junho de 1999.

Gráfico 17 – Variabilidade da SELIC - de agosto de 1994 a dezembro de 2011



Fonte: Elaboração própria, com base em dados do Banco Central (2012).

Pode-se observar, através do gráfico 17, a redução da variabilidade no período do regime de metas de inflação. A maior variabilidade ocorrida nos anos de 2002 a 2003 reflete a influência do processo das eleições presidenciais no país.

De acordo com Mendonça e Inhudes (2010), a redução da variabilidade da taxa de juros é um aspecto importante para o regime de metas de inflação, porque este resultado revela maior capacidade de planejamento do setor privado, em relação à tomada de decisões. Destaca-se que, uma possível consequência da combinação de uma menor taxa de juros e menor volatilidade possa estimular o setor privado a aumentar a taxa de investimento da economia.

5 CONCLUSÃO

Analisando os dados deste trabalho, pode-se inferir que a âncora cambial atingiu seu principal objetivo, que era a redução das taxas de inflação. No período de 1990 até 1994, a economia encontrava-se num cenário hiperinflacionário, a taxa de inflação média desses anos era de 294,10%. Após a adoção do Plano Real e da âncora cambial, a taxa de inflação, no período de 1995 a 1998, chegou ao final de 1998 a 1,68%. Porém, a política monetária, baseada na âncora cambial, foi utilizada de modo prolongado na economia brasileira. Destarte, o Brasil ao atravessar o período de turbulências, nos anos 90, devido às altas taxas de juros que o país era obrigado a praticar para manter os capitais especulativos no país, deteriorou os índices da balança comercial e da dívida interna do setor público. O governo brasileiro tentou manter esta âncora, pois a desvalorização da moeda assustava as autoridades monetárias, devido à volta da inflação. Portanto, a desvalorização da moeda foi uma política adotada muito mais pela força do mercado do que pela vontade do governo brasileiro.

O Brasil, após deixar a taxa de câmbio flutuar, em janeiro de 1999, adota de forma oficial o regime de metas de inflação, em junho do mesmo ano. Este regime tem sua fundamentação teórica na escola novo-clássica, que adota como suas principais concepções teóricas as expectativas racionais, a Curva de Oferta de Lucas e a independência do Banco Central. Esta última caracteriza-se por ser uma forma de acabar com a inconsistência temporal da política monetária e com o viés inflacionário, ocasionado pelas autoridades monetárias. É destacado através da concepção de Walsh (2005), que a independência do Banco Central deveria ser de forma instrumental, ou seja, o governo deveria definir uma meta para a inflação e o Banco Central deveria, de forma independente, seguir esta meta e, caso não a cumprisse, deveria sofrer punições. Portanto, o regime de metas de inflação é um regime híbrido, pois adota uma regra de longo prazo, mas com espaços para adotar políticas que adaptem a economia a eventuais choques.

Após adotar o regime de metas de inflação, o país enfrenta duas crises. A que abala o país durante o período de 2001 a 2003, devido principalmente a expectativa relacionada à posse do novo presidente do Brasil. E a crise do subprime, em 2008 e 2009, iniciando-se em setembro de 2008, nos EUA, e alastrando-se ao resto do

mundo. No transcorrer destas duas crises, o Brasil, apesar de sofrer instabilidade, consegue sustentar os seus índices econômicos.

Ao comparar o regime de metas de inflação com o regime da âncora cambial, pode-se constatar que houve uma melhora na evolução dos indicadores econômicos pós-regime de metas de inflação: taxa de desemprego, PIB, inflação e taxa de juros.

A taxa de desemprego, no regime da âncora cambial, apresentava uma tendência crescente, fechando 1998, com a taxa média anual de 8,3% - na metodologia antiga adotada pelo IBGE. No regime de metas de inflação, o período é caracterizado por uma tendência de queda, apesar do aumento, em 2002. Porém a partir de 2003, com a adoção de uma nova metodologia, o período mostra uma redução do índice, atingindo uma taxa média anual de desemprego de 6%, em 2011.

A inflação medida pelo indicador oficial do país, o IPCA, para as metas de inflação, demonstra uma redução, no período de 1995 a 1998, chegando a uma taxa média anual de 9,71% e, de 1999 a 2011, com o regime de metas de inflação, a média anual no período ficou em 6,58%, apesar do ano de 1998 mostrar o menor índice de inflação do Plano Real, com o valor de 1,65%. Outro dado importante em relação à inflação é a redução da variabilidade, no período do regime de metas de inflação, que apresentou o desvio padrão do período de 1995 a 1998 de 0,09, enquanto o desvio padrão, no período de 1999 a 2011, foi de 0,02. Este dado demonstra que a inflação, no período do regime de metas de inflação foi mais estável. Com a redução da inflação no período, outra medida que merece ser destacada, é a redução da variabilidade da taxa de juros que, no período de 1995 até 1998, encontrava-se com uma alta variabilidade, com desvio-padrão de 0,36 e, nos anos posteriores ao regime de metas de inflação, reduziu esta variabilidade, com desvio padrão de 0,16.

O PIB, nos anos do regime cambial, apresentou uma média de crescimento de 2,5%, enquanto, no período de 1999 a 2011, o aumento na média foi de 1p.p., em relação ao regime anterior. No regime de metas de inflação, a variabilidade da produção manteve-se praticamente a mesma, o aumento da variabilidade só é significativo se as casas decimais do desvio padrão forem maiores do que duas. No período de 1995 a 1998, o desvio padrão ficou em 0,019, enquanto no período do regime de metas de inflação, o desvio padrão foi de 0,024.

Por conseguinte, o regime de metas de inflação teve sucesso no seu principal objetivo – estabilizar a inflação - e reduzi-la na média. Alcançado o principal objetivo

do regime, o período foi marcado pelo sucesso na redução da taxa de desemprego e no crescimento médio do PIB.

REFERÊNCIAS

AVERBUG, André; GIAMBIAGI, Fábio. **A crise brasileira de 1998/1999** – origens e conseqüências. Texto para Discussão n. 77. Rio de Janeiro: BNDS, 2000.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. 33ª Reunião. **Ata do COPOM**, Brasília, 1999. Não paginado. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?COPOM33>>. Acesso em: nov.2012.

_____. **Circular nº 3.297, de 31 de outubro de 2005**. Divulga novo regulamento do Comitê de Política Monetária (Copom). Não paginado. Disponível em: <<https://www3.bcb.gov.br/normativodetalharNormativo.do?method=detalharNormativo&N=105290141>>. Acesso em: nov.2012.

_____. Relatório 1999. **Boletim do Banco Central do Brasil**, Brasília, v. 35, p. 1-250, 1999.

_____. **Relatório Anual**. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?BOLETIM1999>>. Acesso em: out.2012.

_____. **Relatório de Inflação**, Brasília, v. 1, n. 3, p. 1-137, dez. 1999. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/default.asp?id=relinf&ano=1999>>. Acesso em: nov.2012.

_____. **Relatório de Inflação**, Brasília, v. 1, n. 1, p. 1-97, jun. 1999. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/default.asp?id=relinf&ano=1999>>. Acesso em: nov.2012.
116

_____. **Relatório de Inflação**, Brasília, v. 9, n. 3, p. 1-165, set. 2007. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/port/2007/09/ri200709P.pdf>>. Acesso em: out. 2012.

_____. **Relatório de Inflação**, Brasília, v. 10, n. 1, p. 1-171, mar. 2008. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/port/2008/03/ri200803P.pdf>>. Acesso em: out. 2012.

_____. **Relatório de Inflação**, Brasília, v. 12, n. 1, p. 1-157, mar. 2010. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/port/2010/03/ri201003P.pdf>>. Acesso em: out. 2012.

_____. **Sistema Gerenciador de Séries Temporais**, 2012. Disponível em: <<https://www3.bcb.gov.br/sgspub/localizarseries/localizarSeries.do?method=prepararTelaLocalizarSeries>> Acesso em: 17 nov.2012

BRASIL. **Decreto nº 3.088, de 21 de junho de 1999**. Estabelece a sistemática de “metas para a inflação” como diretriz para fixação do regime de política monetária e dá outras providências. Não paginado. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Decreto/D3088.htm>. Acesso em: out. 2012.

CAGAN, Phillip David. **The Monetary Dynamics of Hyperinflation**. In Friedman, M. (ed.) *Studies in the Quantity Theory of Money*. Chicago: The University of Chicago Press, 1956. Disponível em: < <http://ideas.repec.org/a/ier/iecrev/v21y1980i3p577-82.html> >. Acesso em: nov.2012.

CARVALHO, Fernando J. C. de et al. **Economia Monetária e Financeira**. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

CURADO, Marcelo Luis; OREIRO, José Luis. **Meta de Inflação**: uma avaliação do caso brasileiro. Disponível em: <http://www.economiaetecnologia.ufpr.br/textos_discussao/html/texto_para_discussao_ano_2005_texto_14.html >. Acesso em: nov.2012.

FERREIRA, A. B. **Metas para inflação e vulnerabilidade externa**: um estudo do Brasil. Dissertação de Mestrado em Economia - Centro de Desenvolvimento e Planejamento Regional. Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2004.

FLIGENSPAN, Flávio Benevett. Uma visão global da economia brasileira durante a vigência do Plano Real: avanços, impasses e um cenário de crescimento com exclusão. **Indicadores Econômicos FEE**, Porto Alegre: v. 26, n. 1, 1998.

_____. **Plano Real**: da estabilidade à necessidade de crescer. Porto Alegre, UFRGS, 2011.

FRIEDMAN, Milton. The Role of Monetary Policy. **The American Economic Review**, [S.l.], v. 58, n. 1, p. 1-17, Mar. 1968. Disponível em: <http://www.ucema.edu.ar/~dg02/Macroeconomia_II/Notas_de_Clase_y_Papers/friedman.pdf>. Acesso em: nov. 2012.

FUNDAÇÃO DO DESENVOLVIMENTO ADMINISTRATIVO (FUNDAP). **Política monetária e medidas de inflação**: a experiência internacional e o Brasil. 2008. Disponível em: <http://www.fundap.sp.gov.br/debatesfundap/pdf/conjuntura/politica_monetaria_e_medida_de_inflacao.pdf>. Acesso em: nov.2012.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA (IBGE). **Sistema Nacional de Índices de Preços ao Consumidor**: séries históricas, 2012. Disponível em: <<http://www.ibge.gov.br>>, Acesso em: nov.2012.

INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA (IPEA). **Base de dados Macroeconômicos**, 2012. Disponível em: < <http://www.ipeadata.gov.br> >. Acesso em: nov.2012.

LEAL, Ricardo Aguirre. **Metas de Inflação no Brasil**: Análise e Avaliação da Política Monetária. Trabalho de conclusão de curso, Universidade Federal do Rio Grande - FURG, 2011.

LOPES, João do Carmo; ROSSETTI, José Paschoal. **Economia Monetária**: Novo texto, reestruturado e atualizado, São Paulo: Atlas, 2005

MEIRELLES, Henrique de Campos. **Carta Aberta**, 19 de fevereiro de 2004, para o Ministro da Fazenda, Antônio Palocci Filho enviada pelo Presidente do Banco Central. Disponível em: < <http://www.bcb.gov.br> >. Acesso em: out. 2012.

_____. **Carta Aberta**, 21 de janeiro de 2003, para o Ministro da Fazenda, Antônio Palocci Filho enviada pelo Presidente do Banco Central. Disponível em: < <http://www.bcb.gov.br> >. Acesso em: out. 2012.

MENDONÇA, Helder Ferreira de; INHUEDS, Adriana. Transparência do Banco Central: uma análise para o caso brasileiro. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 30, n. 1, p. 159-177, 2010.

MISHKIN, Frederic S. International experiences with different monetary policy regimes. **NBER Working Paper Series**, Cambridge, n. 6965, 46 p., Feb. 1999. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w6965>>. Acesso em: nov.2012.

_____. S. Inflation targeting in emerging-market countries. **The American Economic Review**, v. 90, n. 2, p. 105-109, 2000. Disponível em: < http://198.62.77.13/library/repository/subject_guide_macro_11.pdf >. Acesso em: nov. 2012.

MODENESI, André M. **Regimes Monetários: teoria e a experiência do real**. Barueri: Manole, 2005.

NETO, Armínio Fraga. **Carta Aberta**, 16 janeiro de 2002, para o Ministro da Fazenda Pedro Sampaio Malan enviada pelo Presidente do Banco Central do Brasil. Disponível em: < <http://www.bcb.gov.br> >. Acesso em: nov. 2012.

SICSÚ, João. Uma crítica à tese da independência do Banco Central. **Nova Economia**, Belo Horizonte, v. 6, n. 2, p. 133-142, 1996. Disponível em: <http://www.ie.ufrj.br/moeda/pdfs/uma_critica_a_tese_da_independencia_do_banco_central.pdf>. Acesso em: out. 2012.

_____. Teoria e Evidências do Regime de Metas Inflacionárias. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 22, n. 1, p. 23-33, jan./mar. 2002. Disponível em: <<http://www.rep.org.br/pdf/85-2.pdf>>. Acesso em: nov. 2012.

_____. Expectativas inflacionárias no regime de metas de inflação: uma análise preliminar do caso brasileiro. **Economia Aplicada**, São Paulo, v. 6, n. 4, p. 703-711, 2002. Disponível em: <http://www.ie.ufrj.br/moeda/pdfs/expectativas_inflacionarias_no_regime.pdf >. Acesso em: nov.12.

TONETO JUNIOR, Rudinei; BIONDI, Roberta Loboda. O desempenho dos países que adotaram o regime de metas inflacionárias: uma análise comparativa. **Cadernos PROLAM/USP**, São Paulo, v.2, n.4, p.7-31, 2005.