

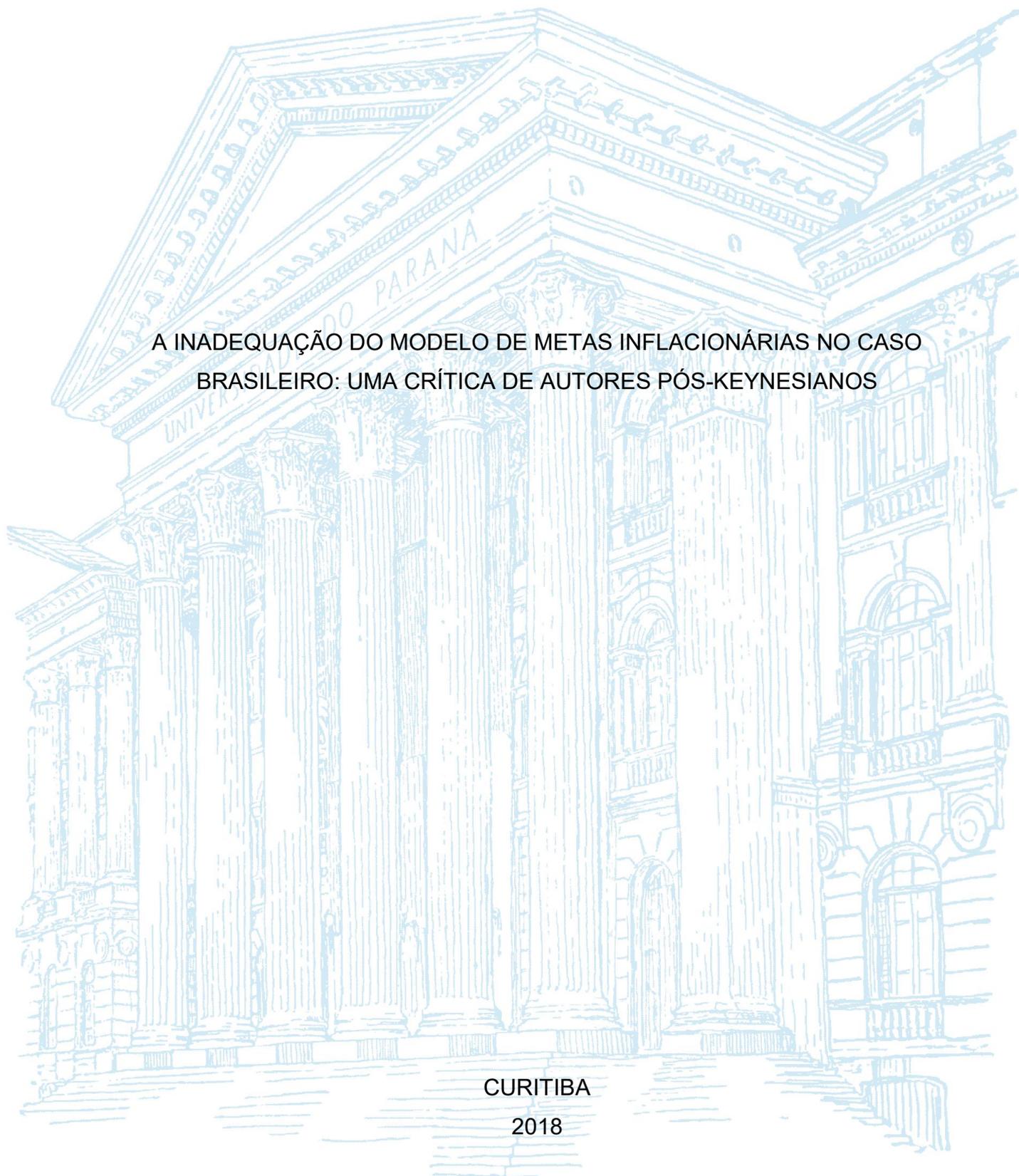
UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ

ALEC DOUGLAS MOISÉS

A INADEQUAÇÃO DO MODELO DE METAS INFLACIONÁRIAS NO CASO
BRASILEIRO: UMA CRÍTICA DE AUTORES PÓS-KEYNESIANOS

CURITIBA

2018



ALEC DOUGLAS MOISÉS

A INADEQUAÇÃO DO MODELO DE METAS INFLACIONÁRIAS NO CASO
BRASILEIRO: UMA CRÍTICA DE AUTORES PÓS-KEYNESIANOS

Monografia apresentada ao curso de Ciências Econômicas, Setor de Sociais Aplicadas, Universidade Federal do Paraná, como requisito parcial à obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas.

Orientador: Prof. Dr. José Guilherme da Silva Vieira

CURITIBA

2018

A ficha catalográfica é obrigatória para as teses (doutorado e livre docência) e as dissertações (mestrado) defendidas na UFPR, sendo oferecida gratuitamente nas bibliotecas do SiBi/UFPR.

Em obras impressas, a ficha catalográfica deve constar no verso da folha de rosto. Em obras digitais, a ficha deve constar na página após a página de rosto.

Entre em contato com a biblioteca do seu curso para solicitar a ficha catalográfica para sua tese ou dissertação: <http://www.portal.ufpr.br/contato.html>

Caso o autor tenha interesse em divulgar os dados científicos utilizados para a elaboração da sua Dissertação ou Tese, deve acessar a Base de Dados Científicos da Universidade Federal do Paraná (BDC/UFPR), e solicitar a inclusão do endereço (DOI) na Ficha Catalográfica do seu trabalho.

A presença da ficha catalográfica não significa que o trabalho está normalizado. Os bibliotecários que elaboram as fichas catalográficas não são responsáveis por verificar a normalização da tese/dissertação, uma vez que a normalização é de responsabilidade do autor do trabalho. As bibliotecas do SiBi/UFPR oferecem orientação sobre a normalização de trabalhos. Se necessário, consulte a biblioteca do seu curso para obter informações sobre essa orientação.

Em cumprimento à Resolução n. 184, de 29 de setembro de 2017, do Conselho Federal de Biblioteconomia (CFB), a ficha catalográfica deve estar acompanhada do nome e do número de registro profissional do bibliotecário que a elaborou. Portanto, **solicitamos que as informações da ficha não sejam alteradas, inclusive as palavras-chave, que estão padronizados no Sistema de Bibliotecas da UFPR.** Se necessitar de qualquer alteração na ficha, por favor, solicite-a ao bibliotecário.

Outras informações: http://www.portal.ufpr.br/ficha_catalog.html

Mantenha essa página em branco para inclusão da ficha catalográfica após a conclusão do trabalho.

TERMO DE APROVAÇÃO

ALEC DOUGLAS MOISÉS

A INADEQUAÇÃO DO MODELO DE METAS INFLACIONÁRIAS NO CASO BRASILEIRO: UMA CRÍTICA DE AUTORES PÓS-KEYNESIANOS

Monografia apresentada ao curso de Ciências Econômicas, Setor de Sociais Aplicadas, Universidade Federal do Paraná, como requisito parcial à obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas.

Prof. Dr. José Guilherme da Silva Vieira
Orientador - Departamento de Economia, UFPR

Prof. Msc. Adilson Antônio Volpi
Departamento de Economia, UFPR

Prof. Dr. Demian Castro
Departamento de Economia, UFPR

Curitiba, 02 de Julho de 2018.

Aos meus familiares, que continuam me apoiando de forma contínua e ininterrupta.

AGRADECIMENTOS

A meus pais por terem me dado mais suporte e oportunidades do que jamais poderia pedir.

Ao meu irmão, por ser meu melhor amigo e maior modelo desde sempre.

Aos meus amigos, que estando perto ou longe, continuaram me apoiando e fizeram com que os anos de faculdade passassem muito rápido.

Ao amigo João Pedro Paixão, que muito contribuiu na idealização deste trabalho.

A todos os professores, que com muitas dificuldades, conseguiram me manter no rumo dos estudos.

Ao meu orientador, que contribuiu em todas as etapas deste trabalho e me estimulou a trabalhar duro.

“Quick, your time is almost up
Make all forget that they’re the moth
Edging in towards the flame
Burn into obscurity”
(INCUBUS, Talk Shows On Mute)

RESUMO

Após quase 20 anos desde a adoção do Regime de Metas de Inflação (RMI), o Brasil parece se ver distante das hiperinflações vistas durante as décadas de 70 a 90. O mesmo êxito não foi atingido no campo do crescimento econômico. Tendo isso em vista, autores pós-keynesianos teceram críticas a forma com que fora conduzido e, também, quanto a capacidade do regime de produzir melhores resultados, principalmente no que cerne a estabilidade macroeconômica. A partir da Teoria Geral de Keynes, os pós-keynesianos enxergam na não-neutralidade da moeda, o argumento de força da política monetária. Contudo, também enxergam nas concepções do regime de metas, excessivo uso da taxa de juros como forma de controlar a inflação. Se usada em níveis acima do natural, o juros causa efeitos sobre diversos agregados macroeconômicos produzindo, de tal maneira, instabilidades econômicas. A partir da leitura de autores pós-keynesianos, os efeitos nocivos da má condução de política econômica foram situados para o debate nos primeiros anos do RMI. O estudo do debate anterior, é fundamental para reativar e atualizar o mesmo quanto a conjuntura recente da economia brasileira para, então, verificar a inadequação do regime ao caso brasileiro.

Palavras-chave: Regime de Metas. Inflação. Pós-Keynesiano. Brasil. Estabilidade Macroeconômica.

ABSTRACT

After almost 20 years since the introduction of Inflation Targeting (IT), Brazil seems to have drifted away from the hyperinflations seen throughout the last decades. The same success was not achieved regarding economic growth. Post-Keynesian authors have criticized the conduction and the capability of producing better results, especially concerning macroeconomic stability. Following Keynes's General Theory, Post-Keynesian authors find in the non-neutrality of money, the power of the monetary economic policy. However, they also find in the conception of IT, excessive use of interest rates to control inflation. If used in higher levels than natural, the interest rates generate effects over numerous macroeconomic aggregates producing economic instabilities. The reading of Post-Keynesian authors indicates harmful effects of bad policy administration that were employed on the early IT debate. The study of early debates is fundamental to reactivate and to reinvigorate that debate, now concerning the most recent conjuncture of Brazilian economy to confirm the inadequacy of IT in Brazil.

Keywords: Targeting Regime. Inflation. Post-Keynesian. Brazil. Macroeconomic Stability.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Equações do Modelo de Previsão.....	36
Figura 2 – Metas para inflação	39
Figura 3 – Crescimento do Produto Real	41
Figura 4 - Evolução da relação "Preços Monitorados / Preços Livres": 1992 a 2005	46
Figura 5 - Necessidade de Financiamento do Setor Público (NFSP) Primário, Nominal e Gastos com Pagamento de Juros (% do PIB) – Janeiro 1999 a Janeiro 2005	47
Figura 6 - IPCA Cheio x Núcleo	58

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Índice de Preços ao Consumidor de países do RMI (1990-2017)	29
Gráfico 2 - Índice de Preços ao Consumidor de países do RMI (1986-1998)	30
Gráfico 3 - Índice de Preços ao Consumidor de países fora do RMI (1990-2017)	31
Gráfico 4 - Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (1995-2017)	52
Gráfico 5 - IPCA x Metas (1999-2017)	53
Gráfico 6 - Crescimento do PIB brasileiro (1999-2017).....	54
Gráfico 7 - Comparação do Crescimento do PIB (1999-2017).....	55
Gráfico 8 - Evolução da Taxa Meta Selic (1999-2017).....	56
Gráfico 9 - Dívida Pública Bruta e Líquida (2006-2017)	57

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Países membros do Regime de Metas.....	28
Tabela 2 – Histórico da Inflação e Metas no Brasil	34

LISTA DE ABREVIATURAS OU SIGLAS

BACEN	- Banco Central
BCB	- Banco Central do Brasil
COPOM	- Comitê de Política Monetária
CMN	- Conselho Monetário Nacional
FMI	- Fundo Monetário Internacional
IMF	- International Monetary Fund
IPCA	- Índice de Preços ao Consumidor Amplo
NCM	- Novo Consenso Macroeconômico
RMI	- Regime de Metas de Inflação

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	15
2 A EVOLUÇÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA: DOS KEYNESIANOS PARA O NOVO CONSENSO MACROECONÔMICO	16
2.1 A VISÃO HICKSIANA.....	16
2.2 PHILLIPS E OS MONETARISTAS.....	17
2.3 MUTH, LUCAS E OS NOVOS CLÁSSICOS	18
2.4 NOVOS-KEYNESIANOS E OS PÓS-KEYNESIANOS.....	19
2.5 NOVO CONSENSO MACROECONÔMICO.....	21
3 REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO: CONCEPÇÃO E OBJETIVOS	24
3.1 AS METAS NO MUNDO: O QUE DIZ A LITERATURA.....	27
3.2 O CASO BRASILEIRO: INSTITUIÇÃO E HISTÓRICO	32
4 A POSIÇÃO PÓS-KEYNESIANA PARA O CASO BRASILEIRO	35
4.1 O MODELO DE PREVISÃO DO BANCO CENTRAL DO BRASIL	35
4.2 A ESTABILIDADE MACROECONÔMICA	38
4.3 TAXAS DE JUROS, CÂMBIO, PREÇOS LIVRE E ADMINISTRADOS	42
4.4 EFEITOS SOBRE A DÍVIDA PÚBLICA	47
4.5 ESTRUTURA DE GOVERNANÇA DO BCB	48
5 COMPARAÇÃO COM A CONJUNTURA RECENTE – 2005 A 2017	52
6 CONSIDERAÇÕES FINAIS	61
REFERÊNCIAS.....	62
ANEXO 1 – HISTÓRICO DAS TAXAS DE JUROS.....	65

1 INTRODUÇÃO

A evolução da macroeconomia estabeleceu regimes monetários pautados em âncoras nominais como formas de atingir a estabilidade de preços e, principalmente, estabilidade macroeconômica.

O Regime de Metas de Inflação é um dos modelos que se originou dessa evolução. Prestes a completar 20 anos desde sua introdução no Brasil, o modelo já proporciona resultados passíveis de elogios e críticas. Apesar do país não ter reencontrado taxas de inflação tão elevadas quanto outrora, também não foi encontrado a estabilidade macroeconômica.

São, principalmente, os pós-keynesianos que criticam a incapacidade de atingir o crescimento econômico, objetivo fundamental de toda e qualquer política econômica. Para tanto, elencam motivos pelos quais o sistema de Metas tem sido inadequado, sobretudo ao caso brasileiro.

No capítulo 2 veremos, em linhas gerais, a evolução da macroeconomia desde as origens da Teoria Geral de Keynes até a formação do Novo Consenso Macroeconômico para possa ser compreendida a concepção das Metas de Inflação e da crítica keynesiana. Na seção seguinte, será apresentada a teoria do Regime de Metas e como se inseriram no mundo e no Brasil.

O capítulo 4 traz as opiniões de autores pós-keynesianos sobre os fatores que impediram a economia brasileira de atingir crescimento econômico e estabilidade dos preços simultaneamente. Além das opiniões críticas, também serão mencionadas as propostas de intervenção na estrutura institucional e de condução da política monetária sob o arcabouço das metas.

Por fim, o capítulo 5 tentará atualizar as críticas desses autores com base em conjunturas e dados recentes, a fim de avaliar se o debate ocorrido nos primeiros anos do regime conseguiu promover mudanças na condução da política e, no mais, se deveria ser retomado nos dias de hoje.

2 A EVOLUÇÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA: DOS KEYNESIANOS PARA O NOVO CONSENSO MACROECONÔMICO

O desenvolvimento da macroeconomia moderna passa pela formalização da Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda de John M. Keynes. Sua análise relativa ao estudo do desemprego crônico e da demanda efetiva durante a Grande Depressão, contestou o então paradigma da Teoria Clássica e acabou por culminar na revolução keynesiana. A assimilação das ideias propostas por Keynes, incorreu na formação de diferentes concepções teóricas, sejam elas favoráveis ou críticas à Teoria Geral.

A fim de compreender o processo de idealização do Regime de Metas de Inflação no “Novo Consenso Macroeconômico”, deve-se primeiro referenciar as principais concepções teóricas oriundas da revolução keynesiana. Para tanto, serão apresentados, resumidamente, os argumentos keynesianos, monetaristas, novos-clássicos e novos-keynesianos e, por fim, pós keynesianos. Uma vez apresentados, os paradigmas e o reconhecimento das economias modernas essencialmente monetárias facilitam a compreensão dos elementos que culminaram no Novo Consenso Macroeconômico e no Regime de Metas de Inflação.

Dentro do arcabouço da literatura keynesiana, a primeira vertente a se destacar foi a formalização idealizada por John Hicks, nomeada de Modelo Keynesiano Generalizado ou Modelo IS-LM. Hicks, ao comparar a teoria clássica com as proposições de Keynes, declara que o desemprego involuntário keynesiano se trata de caso particular da teoria clássica, em razão exclusiva da armadilha de liquidez. Já os modelos de desequilíbrio focam suas atenções na questão da demanda efetiva de Keynes e na dinâmica de equilíbrios parciais de curto e geral de longo prazo.

2.1 A VISÃO HICKSIANA

Ao comparar a teoria clássica com a keynesiana, Hicks estabelece as curvas LM, representante do mercado monetário, e IS, representante do mercado de bens e serviços. Juntas, as curvas estabelecem o equilíbrio e as combinações de níveis de taxa de juros e renda. Enquanto Keynes explicava a demanda por moeda como condição de preferência de liquidez, a teoria clássica a explicava através da teoria

quantitativa da moeda. Na situação de armadilha de liquidez, a teoria keynesiana se encontra com a clássica ao indicar que somente o nível de renda promove alterações na demanda por moeda.

Por fim, a análise hicksiana conclui que o desemprego involuntário de Keynes é reflexo da incapacidade da política monetária em afetar o nível de juros e renda. Aponta-se então, sob o aspecto da escola neoclássica, que a contribuição da teoria keynesiana é meramente uma solução para crises através de políticas de gastos fiscais.

Deve-se ressaltar, no entanto, que a leitura de Hicks, expressa no modelo IS-LM, ignora questões como o papel da incerteza e das expectativas dos agentes, sendo, desse modo, não fiel ao texto original. Não obstante, o Modelo Keynesiano Generalizado assume que a determinação de preços é uma variável exógena. Tais considerações fizeram com que o modelo IS-LM fosse considerado “incompleto” e passível de fortes críticas desde o início da década de 50.

2.2 PHILLIPS E OS MONETARISTAS

Interessado em identificar e explicar as relações entre a inflação salarial e o desemprego observados no Reino Unido de 1861 a 1957, Phillips publicou, em 1958, um estudo chamado “*The Relation between Unemployment and the Rate of Change of Money Wage Rates in the United Kingdom*”. Nesse estudo, Phillips avistou a relação inversa entre nível de desemprego e inflação salarial. Trabalhos seguintes realizados por Samuelson e Solow, generalizaram a relação inversa entre desemprego e inflação, não se restringindo mais a inflação salarial. Em outras palavras, foi observado uma relação de *trade off* entre desemprego e inflação, de modo que no curto prazo, períodos de menor inflação têm como consequência períodos de maior desemprego e vice-versa. Esse *trade off* cria um dilema para o *policymaker* que deve decidir entre maiores níveis de inflação ou de desemprego.

Críticos da visão, considerada “incompleta”, de Keynes, os monetaristas, tendo Friedman como expoente, almejavam compreender a relação entre moeda, preços e produto. A teoria monetarista surge, enxergando na moeda um importante instrumento para a determinação de produto e emprego no curto prazo e de preços longo. Ao realizar uma crítica quanto à teoria keynesiana e a curva de Phillips, Friedman (1968) articula que a primeira não propõe uma política monetária para as

crises, enquanto a segunda é incompleta ao não incorporar o elemento das expectativas de inflação futura no âmbito das negociações salariais.

Baseada na teoria das expectativas adaptativas, a curva de Phillips modificada de Friedman incorporou a expectativa de inflação futura com base na inflação prévia. Assim, Friedman denominou de “taxa natural de desemprego”, o nível de emprego que mantenha a inflação constante ao longo do tempo. Surge a possibilidade do *policymaker* fazer uso do *trade off* de curto prazo da curva de Phillips friedmaniana para garantir menor taxa de desemprego em troca de uma “supresa inflacionária”, principalmente em períodos pré-eleitorais.

Ao observar que a política monetária somente produz variações nominais no longo prazo, Friedman defende uma elevação constante da oferta monetária. Desse modo, as autoridades deveriam evitar quaisquer políticas ativas, uma vez que a economia é inerentemente estável e as interferências somente causam distúrbios.

A condução da política monetária de maneira constante e sem interferências do governo implica na orientação com base em regras fixas, neste caso, para a variável monetária. A ênfase em tais regras influencia o desenvolvimento de políticas de “âncoras” com base em algum agregado econômico, de modo a atingir uma meta. Para Friedman, a regra determinava o uso do agregado monetário (oferta de moeda), enquanto para outros, o câmbio foi escolhido como âncora nominal para a inflação.

2.3 MUTH, LUCAS E OS NOVOS CLÁSSICOS

John Muth (1961) foi pioneiro ao formalizar a teoria das expectativas racionais. A hipótese da racionalidade dos agentes econômicos indicava uma quebra de paradigma para com as expectativas adaptativas inseridas na curva de Phillips friedmaniana.

Ao analisar estudos sobre expectativas, Muth conclui que, em média, as expectativas de setores industriais eram tanto quanto, ou mais, precisas que modelos ou sistemas de equações. Além disso, as “expectativas relatadas”, geralmente, subestimavam o espectro das mudanças que efetivamente ocorriam.

A crítica de Simon, grande influente da corrente Comportamental, afirmava que ao assumir a racionalidade dos agentes, as teorias econômicas se tornavam imprecisas e inconsistentes. Muth, por outro lado, acreditava que os modelos não

incorporavam racionalidade o “suficiente”. Os agentes racionais fazem uso das informações disponíveis, de modo a introduzir no seu modelo de previsão.

O debate durante os anos 70 sobre a hipótese das expectativas racionais marca o surgimento da escola Novo-Clássica. A partir dessa hipótese, os novos-clássicos apresentaram uma visão alternativa ao modelo econômico keynesiano, ao passo que criticaram a proposição de Friedman acerca da curva de Phillips.

Ao apontar erros econométricos no modelo keynesiano, Lucas diminui o poder explicativo da teoria keynesiana. Concomitantemente, apesar de algumas consonâncias teóricas, Lucas criticou o modelo de Friedman devido ao mesmo considerar que a expectativa futura é formada com base em valores passados (*backward looking*). Os novos-clássicos acreditam que os agentes otimizam o uso das informações disponíveis e, de maneira racional, as utilizam para “prever o futuro” (*forward looking*).

A crítica de Lucas invalida o pressuposto friedmaniano de “surpresa inflacionária” para o *trade off* da curva de Phillips. Isso ocorre porque, se racionais, os agentes ao observarem os distúrbios causados pela atuação do *policymaker*, ao passo que exista uma lógica, os agentes irão inserir as informações disponíveis no seu modelo de previsão, tornando a política inócua. Resultando, de tal maneira, na negação do *trade off* de inflação e desemprego até mesmo no curto prazo.

A hipótese de racionalidade dos agentes pesa contra o estímulo à discricionariedade da autoridade de política econômica. Matura-se a ideia de que a melhor política a ser tomada é o estabelecimento de regras fixas de política econômica. Ao obter regras fixas, o comportamento do agente sobre as expectativas futuras será mais estável, assim pode-se atingir a idealizada estabilidade de preços.

Contudo, para que sejam estáveis, as expectativas dos agentes precisam ter parâmetros críveis. Em outras palavras, o *policymaker* tem de ser transparente e responsável na condução da política econômica, visando adquirir credibilidade para com os agentes, resultando assim na estabilidade das expectativas inflacionárias.

2.4 NOVOS-KEYNESIANOS E OS PÓS-KEYNESIANOS

O ressurgimento da economia keynesiana no meio da década de 80, se deu através dos novos-keynesianos. Para os eles, a questão central da teoria de Keynes se encontra na rigidez de preços e salários. Ao criticar a teoria novo-clássica, ao

passo que representam via alternativa ao modelo keynesiano, essa vertente se baseia em princípios da macroeconomia presentes na Teoria Geral, para formular os modelos de salário-eficiência e de custos de menu.

A rigidez salarial deve-se tanto a fatores “institucionais” que implicam no *trade off Insider-Outsider* da contratação de mão-de-obra, o que gera ônus do lado do produtor devido ao poder de “barganha” do lado dos trabalhadores, quanto a fatores relacionados a correlação direta observada entre o salário e a eficiência do trabalhador que resulta em queda de produtividade, se há redução dos salários. Em razão da rigidez dos custos, a política de alteração de preços somente ocorrerá em caso de existência de “custos de etiquetagem”, conforme afirmação de Mishkin “The firm sets its price in advance, and changes that price ex post only by incurring a small menu cost” (1985, p. 530).

Ainda que tenham conseguido uma explicação alternativa para os desequilíbrios vivenciados durante a década de 70, parte da literatura econômica considera ela oriunda de leituras “equivocadas” da Teoria Geral de Keynes. Isso acontece porque para os novos-keynesianos o foco da explicação acerca do desemprego não é de natureza monetária, mas sim pela delimitação das hipóteses acerca da resistência aos ajustes salariais e de preços.

Ainda na década de 70, a percepção de que as diferentes interpretações acerca da Teoria Geral de Keynes promoveram distanciamento de sua verdadeira essência, os pós-keynesianos tomaram como principal objetivo a retomada das ideias “tal como foram concebidas”, evitando a tomada pressupostos “errôneos” de outras vertentes. Para tanto, a teoria pós-keynesiana critica o paradigma neoclássico e retoma as ideias sobre a economia monetária de Keynes.

José Oreiro categoriza em duas as vertentes pós-keynesianas: a primeira, dos Keynesianos de Cambridge, desenvolvida a partir das contribuições sobre crescimento e distribuição de renda de Harrod (1970) e Domar (1970); a segunda, dos chamados “Keynesianos americanos”, se fundamenta na tríade tempo-incerteza-moeda.

Os primeiros resultados obtidos por Harrod e Domar não estabeleceram condição de compatibilidade com as experiências contemporâneas. Por isso, seria necessário o desenvolvimento de novos modelos e teorias a respeito da distribuição de renda e da relação poupança e investimento. Oreiro explica a evolução da teoria a partir dos resultados de Harrod e Domar:

A incompatibilidade desse resultado com a experiência histórica das economias capitalistas desenvolvidas no período 1950-73 levou autores pós-keynesianos, como, por exemplo, Nickolas Kaldor e Luigi Pasinetti, a desenvolverem modelos em que a trajetória de crescimento de longo prazo fosse estável e caracterizada pelo pleno-emprego da força de trabalho. Para tanto, foi necessário o desenvolvimento de uma nova teoria da distribuição funcional da renda, na qual a participação dos salários e dos lucros na renda passa a ser a variável de ajuste entre as decisões de poupança e de investimento (OREIRO, 2011, p. 286)

A extensão do “paradoxo da parcimônia” estabelecido por Keynes, com as contribuições de Kaldor e Pasinetti resultaram na relação inversa entre a propensão a poupar e investimento no longo prazo no modelo de Robertson (1970).

Já a segunda vertente, surgiu como crítica a síntese keynesiano-neoclássica. Para eles, essa síntese tomava como ponto de partida uma leitura equivocada da Teoria Geral, isso porque não identificava corretamente os aspectos fundamentais de Keynes.

Segundo esses autores, o impacto da incerteza no processo decisório leva os agentes a serem “precavidos” e buscarem ativos líquidos. Logo, a moeda deixa de ser neutra tanto no curto como no longo prazo. Acreditavam também na ruptura com o paradigma clássico, de modo que a visão de mundo keynesiana se dá através da economia monetária de produção.

Ainda que as visões assumam objetos de estudo e pressupostos diferentes, ambas as linhas de pensamento passaram a enxergar na política monetária, o ponto central das economias capitalistas, tal como afirmava Keynes. A evolução da literatura keynesiana, a busca pela estabilidade de preços, a introdução das regras de agregados econômicos pelos monetaristas e a hipótese das expectativas racionais fizeram com que a macroeconomia evoluísse profundamente desde a Grande Depressão.

2.5 NOVO CONSENSO MACROECONÔMICO

O Novo Consenso Macroeconômico (NCM) surge da interação das vertentes macroeconômicas recentes. Estabelece que uma taxa de inflação baixa e estável o suficiente é condição fundamental para o crescimento econômico e, conseqüentemente, estabilidade macroeconômica do país.

A fim de atingir o objetivo principal da estabilidade de preços, o NCM assume as hipóteses: a) de ausência de *trade off* de longo prazo entre desemprego

e inflação (curva de Phillips) e b) limitada capacidade de discricionariedade na condução da política monetária (deve-se ter espaço para acomodar choques de oferta). De maneira mais extensa, Mishkin (2011) lista os princípios do NCM.

- a) Inflação é sempre e em qualquer lugar, um fenômeno monetário;
- b) A estabilidade de preços tem importantes benefícios;
- c) Não há trade-off no longo prazo entre desemprego e inflação;
- d) As expectativas têm papel crucial na determinação da inflação e no mecanismo de transmissão da política monetária para a macroeconomia;
- e) A taxa de juros deve ser elevada em caso de inflação mais alta, de acordo com a regra de Taylor;
- f) A política monetária é sujeita ao problema de inconsistências temporais (defasagens);
- g) A independência do Banco Central contribui para eficiência da política monetária;
- h) O comprometimento com uma forte âncora nominal é fundamental para produzir bons resultados da política monetária;
- i) Fricções financeiras desempenham um importante papel nos ciclos de negócios

Ainda de acordo com Mishkin, esses pressupostos foram amplamente aceitos pelos economistas e Bancos Centrais até meados da última crise financeira¹.

The first eight of these principles are elements of what has been dubbed the new neoclassical synthesis (Goodfriend and King, 1997) and were agreed to by almost all academic economists and central bankers. The last principle that financial frictions play an important role in business cycles was not explicitly part of models used for policy analysis in central banks, but was well understood by many, although not all central bankers (MISHKIN, 2011, p. 3)

¹ MISHKIN (2011) busca averiguar o que mudou com a crise financeira de 2007 a 2009, em termos de estratégia de política monetária. Até então, fricções financeiras não tinham sido capazes de provocar grandes impactos macroeconômicos. Contudo, a crise de 2007 lança dúvidas acerca deste pressuposto.

Por fim, a busca pela estabilidade de preços do Novo Consenso Macroeconômico estimulou a adequação de novos modelos baseados em regras que conduzissem a política monetária para um objetivo explícito e de maneira a respeitar as proposições, sobretudo, novos-clássicas.

3 REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO: CONCEPÇÃO E OBJETIVOS

Como visto anteriormente, os monetaristas iniciaram a busca pela estabilidade de preços através do que ficou conhecido como Metas Monetárias. Neste caso, a política monetária se resumiria a controlar o nível dos agregados monetários (nível de moeda) na economia. Sem embargo, o insucesso das experiências monetaristas ao longo da década de 70, lançaram a necessidade de buscar novas âncoras para estabilizar os preços.

Entende-se por estabilidade dos preços o cenário onde, conforme definição de Alan Greenspan, ex-presidente do Federal Reserve, a oscilação dos preços seja baixa o suficiente para que não seja levada em conta pelos agentes na hora da tomada de decisão, evitando distorções nas expectativas:

For all these conceptual uncertainties and measurement problems, a specific numerical inflation target would represent an unhelpful and false precision. Rather, price stability is best thought of as an environment in which inflation is so low and stable over time that it does not materially enter into the decisions of households and firms (GREENSPAN, 2001)

No final dos anos 80, o Novo Consenso Macroeconômico encontrou no que seria denominado Regime de Metas de Inflação (RMI), o melhor arranjo institucional para direcionar a política monetária. Neste regime, controlar a inflação torna-se o principal objetivo para os Bancos Centrais e para tanto, far-se-á uso da taxa de juros como instrumento ajustador.

Ademais, Mishkin (2001) afirma que o Regime de Metas de Inflação deve reunir cinco principais componentes, sendo eles:

- 1) A divulgação das metas numéricas de inflação para a sociedade;
- 2) Consolidação institucional do objetivo de controle da inflação como alvo primário e absoluto;
- 3) Utilização de um apanhado informacional como recurso durante a idealização da estratégia econômica a ser praticada;
- 4) Progressiva e contínua transparência da política monetária para com a sociedade e mercado, através da comunicação dos planos, objetivos e decisões da autoridade monetária;
- 5) Maior obrigação do Banco Central de cumprir com as metas inflacionárias.

A lista representa mais do que somente a ideia de divulgação da meta pelo agente público, como o próprio Mishkin explica:

The list should clarify one crucial point about inflation targeting: it entails *much more* than a public announcement of numerical targets for inflation for the year ahead. This is especially important in emerging market countries because many of these countries routinely reported numerical inflation targets or objectives as part of the government's economic plan for the coming year and yet their monetary policy strategy should not be characterized as inflation targeting, which requires the other four elements for it to be sustainable over the medium term (MISHKIN, 2001, p. 1)

Para todos os efeitos, somente a adequação das autoridades econômicas a esses cinco componentes pode constituir efetivamente um Regime de Metas inflacionárias. As metas consistem em muito mais do que a simples revelação do objetivo econômico, requerem também a institucionalização das ferramentas e diretrizes da política monetária.

O RMI, em comparação com outras estratégias de política monetária, possibilita maior atenção para os choques e situações domésticas da economia, descondiciona o sucesso da política da relação de estabilidade entre câmbio, moeda (M0, M1, etc.) e inflação e, sobretudo, possibilita, no decorrer da atuação, ganhos de transparência e credibilidade ao passo que as metas públicas são críveis e efetivamente atingidas. Credibilidade significa, então, obedecer às regras estabelecidas e negar a flexibilidade da política econômica.

O processo de ganho de reputação e transparência é contínuo. Enquanto as autoridades monetárias estabelecerem a convergência das metas com a taxa real e sua comunicação institucional for aberta, a confiança para com o mercado se elevará. A transparência é feita através da divulgação da estratégia que visa atingir a meta e, também, da divulgação periódica de relatórios econômicos onde constam informações relevantes sobre a conjuntura passada, atual e as expectativas futuras.

Há também a possibilidade de prejuízos, caso os objetivos declarados não sejam atingidos. Nesses casos, o *policymaker* deve elaborar cartas abertas tentando explicar as condições que impediram o sucesso da política em dado período e, se necessário, deve corrigir as expectativas para os próximos anos.

Svensson (1996) e Mishkin (2001) concordam que a implantação e monitoramento das metas não são simples. Svensson primeiro constata que as metas são de difícil implementação, pois os Bancos Centrais têm imperfeito controle

sobre a inflação. Isso porque o nível de preços atual é resultado da construção de eventos (decisões, contratos) e conjunturas passadas que são “sentidas” no atual momento. Em outras palavras, Svensson afirmou que os Bancos Centrais só podem atuar sobre a inflação futura, uma vez que a presente é causada por eventos predecessores, após defasagens temporais (*lags*).

Depois, Svensson assera que o controle imperfeito sobre a inflação torna o monitoramento e a avaliação da política monetária substancialmente mais complexa. Assim sendo, a política monetária não consegue corresponder aos *lags* uma vez que as perturbações na inflação não são de causa somente da própria política monetária. Cabe ao Banco Central se defender ao afirmar que tal perturbação é por elementos que fogem ao seu controle. Svensson conclui que essas dificuldades podem acometer a credibilidade e resultar em um enfraquecimento do mecanismo do Regime.

Thus, measuring monetary policy performance is not straightforward. A central bank may argue that a particular deviation of realized inflation from the inflation target is due to factors outside its control, and that it should hence not be held accountable for the deviation. With implementation, monitoring and evaluation made more difficult, accountability improves less, and the potential commitment mechanism is correspondingly weakened (SVENSSON, 1996, p. 2)

Mishkin (2001) contribui retomando as ideias de Svensson sobre os impactos das defasagens temporais sobre a responsabilização dos Bancos Centrais. Adiciona que a presença de dominância fiscal e quaisquer instabilidades geradas pela flexibilidade cambial, principalmente em países em desenvolvimento, podem pesar contra a eficácia do Regime no controle das pressões inflacionárias.

É importante fazer um apontamento acerca das Metas. Como vimos, a teoria novo-clássica que muito influenciou as políticas, baseadas em regras e credibilidade do *policymaker*, inseriu também as expectativas racionais de John Muth em suas concepções. Essas expectativas racionais incorrem na capacidade dos agentes de inserir as informações disponíveis nos seus modelos de previsão.

Dessa forma, desde que o *policymaker* mantenha uma “lógica de atuação”, uma política econômica que se baseia no estabelecimento e divulgação de metas críveis (tal como o RMI), deveria fazer com que os agentes conseguissem incorporar essas informações no seu processo decisório. Pelicioni e Resende (2009) reiteram a interação da credibilidade e das expectativas racionais:

Na medida em que os agentes possuem expectativas racionais, quando os formuladores de política possuem boa reputação (credibilidade) a inflação esperada pelo público converge para a inflação anunciada. Porém, para alcançar boa reputação, as políticas devem ser anunciadas e rigorosamente seguidas – o governo não pode trapacear, incorrendo em inconsistência dinâmica. Barro e Gordon (1994) concluem que o regime de regras de política monetária é superior ao regime discricionário (PELICIONI & RESENDE, 2009, p. 78)

A capacidade de assimilar as regras deveria impedir o *trade off* expresso pela curva de Phillips e as “surpresas inflacionárias”. Isso ocorreria de forma orgânica, pois, uma vez que os agentes conseguem antecipar a inflação futura, os salários nominais seriam flexíveis de modo que o ajuste dos custos não precisaria resultar em demissões, eliminando a “taxa de sacrifício” que a curva de Phillips explicita.

Contribui contra essa visão, os resultados apresentados por avaliação empírica de Mendonça (2005). Segundo ele, as evidências encontradas observam que o “*trade off inflação-desemprego* possa não ser desprezível” de acordo com a amostra para quatorze países do RMI estando incluso, o Brasil.

Ainda segundo a teoria, seriam anuladas, também, as “surpresas inflacionárias”, comuns de períodos eleitorais onde os agentes públicos preferem, no curto prazo, menores taxas de desemprego em troca de inflação mais elevada.

Mesmo que se deva debater os efeitos das expectativas racionais sobre o Regime de Metas no âmbito prático, a literatura econômica² afirma que ele tem produzido experiências bem-sucedidas, apesar de seus requisitos e condicionantes, como vemos na fala de Mishkin:

Despite inflation targeting successes, it is no panacea: it requires that basic institutional infrastructure with regard to fiscal policy and the soundness of financial institutions be addressed and improved in order to attain and preserve low and stable inflation (MISHKIN, 2001, p. 5)

3.1 AS METAS NO MUNDO: O QUE DIZ A LITERATURA

Diversos países têm adotado o RMI desde a sua introdução na Nova Zelândia em 1990. Um relatório do Bank of England (Hammond, 2012) afirmou que

² Bernanke, et. al, (1999), Corbo et.al. (2000), Wu, Thomas Y. (2004)

27 países se utilizavam da estrutura do regime para conduzir a sua política monetária. Desses países, 11 utilizavam o regime desde a década de 90.

Dentre as experiências bem-sucedidas se sobressaem a da Coreia do Sul, Reino Unido e Canadá. Outros países como os Estados Unidos não utilizam o regime formalmente, mas apresentam elementos similares na condução de suas políticas monetárias.

A tabela 1 mostra os países, suas datas de ingresso e o tipo de meta no RMI até o ano de 2012. O tipo da meta pode ser explicado em “intervalo”, “ponto mais intervalo de tolerância” ou somente “pontual”. Apesar de haver similaridade com a “ponto mais tolerância”, o tipo “intervalo” busca manter a inflação sob controle, sem indicar um parâmetro exato. Isso pode ser explicado pela dificuldade dos Bancos Centrais de conduzir a inflação de maneira perfeita.

Tabela 1 – Países membros do Regime de Metas

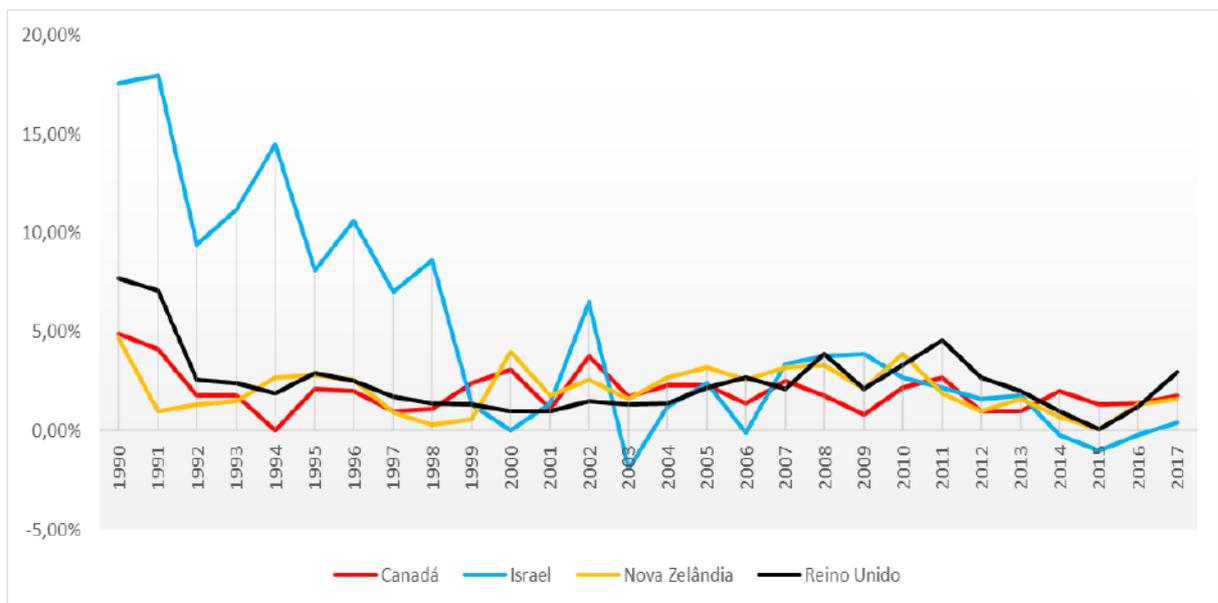
País	Ano de Adoção	Tipo de Meta
Nova Zelândia	1990	Intervalo
Canadá	1991	Ponto + Tolerância
Reino Unido	1992	Ponto
Suécia	1993	Ponto
Austrália	1993	Intervalo
República Tcheca	1997	Ponto + Tolerância
Israel	1997	Intervalo
Polônia	1998	Ponto + Tolerância
Brasil	1999	Ponto + Tolerância
Chile	1999	Ponto + Tolerância
Colômbia	1999	Intervalo
África do Sul	2000	Intervalo
Tailândia	2000	Ponto + Tolerância
Coreia do Sul	2001	Ponto + Tolerância
México	2001	Ponto + Tolerância
Islândia	2001	Ponto
Noruega	2001	Ponto
Hungria	2001	Ponto
Peru	2002	Ponto + Tolerância
Filipinas	2005	Ponto + Tolerância
Guatemala	2005	Ponto + Tolerância
Indonésia	2005	Ponto + Tolerância
Romênia	2005	Ponto + Tolerância
Armênia	2006	Ponto + Tolerância
Turquia	2006	Ponto + Tolerância
Sérvia	2006	Ponto + Tolerância
Gana	2007	Ponto + Tolerância

Fonte: Scott Roger (FMI, 2010), Gill Hammond (BoE, 2012); Elaboração: Autor

A literatura econômica tem produzido análises divergentes quanto à eficácia das metas desde sua concepção quase 20 anos atrás. Trabalhos como os de Sicsú (2002) e outros, afirmam que a experiência internacional não produziu resultados conclusivos de ganho no controle da inflação com relação aos países que não adotaram as Metas. Enquanto isso, frequentemente são apontados como resultados de sucesso do Regime de Metas: Canadá, Israel, Nova Zelândia e Reino Unido. Ainda que existam ponderações a cerca desses sucessos³.

A fim de comparar unicamente a evolução do índice de inflação, os gráficos a seguir terão primeiro, países desenvolvidos considerados como bem-sucedidos no uso das metas e no segundo, países desenvolvidos que não adotaram as metas.

Gráfico 1 - Índice de Preços ao Consumidor de países do RMI (1990-2017)



Fonte: FMI; Elaboração: Autor

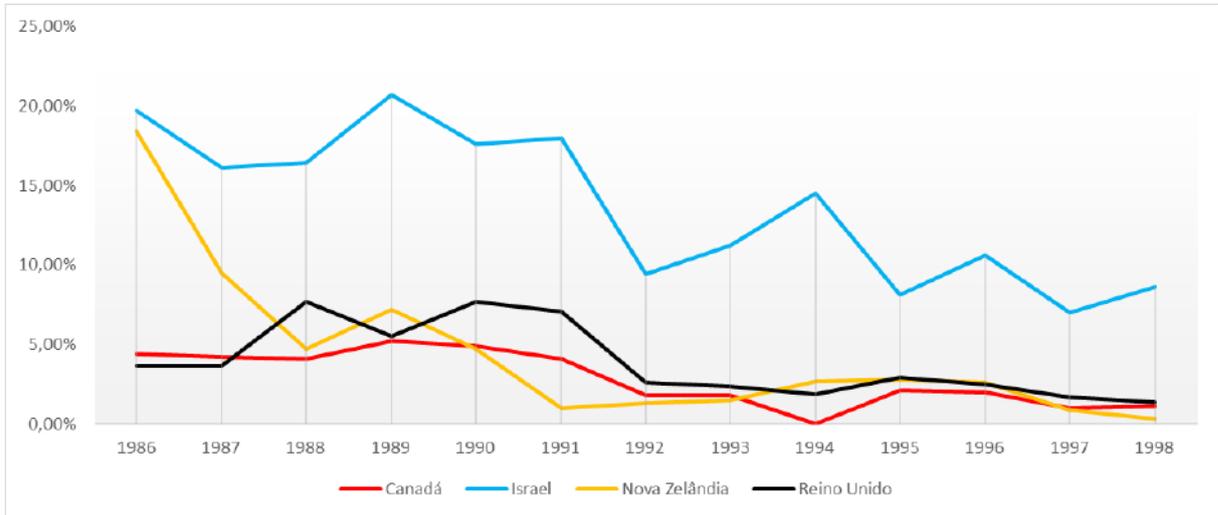
Pode-se perceber que no gráfico 1, o grupo de países selecionados apresentam níveis de inflação mais baixos em 2017 que os vistos no início dos anos 90.

A crítica de autores como Sicsú se dá, pois já se pode observar uma tendência de queda na inflação dos países, antes mesmo da introdução do regime

³ Ver SICSÚ, 2002, p. 28

de metas⁴. Conclui-se que o processo de estabilização dos preços não se inicia com a aplicação do arcabouço do regime, como vemos no gráfico 2:

Gráfico 2 - Índice de Preços ao Consumidor de países do RMI (1986-1998)



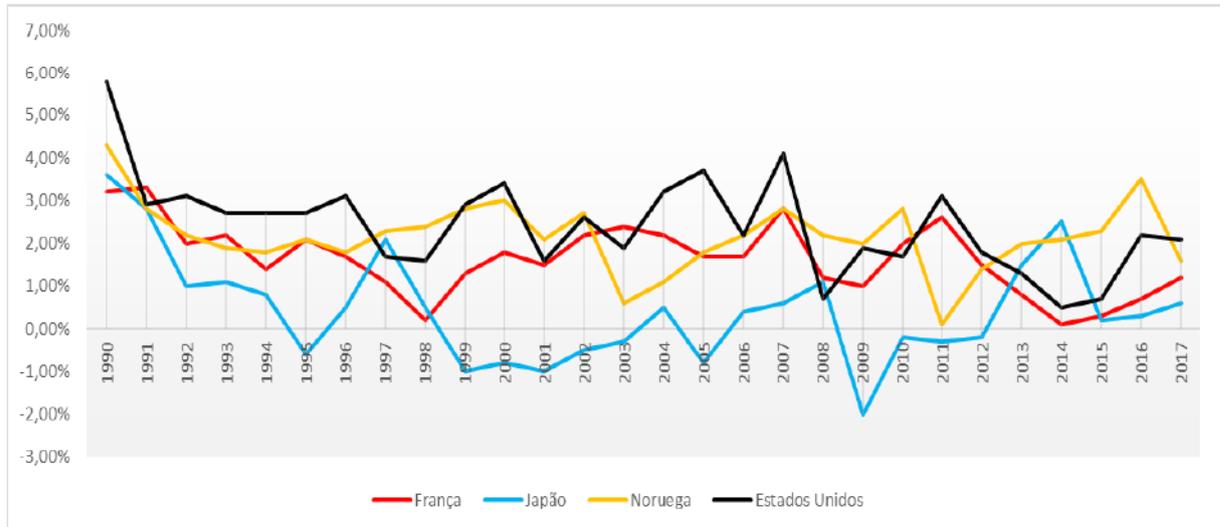
Fonte: FMI; Elaboração: Autor

Ao compararmos os gráficos 1 e 3, vemos que em ambos os casos, a experiência internacional indica que a inflação tem sido controlada, quer os países tenham aderido ao regime ou não. Este ponto é importante, pois pode indicar que o regime não seja tão superior na questão de atingir a estabilidade de preços quanto outras políticas econômicas.

Ainda assim, a simples análise empírica do gráfico parece indicar uma maior volatilidade para o índice inflacionário em países fora do que em países do RMI. Essa volatilidade, no entanto, não implica em resultados inferiores aos comparados com os dos países que utilizam publicamente o RMI.

⁴ Os países selecionados aderiram ao RMI em momentos diferentes: Nova Zelândia (1990), Canadá (1991), Reino Unido (1992) e Israel (1997).

Gráfico 3 - Índice de Preços ao Consumidor de países fora do RMI (1990-2017)



Fonte: FMI; Elaboração: Autor

Apesar disso, o trabalho de Thomas Wu (2004) tenta analisar, através de regressões econométricas, se as metas reduziram a inflação para países da OCDE. O primeiro conjunto de resultados indicou que houve redução observável nos níveis de inflação dos países da OCDE, assim que aderiram ao RMI. Tal como evidenciado por Wu:

The first set of evidence finds that even countries that have officially adopted Inflation Targeting experienced a decrease in their average inflation rates after the adoption of the new regime and also that this estimated effect persists even after we control for the initial inflation rate (WU, THOMAS, 2004, p. 16)

Em seguida, o segundo conjunto de resultados sugere que a hipótese de que as metas promoveram resultados positivos, unicamente porque significariam política monetária mais agressiva é rejeitada, uma vez que não houve evidência de substanciais elevações da taxa real de juros nesses países, concluindo em:

One could suggest that the performance "gain" in the inflation rates of the adoption of the Inflation Targeting regime is only due to a more "aggressive" monetary policy. Intuitively, this would mean that that the adoption of the regime itself doesn't matter much, but only how high you set the real interest rates. However, the empirical evidence provided in this paper rejects this hypothesis. First, there seems to be no evidence that Inflation Targeting countries experienced a significant increase in the level of their real interest rates after they adopted the new regime. Second, it showed that even after controlling for the level of real interest rates (that have a negative and significant effect) there is still a causal effect from the adoption of Inflation Targeting to the reduction in inflation rates (WU, THOMAS, 2004, p. 16)

De qualquer forma, é notório que os países selecionados, cada qual com sua estrutura institucional⁵ atingiram a relativa estabilidade de preços nas últimas décadas.

3.2 O CASO BRASILEIRO: INSTITUIÇÃO E HISTÓRICO

A experiência brasileira com alta inflação resultou em severos impactos econômicos ao longo das décadas de 80-90. Passando por reformulações da moeda e por diversos planos de estabilização econômica, por exemplo, em 1994, o Plano Real. Dois dos elementos centrais do Plano eram: a criação do Real e a manutenção da paridade, mantida artificialmente, entre real e dólar, o que computava um regime de âncora cambial. Junto às reformas, o Brasil adotou ajustes fiscais que contribuíram para a diminuição do déficit público. A política de estabilização da economia brasileira foi bem-sucedida, reduzindo substancialmente a inflação em curto período.

Contudo, a manutenção posterior das chamadas Bandas Cambiais foi onerosa no que cerne às reservas de moeda forte (dólar), muito devido às pressões especulativas oriundas das crises do final dos anos 90. A incapacidade de manter essa sustentação artificial da paridade do dólar obrigou as autoridades monetárias brasileiras a adotarem o regime de câmbio flutuante.

Nesse contexto, o debate sobre a adoção do Regime de Metas de Inflação como balizador da política monetária se intensificou. Até que em 1 de julho de 1999, o decreto assinado⁶ pelo então presidente Fernando Henrique Cardoso, formalizou a adoção ao regime. Entre os pontos chaves estavam:

- a) As metas e seus intervalos serão fixados pela Conselho Monetário Nacional (CMN) com base na proposta do Ministro da Fazenda;
- b) Cabe ao Banco Central do Brasil (BCB) executar as políticas para o cumprimento das metas fixadas;
- c) O indexador de preços a ser adotado para os fins previstos é de escolha da CMN, mediante proposta do Ministro da Fazenda;

⁵ Para mais informações acerca da estrutura institucional de cada país no RMI, ver Hammond (Bank of England, 2012)

⁶ Decreto nº 3088 de 21 de junho de 1999

- d) Considera-se que a meta foi cumprida quando a variação acumulada, relativa ao período de janeiro a dezembro de cada ano calendário, situa-se na faixa do intervalo de tolerância determinado;
- e) Em caso de descumprimento, o presidente do Banco Central deverá publicar as razões, por meio de carta aberta ao Ministro da Fazenda, contendo: descrição detalhada das causas, providências para assegurar o retorno da inflação aos limites estabelecidos e o prazo no qual se espera obter seus resultados;
- f) O Banco Central divulgará trimestralmente, Relatório de Inflação abordando o desempenho do regime, os resultados das decisões da política monetária e a avaliação prospectiva da inflação.

Ainda nas resoluções do arcabouço teórico das Metas no Brasil, havia a necessidade de se definir o índice de preços a ser utilizado tal como sua forma (núcleo ou “cheia”). Segundo o próprio BCB⁷, a escolha pelo uso do IPCA (Índice de Preços ao Consumidor Amplo) e sua forma cheia se deve, primeiro, por ser o tipo de índice mais frequentemente utilizado pelos regimes de metas para inflação, segundo, porque apesar de no longo prazo o núcleo convergir com a inflação, no curto prazo há significativo descompasso entre eles e, terceiro, a fim de adquirir transparência e credibilidade, o BCB mantém a utilização total do índice porque somente essa interpretação é a “sentida” pelos consumidores.

Cabe ao presente momento, introduzir o histórico da inflação e de suas metas, para tanto a tabela 2 traz os dados relativos à inflação e metas⁸:

⁷ Ver Série Perguntas Mais Frequentes 10 (PMF 10 – Banco Central do Brasil)

⁸ Os anos de 2003 e 2004 utilizam as metas corrigidas, justificadas nas cartas abertas de 2003 e 2004.

Tabela 2 – Histórico da Inflação e Metas no Brasil

Ano	Meta	Tolerância	Banda	Inflação Efetiva
1999	8%	2%	6 – 10%	8,94%
2000	6%	2%	4 – 8%	5,97%
2001	4%	2%	2 – 6%	7,67%
2002	3,5%	2%	1,5 – 5,5%	12,53%
2003	8,5%	2,5%	6 – 11%	9,30%
2004	5,5%	2,5%	3 – 8%	7,60%
2005	4,5%	2,5%	2 – 7%	5,69%
2006	4,5%	2%	2,5 – 6,5%	3,14%
2007	4,5%	2%	2,5 – 6,5%	4,46%
2008	4,5%	2%	2,5 – 6,5%	5,90%
2009	4,5%	2%	2,5 – 6,5%	4,31%
2010	4,5%	2%	2,5 – 6,5%	5,91%
2011	4,5%	2%	2,5 – 6,5%	6,50%
2012	4,5%	2%	2,5 – 6,5%	5,84%
2013	4,5%	2%	2,5 – 6,5%	5,91%
2014	4,5%	2%	2,5 – 6,5%	6,41%
2015	4,5%	2%	2,5 – 6,5%	10,67%
2016	4,5%	2%	2,5 – 6,5%	6,29%
2017	4,5%	1,5%	3 – 6%	2,95%

Fonte: BCB; Elaboração: Autor

4 A POSIÇÃO PÓS-KEYNESIANA PARA O CASO BRASILEIRO

A análise dos resultados brasileiros comparados com a experiência internacional referente à utilização do Regime de Metas para Inflação, resulta no questionamento sobre as razões pelas quais os resultados brasileiros, ainda que relativamente sucedidos no controle da inflação, ficaram aquém dos obtidos tanto por países desenvolvidos como pelos emergentes.

O presente capítulo visa condensar críticas e sugestões acerca da adequação das metas para o caso brasileiro com base em autores pós-keynesianos. Em razão disso, foram selecionados autores como José Luis Oreiro, Helder Ferreira de Mendonça, João Sicsú, Franklin Serrano e Bresser-Pereira, além da Federação das Indústrias do Estado de São Paulo (FIESP).

Objetiva-se que suas opiniões acerca do tema, contextualizem os êxitos e os reveses da experiência brasileira sob o regime de metas, principalmente, para os anos de 1999 até meados de 2005. Esse curto período de análise, com base nos autores, se deve por representar a publicação das primeiras análises sobre os resultados do RMI no Brasil.

Por isso, as informações a serem apresentadas seguirão conforme os textos originais a fim de preservar a análise dos autores para que, em próxima seção, seja realizada uma atualização desses dados com base na conjuntura recente.

4.1 O MODELO DE PREVISÃO DO BANCO CENTRAL DO BRASIL

A fim de obter sucesso no estabelecimento da meta, Svensson (1996) reconheceu que os Banco Centrais deveriam empregar um modelo de Previsão da Meta de Inflação (*Inflation Forecast Targeting*) em resposta aos efeitos das defasagens temporais (*lags*). Isso significa que no horizonte temporal relevante à atuação da autoridade monetária, a mesma deveria fazer com que a taxa de inflação observada convergisse à meta projetada de seu modelo de previsão. De modo a atingir tal objetivo, os Bancos Centrais estabeleceram formalizações matemáticas baseados em fatores que consideram relevantes no que concerne à política econômica.

Para entender o posicionamento dos autores no que concerne aos limites da capacidade de previsão da autoridade monetária brasileira, devemos apresentar as

variáveis que este modelo utiliza e suas interações. O modelo econométrico aqui apresentado seguirá com base no trabalho de Bogdanski et al. (2000), o mesmo analisado por Curado & Oreiro (2005):

Figura 1 – Equações do Modelo de Previsão

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

Fonte: Curado e Oreiro (2005)

As quatro equações são suficientes para o entendimento básico das variáveis que o BCB considera essenciais. É importante mencionar que o modelo de Bogdanski se baseia em modelo de IS com curva de Philips e Regra de Taylor, assim entende-se que o mecanismo de transmissão da taxa juros atuará sobre a demanda agregada e, por fim, sobre a inflação no curto prazo. Tal consideração é apontada por Oreiro:

Este é um ponto que deve ser compreendido e que tem sido pouco explorado pela literatura que trabalha com a análise do regime. Ao supor que as variáveis macroeconômicas fundamentais da economia, entre elas os mecanismos de transmissão da política monetária, encontram-se sintetizados pelo modelo básico IS-LM com Curva de Phillips, o Banco Central assume que o controle do processo inflacionário será realizado através de políticas de contração da demanda agregada via alterações da taxa de juros (CURADO & OREIRO, 2005, p. 7)

A primeira equação caracteriza uma IS com log hiato (*gap*) produto, log taxa de juros (*ex ante* e *ex post*), componentes fiscais (NFSP) e choques de demanda (a variável taxa de câmbio real foi suprimida por insignificância estatística⁰).

A segunda equação indica a curva de Philips expressando função da inflação com seus *lags* (*backward* e *forward looking*), o *gap* produto, taxa de câmbio nominal e choques de oferta. O componente *backward looking* é utilizado a partir de uma premissa de expectativas adaptativas, pois acredita-se que a inflação passada

afetará a inflação futura. Por outro lado, o componente *forward looking* é oriundo da teoria das expectativas racionais.

Ao analisar as expectativas inflacionárias sob o RMI, Sicsú (2002) refere-se aos componentes anteriores como componentes de confiança:

O conceito de reputação refere-se ao comportamento pregresso das autoridades monetárias. A reputação é uma variável backward-looking. A credibilidade é uma variável forward-looking que depende do julgamento do mercado em relação à factibilidade dos objetivos a serem perseguidos. A credibilidade é alimentada pela reputação conquistada (SICSÚ, 2002, p. 705)

Do ponto de vista estatístico, Bogdanski justifica a utilização de ambos os componentes na regressão devido aos resultados mais interessantes que os de outras suposições:

A solution to balance out the forward and backward-looking variants was to combine them. The average of the previous two specifications of the Phillips curve (together with the other equations in the complete model) exhibits the desired dynamic properties of the economy, with inflation persistence due to sluggish adjustment forced by the backward-looking terms, while keeping a forward-looking component thought to be increasingly important in the transition period after the changes in monetary policy and exchange-rate regimes. (BOGDANSKI, 2000, p.20)

A terceira equação expressa a condição da paridade da taxa de câmbio interna e internacional, associada a um prêmio de risco que é determinado na quarta equação, através de componentes de risco-país.

Por meio dessas quatro equações, o Banco Central do Brasil fundamenta o seu instrumento de determinação da inflação esperada.

De acordo Bogdanski et al. (2000), também há espaço para que o COPOM altere as especificações do modelo de acordo com o objeto a ser discutido em detalhes. Portanto, caso o governo brasileiro, por exemplo, decidisse por políticas de ajuste fiscal, a incorporação de variáveis fiscais diretamente na equação IS produziria efeitos significativos na demanda agregada, e conseqüentemente, no resultado da previsão econométrica.

This family of models allows several reduced-form specifications, depending on which issues the Copom wants to discuss in detail. An example may clarify the modeling approach used in Brazil. Suppose that the government is fully committed to a fiscal adjustment, so that the targets for the primary surplus of the consolidated public sector will be observed. In this case, the fiscal policy will produce important effects on aggregate demand, which should be explicitly taken into consideration (BOGDANSKI, et al. 2000, p. 16)

4.2 A ESTABILIDADE MACROECONÔMICA

Tendo em vista as principais variáveis macroeconômicas relevantes no âmbito do modelo de previsão da inflação, cabe agora demonstrar os primeiros resultados e, em seguida, as análises críticas realizadas pelos autores selecionados da atuação do RMI no país. A perseguição à estabilidade de preços, como aqui entendida, é entendida como condição fundamental para a obtenção de resultados de longo prazo na economia e tal é o objetivo do Regime de Metas.

Não obstante, a causa fundamental para esse objetivo, e de quaisquer políticas econômicas, é muito mais ampla, ou seja, não limitada aos intentos individuais de cada política, tal como sugere a FIESP:

Assim como o objetivo último do regime de metas é o controle da inflação, o objetivo da política econômica é o crescimento sustentado da renda. A estabilidade monetária não é um fim em si mesmo, mas uma condição necessária ao crescimento com melhor distribuição de renda. Portanto, é de se esperar que em prazos mais longos não exista divergência de resultados entre estabilidade monetária e crescimento econômico (FIESP, 2005, p. 2)

Se estabeleceu no país, desde a introdução do RMI, uma política econômica ancorada em três fatores principais a fim de atingir o crescimento sustentável: o superávit primário, o câmbio flutuante e o regime de metas de inflação. Essa tríade foi denominada, pelos *policymakers*, de “tripé macroeconômico”. Este, por sua vez, representaria a ampla política econômica, na qual destaca-se a relevância do RMI, tendo como objetivo final, o crescimento sustentável da renda.

Desse modo, as análises feitas em Curado e Oreiro (2005) e Oreiro e Passos (2005) discutem uma perspectiva mais amplo do que somente as metas.

Embora o controle inflacionário seja uma condição necessária para o desenvolvimento econômico, acreditamos que é necessário discutir os resultados do regime de metas de uma perspectiva mais ampla que inclua o conceito de *estabilidade macroeconômica*, incorporando a discussão sobre o comportamento da inflação, temas como o crescimento econômico e as interações entre a política fiscal e monetária (Curado e Oreiro, 2005, p. 8)

A figura 2 representa os números das metas para inflação expressos em Curado e Oreiro (2005)⁹ para os anos de 1999 a 2004.

Figura 2 – Metas para inflação

Tabela 01 – Metas para Inflação 1999-2004

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

Fonte: Relatório de Inflação: Diversos Números

Fonte: Curado e Oreiro (2005)

O exame dos saldos indica sucesso nos dois primeiros anos da meta, com descumprimento das metas nos três anos subsequentes, até voltar a ser cumprida em 2004.

Observa-se que, com exceção do ano de 2000, a inflação efetiva se localizou na banda superior da meta de inflação. Além disso, a discrepância entre as metas e os valores observados nos anos de 2001 a 2003, sob a ótica da proposta do RMI, deveria resultar num impacto na credibilidade do BCB. Contudo, Curado e Oreiro (2005) rejeitam tal afirmação.

⁹ As metas para os anos de 2003 e 2004 foram, a priori, definidas nos patamares de 3,25% e 3,75% respectivamente. Sendo alteradas para 4% em 2003 e 5,5% em 2004. Contudo, conforme as cartas abertas de 2003 e 2004, a meta para o ano de 2003 foi ajustada, através de proposta do BCB, para 8,5%. Curado e Oreiro (2005) mantiveram o valor de 4% para 2003, o que implica em descumprimento da meta para o referido ano.

Chama atenção o fato de que o não cumprimento das metas em três anos seguidos não afetou a credibilidade do sistema na condução da política monetária, nem promoveu o descontrole do processo inflacionário, demonstrando que a fixação de metas de inflação tão baixas e declinantes foi, na melhor das hipóteses, um equívoco do CMN (Curado e Oreiro, 2005, p. 9)

Mendonça (2004), por outro lado, sustenta que houve perda de credibilidade. Para tanto, fez uso de dois índices para mensurar o nível de reputação do BCB nos anos de 1999 a 2002. O primeiro baseado nas obras de Cecchetti e Krause (2002), enquanto o segundo se trata de uma adaptação do índice elaborado por Sicsú¹⁰.

Mendonça obteve uma primeira gama de resultados que indicaram que o BCB apresentou elevada credibilidade para com o mercado nos anos de 2000 a 2002. Contudo, ao longo dos anos de 2001 e 2002, essa condição foi sendo reduzida, ainda que tenha permanecido em patamares elevados.

Diferentemente do primeiro caso, a segunda gama de resultados, baseada no índice de Sicsú, indicou elevada credibilidade do BCB para o ano de 2000. No entanto, esta não se sustentou nos anos subsequentes, tendo atingido valores nulos em 2001. A baixa credibilidade, fuga de capitais e as instabilidades relacionadas às eleições podem ter impactado diretamente na confiabilidade das metas nos anos seguintes.

A fim de melhorar a condição de confiabilidade do BCB, Mendonça sugere modificar o período de estipulação da meta de dois anos subsequentes para anúncios anuais, visando reduzir o horizonte de previsão e gerar menos instabilidades na projeção. Por conseguinte, as metas se tornariam mais críveis.

Seja como for, Oreiro julga que análise do Regime de Metas demanda um olhar mais amplo que considere, também, o crescimento real da economia para obter a estabilidade macroeconômica. A figura seguinte¹¹ faz alusão a esse tema.

¹⁰ Ver Sicsú (2002)

¹¹ Os dados extraídos de Curado e Oreiro (2005) diferem dos apresentados pelo autor deste trabalho na tabela 2.

Figura 3 – Crescimento do Produto Real

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

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

Fonte: Fundo Monetário Internacional. Diversos Números.

Fonte: Curado e Oreiro (2005)

Apesar do início das metas no Brasil serem localizadas em período de franco crescimento das economias mundiais, os resultados não foram animadores, visto que em nenhum dos anos a economia brasileira apresentou crescimento maior que a média dos países selecionados, incluindo os países em desenvolvimento.

Somente em duas oportunidades, o Brasil teve resultados comparáveis aos dos mesmos. Os autores ainda ressaltam que o distanciamento das economias desenvolvidas fora ampliado.

A condução da política monetária, como indicado pelos autores, foi inconsistente com os resultados e implicações esperados do modelo. Como afirmado anteriormente, a expectativa era de que com o controle da inflação, a taxa de juros fosse reduzida em direção à taxa natural. Contudo, o caso brasileiro foi contra a teoria, sendo ressaltado pelo longo período em que as taxas de juros se mantiveram “desnecessariamente altas”, como critica a teoria pós-keynesiana.

A manutenção de altas taxas de juros no período¹² impactou no consumo e na capacidade de investimento, dado o aumento do custo de crédito, sendo assim, um dos fatores responsáveis pelo baixo crescimento.

¹² Média para a Meta Selic de 18,91% entre jun/99 a jun/05

A FIESP, por sua vez, contribui afirmando que os modelos do BACEN também não foram precisos ao identificar a condição do hiato produto. Como visto na seção anterior, o modelo de previsão do Banco Central do Brasil incorpora o elemento de hiato produto, que significa a diferença entre produto potencial e produto efetivo.

Como o instrumento da taxa de juros, dado o modelo, afeta a produto pelo lado da demanda agregada. Em caso de proximidade do produto real com o potencial, o BCB deveria elevar o juros a fim de evitar as pressões inflacionárias resultantes do “excesso” de demanda. Isso ocorre porque nos modelos econômicos, o produto está associado a um nível máximo dadas as combinações de capital e trabalho.

Na visão da FIESP, o erro do BCB foi subestimar a capacidade da indústria brasileira de elevar a produção.

[..] Isso ocorre porque, nesses modelos, certa quantidade de capital e trabalho está associada a um determinado nível máximo de produção de modo que o aumento da produção só é possível com mais capital e/ou trabalho (supondo que a tecnologia permaneça constante). Contudo, quando se observa a realidade da indústria percebe-se que é perfeitamente viável aumentar a produção, dentro de certos limites, sem contratar mais trabalhadores ou investir na ampliação. Além da capacidade ociosa que todo empresário procura manter para atender a demanda não prevista existe uma série de outros expedientes possíveis, tais como: aumento das horas extras, turnos adicionais de trabalho e investimentos pontuais visando eliminar gargalos (FIESP, 2005, p. 12)

A capacidade ociosa e a flexibilização do trabalho poderiam ter sido utilizadas para garantir o aumento da produção, do crescimento e, ao mesmo tempo, reduzir eventual pressão inflacionária através da expansão da oferta agregada.

Logo se subentende que a política econômica brasileira, dados os “erros” cometidos, não foi sumariamente em busca do crescimento e desenvolvimento econômico do país como um todo.

4.3 TAXAS DE JUROS, CÂMBIO, PREÇOS LIVRE E ADMINISTRADOS

Historicamente, o Brasil tem observado elevadas taxas de juros. A consolidação dessas taxas já conferiu a alcunha de “país com as mais elevadas taxas de juros do mundo”.

Anteriormente, a justificativa apontada era a necessidade intrínseca de alto fluxo de capitais no Regime de Bandas Cambiais. O aumento do diferencial de juros doméstico e internacional foi fundamental para o sucesso da política de estabilização do Plano Real, através do controle artificial do câmbio. A taxa de juros foi o meio utilizado para manter os fluxos líquidos de capitais e acomodar choques e pressões cambiais.

Ao passo em que o país foi “forçado” a abandonar as bandas cambiais, a adoção das metas inflacionárias com o câmbio flutuante, outro dos elementos centrais do tripé, deveria implicar no uso da taxa de juros com o exclusivo objetivo de controlar a inflação, não mais o câmbio. Tal como Bogdanski afirmou:

“In this “old regime”, the exchange rate had the role of a nominal anchor to stabilize inflation, while monetary policy was conducted to attain a balance of payments position compatible with the desired parity. In sum, without judging the success of this old regime in terms of inflation stabilization and its sustainability over time, it is reasonable to conclude that equilibrium real interest rate was necessarily high... Under the floating exchange rate regime (in place since January, 1999), and the inflation-targeting framework (as of July, 1999), it is reasonable to state that equilibrium real interest rates should differ substantially from what they were in the previous regime” (BOGDANSKI, 2000, p. 18)

Apesar disso, a vulnerabilidade externa vivenciada pelo país nas crises do final dos anos 90, forçou o BCB a sustentar taxas de juros elevadas. Na opinião de Franklin Serrano (2010), os pressupostos consensuais do regime de metas não são observáveis na prática. Além disso, apesar de Serrano concordar que o regime tem funcionado no Brasil, ele sugere uma análise contra-intuitiva do modelo.

Para Serrano, a manutenção de taxas de juros elevadas tem proporcionado valorização da taxa de câmbio nominal e, por indução, redução dos custos diretos e indiretos, impactando positivamente nos controle de preços administrados e livres.

Através da política de diferenciais altos, os juros têm possibilitado a conversão de “choques de oferta negativos em dólares em choques de oferta em positivos em reais” (Serrano, 2010, p. 66). Além disso, a política adotada de subsídios impediu o repasse total do choque externo do petróleo para os preços internos.

Sicsú (2002) examina o comportamento do BCB através de simples análise estatística. Em consonância com Serrano, Sicsú atribui uma preocupação da função de reação do Banco Central do Brasil com a variação cambial. Ele notou que no

intervalo de 1999 a 2002, o *policy maker* tem reagido contra movimentos de desvalorização, estabelecendo um regime de flutuação cambial administrada.

Serrano lembra do trabalho de Barbosa-Filho (2007) e cita que, com exceção dos anos de 1999 e 2003, todos os anos onde a inflação se situou dentro da meta, também fora observada valorização cambial.

Mesmo em momentos onde o câmbio se desvalorizou, as pressões inflacionárias não foram em igual intensidade às de outros períodos, devido à queda do salário real. Dessa maneira, os custos unitários relacionados à mão-de-obra têm causado efeitos na deflação após defasagem temporal. Com esses argumentos, Serrano estabelece a “operação concreta” do RMI nas características:

Temos então que operação concreta do sistema de metas inflacionárias no Brasil tem as seguintes características: i) o núcleo da inflação é de custos; ii) as variações na taxa de juros afetam a taxa de câmbio; iii) as variações no câmbio afetam os custos e posteriormente os preços de todos os setores da economia. O primeiro impacto se dá nos preços dos transacionáveis e dos monitorados (estes via indexação ao IGP-M) e, posteriormente, o impacto dos preços por atacado afeta os custos e os índices de preços “livres” e dos não transacionáveis; iv) o efeito dos juros na demanda agregada é, afinal, apenas um efeito colateral da política monetária e v) a âncora do sistema é a baixa resistência dos salários reais médios (SERRANO, 2010, p. 68)

A observação de Serrano, no entanto, não se resume a defender a aplicação da administração do câmbio como forma de verdadeiramente atingir níveis de inflação baixos. Isso porque, segundo ele, essa política também carrega ônus para o país:

Em termos fiscais, aumenta a carga de juros da dívida pública. Em termos distributivos, os juros reais elevados estabelecem um alto custo de oportunidade para o capital, o que eleva o piso aceitável das margens de lucros das empresas e concentra a distribuição funcional da renda. Os juros reais elevados atrapalham o crescimento do crédito para o consumo e para a construção civil e, a partir daí, desestimulam o investimento produtivo induzido e o crescimento do próprio produto potencial. O câmbio real cada vez mais valorizado desprotege a indústria local contra as importações, diminuindo sua competitividade, e atrapalha as exportações de produtos industriais mais sofisticados, solidificando uma inserção externa de pouco dinamismo tecnológico, baseada apenas em nossas vantagens absolutas em alguns recursos naturais (SERRANO, 2010, p. 69)

Diante da errônea afirmação de que a economia brasileira sofria com choques de demanda, Serrano sugere uma linha de atuação similar à da Argentina¹³ e/ou controle de capital especulativo:

[...] talvez esteja na hora de começar a se pensar em combinar desvalorização cambial com desindexação dos preços monitorados, além de taxação das exportações de alguns bens básicos, o que reduziria o custo para os salários e geraria melhora da competitividade, nas linhas do que foi feito pelo governo da Argentina. [...] talvez fosse prudente, começar a se pensar em controle de capitais externos de curto prazo que, no mínimo, evitem a entrada indesejada de capital especulativo que tenha um potencial desestabilizador mais adiante. Já que conseguimos o “investment grade” não seria razoável ser mais seletivo em termos da qualidade do capital externo atraído? (SERRANO, 2010, p. 70-71)

Como afirmado por Serrano, o câmbio tem afetado diretamente os preços livres e administrados. Dessa maneira, ocorrem pressões inflacionárias decorrentes da variação cambial que representam choques de custos e de oferta. A utilização do instrumento da taxa de juros para controlar choques de oferta já foi apresentada como ineficiente.

Contudo, nos momentos em que a pressão inflacionária é resultante de choques temporários de oferta, a política do BCB tem elevado o nível de juros de maneira “desnecessária”. Muito disso decorre da utilização do índice “cheio” do IPCA. Oreiro ressalta essa questão no seu trabalho:

Para acomodar a ocorrência de choques de oferta, alguns Bancos Centrais de países que adotaram o regime de metas de inflação optaram por “expurgar”, do cálculo do índice de inflação de referência do sistema, a variação de preços dos bens e serviços mais diretamente afetados por esses choques. Esse é o caso, por exemplo, do Banco Central da Nova Zelândia (*Ibid*, p.290). No caso brasileiro, o Banco Central do Brasil utiliza o “índice cheio” do IPCA como referência para o sistema de metas de inflação. Dessa forma, toda a ocorrência de choques de oferta gera uma pressão imediata para a elevação da taxa de juros por parte do Banco Central, quando a política recomendada nesse caso seria acomodar esses choques por intermédio de um aumento temporário da taxa de inflação (Curado e Oreiro, 2005, p. 15)

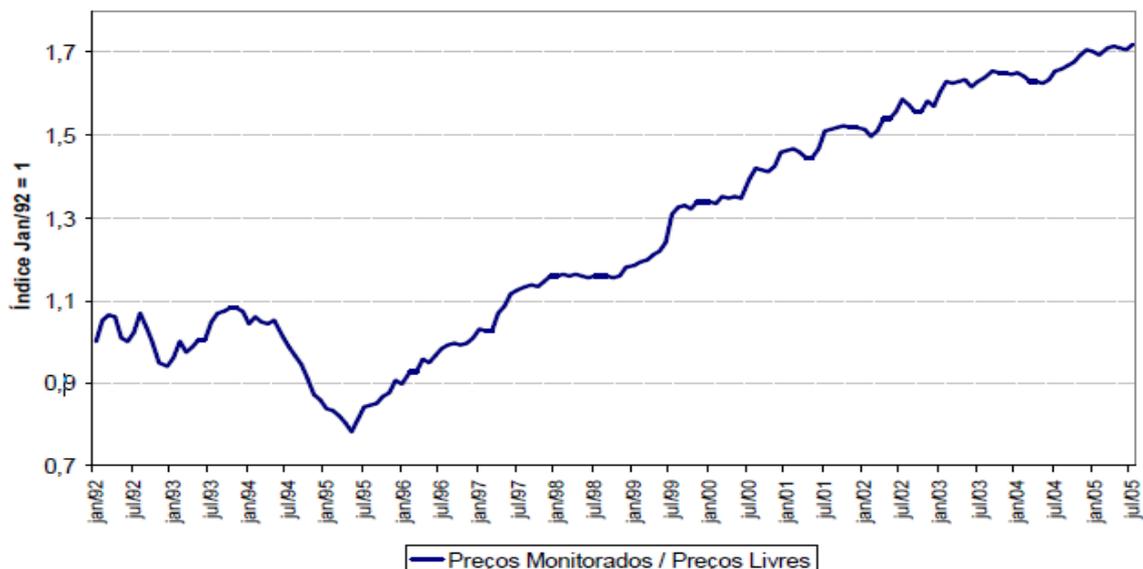
Com a utilização do núcleo da inflação, o índice seria mais preciso em determinar as condições acerca da conjuntura inflacionária do Brasil. Isso resultaria

¹³ O governo Kirchner estabeleceu taxas à exportação de bens básicos, de modo a aumentar a rentabilidade relativa das exportações (SERRANO, 2010, p. 70).

em uma maior capacidade de acomodação dos choques de oferta e, conseqüentemente, reduzindo ou, até mesmo, anulando a necessidade de utilizar o juros para frear a inflação.

Além da incapacidade de acomodar choques de oferta, a inflação brasileira apresentou alto índice na relação preços monitorados-livres nos anos de 1992 a 2005, conforme apresenta a FIESP (2005) na figura 4:

Figura 4 - Evolução da relação "Preços Monitorados / Preços Livres": 1992 a 2005



Fonte: FIESP (2005)

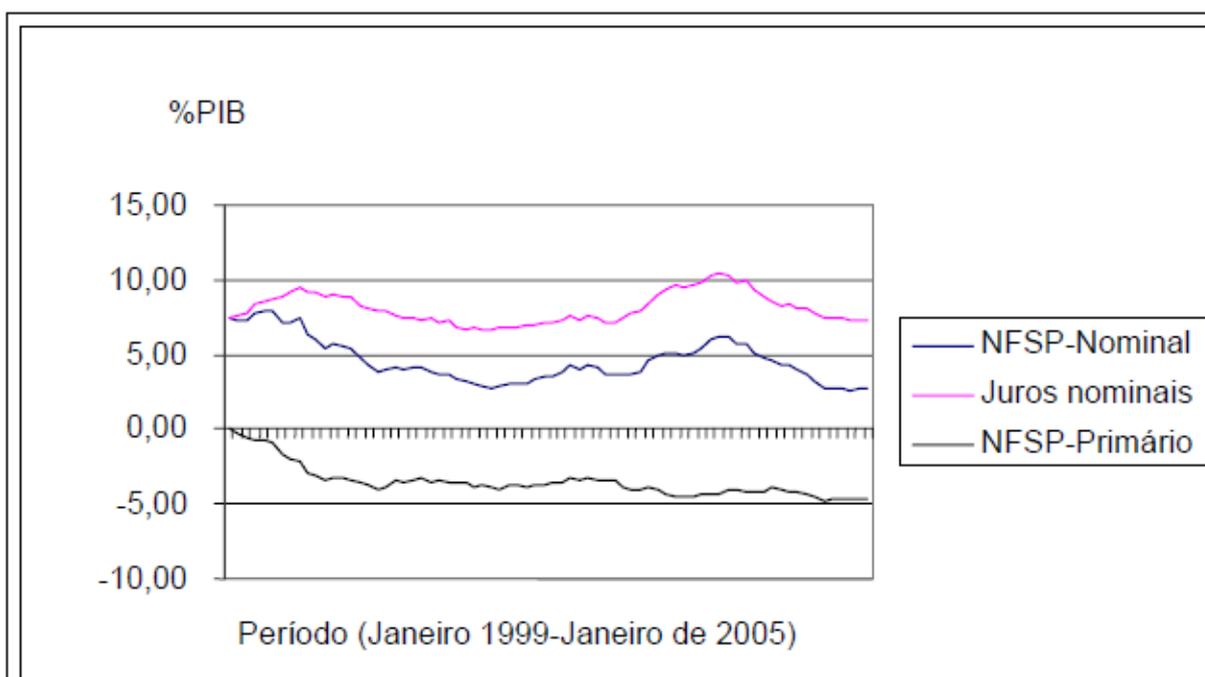
É importante situar que os preços monitorados, diferentemente dos livres, possuem rigidez à oferta e demanda. Como esses preços são, em geral, estabelecidos em contratos, a taxa de juros tem pouco efeito sobre eles. No período de análise da FIESP, os preços monitorados correspondiam a aproximadamente 30% do IPCA. Essa participação é muito alta e, de tal maneira, indica que grande parte do componente do IPCA não consegue ser controlado pelo juro.

Em virtude disso, é consenso entre os autores já mencionados de que a solução mais recomendada é seguir outros países que incorporam somente o núcleo na análise do índice de preços.

4.4 EFEITOS SOBRE A DÍVIDA PÚBLICA

As elevadas taxas de juros além de impactar sobre a demanda agregada, acabam por gerar pressões crescentes nas contas públicas. A figura 4 demonstra os impactos dos juros sobre a dívida de janeiro de 1999 a 2005:

Figura 5 - Necessidade de Financiamento do Setor Público (NFSP) Primário, Nominal e Gastos com Pagamento de Juros (% do PIB) – Janeiro 1999 a Janeiro 2005



Fonte: Curado e Oreiro (2005)

O impacto fiscal é percebido pela alta proporção do pagamento de juros com relação ao PIB. Conforme obtido por Curado e Oreiro, essa obrigação chega a ser superior aos 10%. A fim de compensar o déficit, é necessária a imposição de política de superávits primários crescentes.

Graças a eventos como a valorização cambial e crescimento econômico, o país conseguiu atingir, perto de 2005, patamares similares aos visualizados no início das metas, em 1999.

Sicsú (2002) explica que o impacto da volatilidade do câmbio e da taxa de juros, incide diretamente sobre a dívida pública brasileira. Isso porque a tentativa de controlar uma elevação do câmbio que produz aumento da dívida pública, também causa elevação da dívida pública.

Seguindo as condições estabelecidas por Mishkin e ao fato do componente fiscal ser um fator preponderante para o crescimento sob o “tripé macroeconômico”, as pressões fiscais podem apresentar condição crítica ao bom funcionamento do RMI. A contínua necessidade de geração de superávits primários implica em maior “estrangulamento” das receitas, ou seja, ocorrem pressões sob as principais formas de receita do governo, dentre elas, as contribuições e impostos.

Como consequência, numa economia que já apresentava alta carga tributária, a elevação dos encargos a fim de assegurar a saúde fiscal é, potencialmente, um dos fatores que reduziram as possibilidades de crescimento do país, ao encarecer o consumo e a produção industrial por exemplo.

4.5 ESTRUTURA DE GOVERNANÇA DO BCB

Entende-se por governança, segundo Oreiro, como a forma que são respondidas três questões principais. Qual a taxa natural (ótima) de inflação a ser perseguida? Quão autônomo deve o Banco Central ser no processo de fixação da meta? Como são definidas as expectativas de inflação, e são elas de fato representativas?¹⁴

Essas questões variam para cada um dos países que utilizam o regime de metas. Por motivos histórico-sociais, quando trazido para o Brasil, o debate sobre discricionariedade, governança e a estabilidade nas decisões dos *policymakers* se intensifica.

Tanto nas produções com Curado quanto com Passos, Oreiro afirma que uma das razões que geraram o descolamento do sucesso obtido por países como Israel, Reino Unido e Nova Zelândia sob o RMI se deu pela, então, estrutura da governança da política monetária brasileira e, em seguida, lista os fatores por trás disso¹⁵:

- 1) Ausência de separação entre a instituição que fixa e a responsável pela obtenção das metas;
- 2) Decisão sobre o patamar das metas não é representativa dos interesses sociais;

¹⁴ Oreiro e Passos (2005)

¹⁵ Curado e Oreiro (2005)

- 3) Rigidez na acomodação de choques de oferta;
- 4) Utilização de expectativas de inflação de agentes não formadores de preços;

Esses fatores contribuem para uma ineficiência estrutural do RMI. A ausência de separação entre as instituições que fixam e as que perseguem a meta é prejudicial ao modelo.

No Brasil, a instituição que fixa a meta é o CMN e o BCB é responsável por obter a meta, conforme expresso no decreto instaurador das metas. Contudo, a composição da CMN, tal como se mantém até hoje, é formada pelo Presidente do Banco Central do Brasil e pelos Ministros do Planejamento e da Fazenda. A participação de reduzidos membros, sendo um deles o presidente do BCB, implica em interferência entre as instituições, desse modo, Curado e Oreiro observam um conflito de atribuições.

Na visão dos autores, a forma de correção desse conflito seria o aumento dos integrantes que compõe o CMN. A adição de membros de diferentes composições (trabalhadores, acadêmicos, empresários) produziria um debate mais maduro e mais eficaz que o vigente.

Tinbergen (1952) expressou que a política monetária deveria ser resultado de amplo debate com a sociedade sobre os graus de aversão à inflação e ao desemprego (*trade-off* expresso pela Curva de Philips). Esse debate idealizaria uma “taxa ótima de inflação” a ser obtida no longo prazo.

Defende-se então uma “democratização” do processo controlador da inflação. Curado e Oreiro observam que tal condição não existe no RMI brasileiro. A ausência de debate provoca a fixação de metas “irrealistas” e acaba por estimular o discurso de setores que reivindicam políticas mais participativas e críveis.

A partir dessas reivindicações, os autores defendem a adoção de metas de inflação mais estáveis. O uso de metas decrescentes pouco contribuiu para o sucesso da meta. Seria mais indicado, então, atingir as metas com estabilidade do que indicar um compromisso que não é crível.

A fixação de metas muito decrescentes não tem de fato contribuído para a redução das taxas de inflação. Seu único efeito é induzir o COPOM a promover políticas monetárias austeras, reduzindo as possibilidades de expansão do produto e do emprego no Brasil. A adoção de metas estáveis de inflação elevaria os graus de liberdade do COPOM na determinação da taxa de juros, contribuindo para o crescimento da demanda agregada e do produto. (Curado e Oreiro, 2005, p. 19)

A atuação da taxa de juros ocorre sobre a curva de IS, impactando na demanda agregada. Desse modo, a inflação é controlada por mecanismos de transmissão do controle da demanda. Se observa, por outro lado, que há pouco ou nenhum efeito sobre as questões de oferta. A “eliminação” dos componentes inflacionários em excesso do *core* (núcleo) do índice de preços é novamente utilizada como possível resposta ao problema.

Da mesma maneira que o relatório da FIESP (2005), Oreiro questiona se a expectativas dos agentes que influenciam na previsão do BCB, eram de fato, capazes de refletir as expectativas dos agentes econômicos em geral. A identificação de que o Banco Central do Brasil realizava pesquisas com base em 90 instituições financeiras e consultorias¹⁶ e que a partir delas formava sua expectativa de mercado, fato observável em relatório de inflação¹⁷, é, no mínimo, questionável uma vez que o setor não é fixador de preços.

Outrossim, conclusões como as vistas no trabalho de Belaisch (2003) e Oreiro et al. (2012) indicam vieses na concepção das expectativas para inflação futura projetada pelos agentes financeiros do país.

A observação de ausência competitiva entre os bancos, insinua a possibilidade de que haver coordenação nas decisões dos agentes. Teríamos desse modo, uma expectativa inflacionária superestimada que visando uma taxa de juros mais elevada que gerasse maior rentabilidade para o setor.

¹⁶ FIESP, 2005, p. 9

¹⁷ Relatório de Inflação de setembro de 2004

Dessa maneira cria-se um mecanismo perverso no qual o sistema financeiro brasileiro pode influenciar a decisão do Banco Central a respeito da fixação da taxa de juros, pois se os bancos entrarem em acordo entre si eles podem “forçar” um aumento da taxa de juros por intermédio de uma “revisão para cima” de suas expectativas de inflação. Em função das fortes evidências de comportamento oligopolista por parte dos bancos brasileiros (cf. Belaisch, 2003), a ocorrência de um “conluio” para forçar um aumento da taxa de juros não pode ser encarada como uma simples “curiosidade teórica” (Oreiro e Passos, 2005, p. 6)

A fim corrigir as expectativas, o BCB deveria seguir o exemplo de outros países¹⁸ e ampliar o espectro da pesquisa sobre a tendência dos preços futuros. Através da adição, principalmente, de agentes que tem o poder de efetivamente fixar preços e departamentos de pesquisa de instituições de ensino superior. Logo, a produção da expectativa seria menos viesada e mais precisa.

Há margem para questionamentos acerca dos objetivos da governança do BCB. A política econômica baseada no câmbio flutuante, nos superávits primários e no RMI, não tem alcançado os resultados desejados sob a ótica de política econômica.

A manutenção de elevadas taxas de juros, da baixa competitividade das instituições financeiras, da importância dada às expectativas do setor financeiro serve como indícios de que a política econômica brasileira não serviu, no período, para atender aos objetivos iniciais.

Essas condições, junto com a estabilidade de preços do RMI e os outros elementos do tripé macroeconômico, têm se mostrado como benéficos principalmente para o setor financeiro. A preservação dos ativos e de sua rentabilidade demonstrou ser melhor obtida que a estabilidade macroeconômica do país. Supõe-se, portanto, que o RMI foi transfigurado para atender a objetivos “não transparentes” do ponto de vista social.

¹⁸ FIESP, 2005, p. 11

5 COMPARAÇÃO COM A CONJUNTURA RECENTE – 2005 A 2017

Para manter um grau de relevância dos estudos passados para com a conjuntura recente do Brasil, devemos introduzir dados e informações atuais, seguindo os apresentados pelos autores, para determinar se as instituições brasileiras promoveram mudanças e obtiveram resultados mais favoráveis que os apresentados no intervalo de 1999 a 2005.

A inadequação das metas para o caso brasileiro poderá ser cogitada, caso os dados recentes impliquem em piora das condições de estabilidade macroeconômica do Brasil. Isso não significa, no entanto, uma urgência pelo abandono do Regime, mas sim uma reflexão sobre a necessidade de reformar a estrutura e condução do modelo, tendo em mente as propostas formalizadas pelos autores.

Iniciando pela variável objetivo do RMI, a evolução do índice IPCA “cheio” é exposta no gráfico 4. Partindo de 1995 indo até o horizonte recente de 2017 é possível reparar que a inflação brasileira apresentou uma trajetória de queda desde a introdução do Plano Real, não atingindo os elevados patamares inflacionários de anos anteriores ao mesmo.

Gráfico 4 - Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (1995-2017)

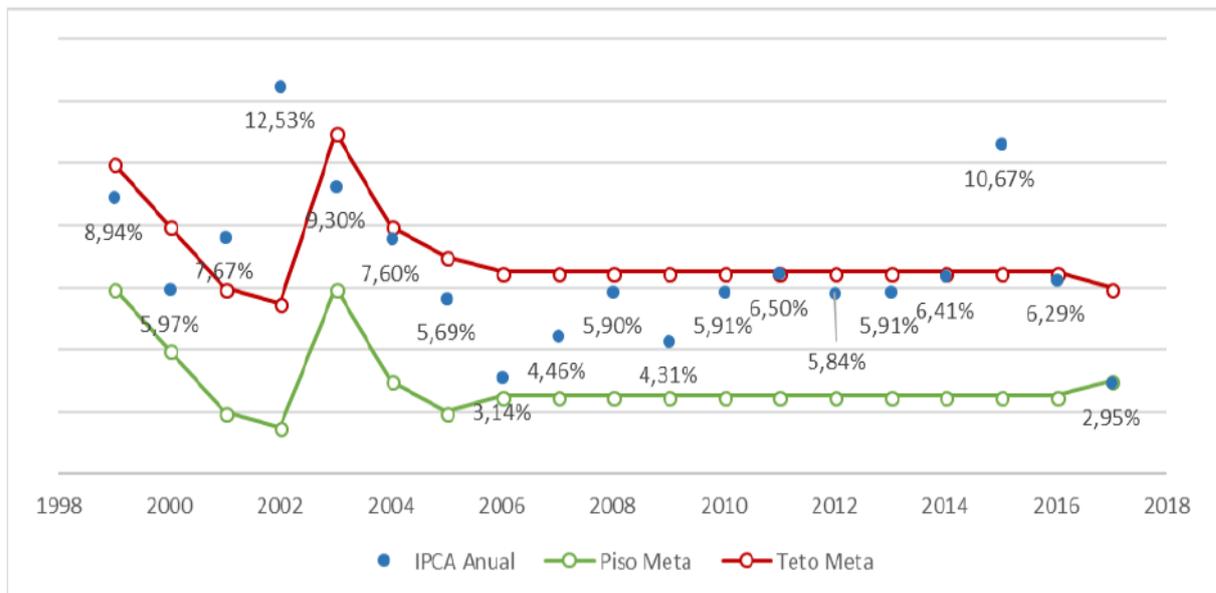


Fonte: IBGE; Elaboração: Autor (2018)

Neste recorte, a inflação brasileira somente superou os dois dígitos em três momentos: em 1995, ainda no período de estabilização do Plano Real e fora do RMI; em 2002, explicado, em grande parte, por turbulências no mercado financeiro, dificuldades na administração da dívida pública e “temores” com relação às eleições; e em 2015, durante a recente crise econômica explicada, também, por questões políticas.

A simples análise com relação ao IPCA não é suficiente para avaliar o Regime de Metas no aspecto da inflação. Em virtude disso, o gráfico 5 compara o desempenho do IPCA com o intervalo de tolerância estabelecido pela autoridade monetária no período.

Gráfico 5 - IPCA x Metas (1999-2017)



Fonte: BCB e IBGE; Elaboração: Autor (2018)

Considerando os intervalos de tolerância, o BCB descumpriu as metas¹⁹ nos anos de 2001, 2002 e 2015. Adicionalmente, é possível verificar que por mais de dez vezes, a inflação efetiva se localizou próxima ao teto da meta. Isso representa um conflito com relação à proposta do RMI, pois a teoria espera que ocorra convergência da inflação esperada para o centro da meta, ao passo que a

¹⁹ Foram utilizados os intervalos de tolerância reajustados para os anos de 2003 e 2004. A utilização dos níveis inicialmente estabelecidos promoveria descumprimento das metas para esses anos, como já visto em seções anteriores.

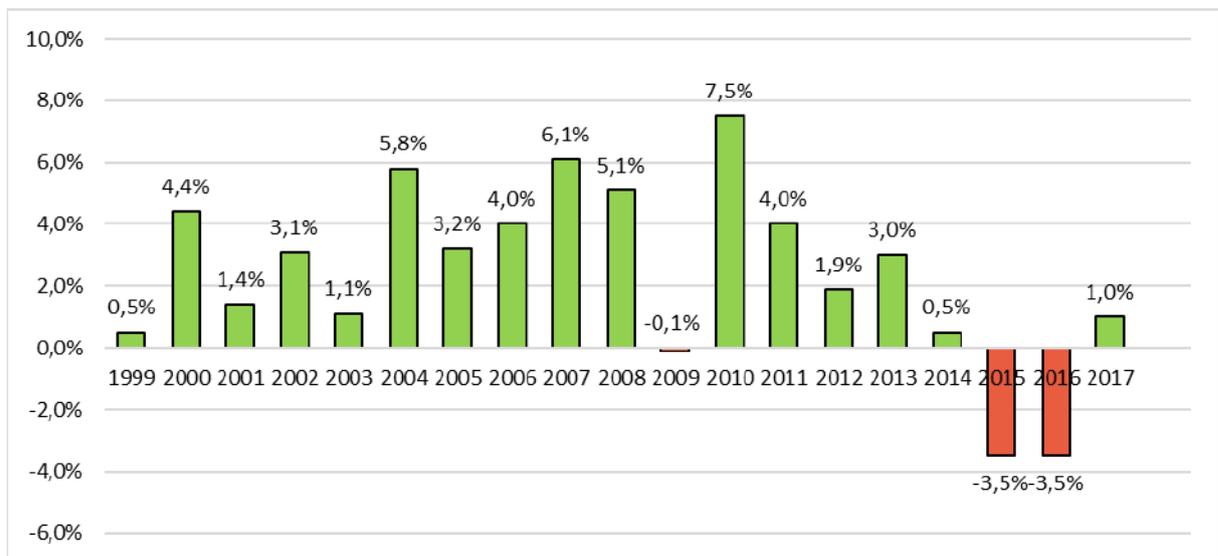
autoridade monetária tenha atingido o objetivo anunciado e auferido ganhos de credibilidade. Sob essa ótica, é notório que o BCB não conseguiu afluir com a teoria.

Apesar disso, a política de controle inflacionário pode ser considerada como bem-sucedida, uma vez que conseguiu manter a inflação dentro dos parâmetros estabelecidos na maior parte do tempo.

Se inserida no contexto de metas críveis, a política do CMN em estabilizar as metas no nível de 4,5% desde 2005, com tolerância de 2% desde 2006, sinaliza o compromisso com tal objetivo. Essa política vai de encontro com a sugestão expressa nas obras de Mendonça e Oreiro para que o *policymaker* não estabelecesse metas decrescentes e “inatingíveis”.

Em seguida, devemos averiguar se o Brasil conseguiu manter trajetória de crescimento real da economia para atingir a estabilidade macroeconômica, seguindo as proposições de Oreiro. Para tanto, o gráfico 6 nos fornece a série histórica de crescimento do PIB brasileiro desde a introdução do RMI.

Gráfico 6 - Crescimento do PIB brasileiro (1999-2017)

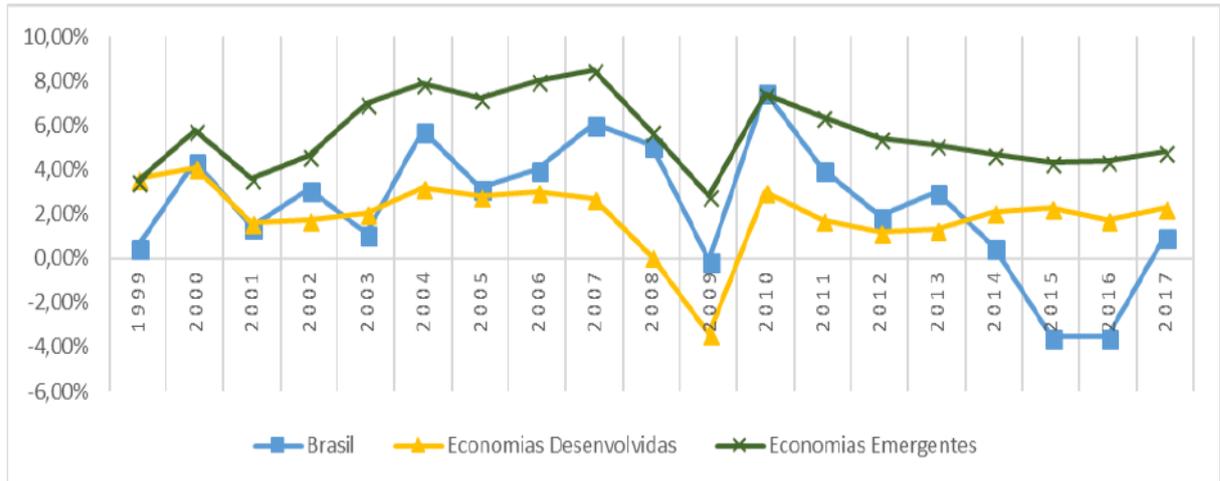


Fonte: FMI e IBGE; Elaboração: Autor (2018)

O Brasil apresentou média de crescimento de 2,39% no período, tendo sido superior a 5% por poucas vezes. O baixo desempenho econômico brasileiro é ainda

mais evidenciado quando comparado com outros grupos de países²⁰, em especial os de economias emergentes, como visto no gráfico 7.

Gráfico 7 - Comparação do Crescimento do PIB (1999-2017)



Fonte: FMI; Elaboração: Autor (2018)

Na comparação, o Brasil apresentou por diversas vezes, taxas de crescimento superiores às de economias desenvolvidas. Por outro lado, deve-se ressaltar que o grupo de países desenvolvidos tem atingido níveis de crescimento mais elevados que o brasileiro desde 2014. Esse distanciamento recente é certamente preocupante, já que implica em aumento da disparidade entre o país e as economias desenvolvidas.

No entanto, a questão mais preocupante se dá ao comparar o Brasil com as economias emergentes. Nos últimos 18 anos somente em uma oportunidade (2010), o crescimento real do PIB brasileiro foi superior ao médio de países emergentes.

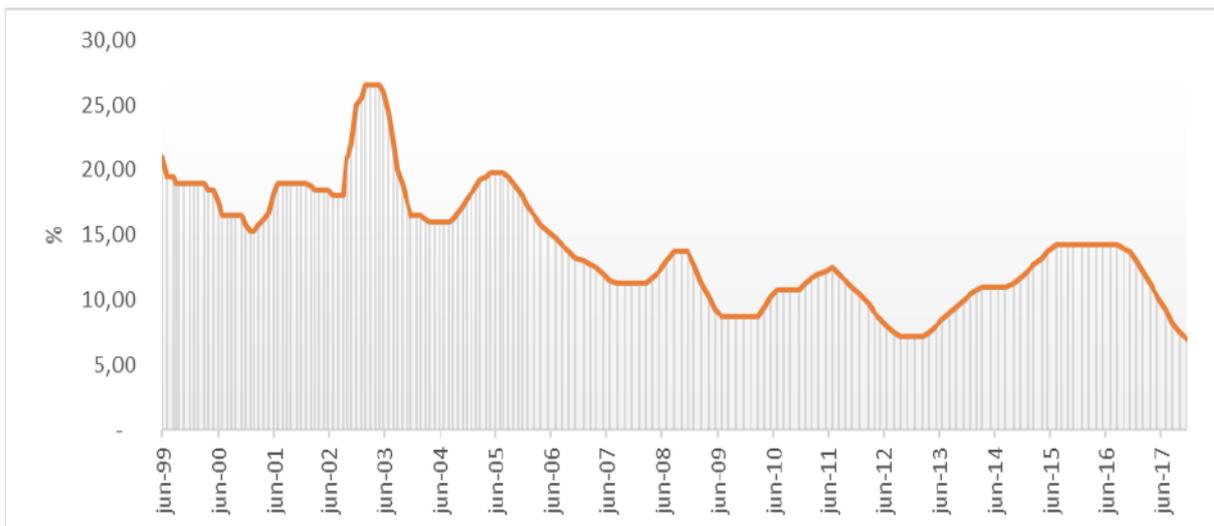
Essa discrepância indica que a política econômica brasileira não conseguiu aproveitar o período de crescimento das economias mundiais por volta de 2005, tampouco acompanhar a tendência de crescimento acima de 4% vista desde 2010 para os emergentes. O distanciamento, principalmente nos anos de 2013 a 2016, impede que a explicação seja simplesmente relacionada à conjuntura externa visto que se fosse, os emergentes também seriam afetados.

²⁰ Os grupos selecionados seguem a composição verificada no IMF DataMapper.

Uma das questões que podem explicar o fraco desempenho econômico brasileiro sob o RMI é a taxa de juros. Sabe-se que a taxa de juros atua sobre diversos agregados econômicos, e de tal maneira afeta o crescimento. Uma vez fora do Regime de Bandas Cambiais e inserido no contexto do Regime de Metas, o Brasil deveria apresentar redução da taxa de juros, enquanto não houve necessidade de controle inflacionário.

O gráfico 8 a seguir, mostra a evolução da taxa meta Selic decidida pelas atas do Copom²¹ desde 1999.

Gráfico 8 - Evolução da Taxa Meta Selic (1999-2017)



Fonte: BCB; Elaboração: Autor (2018)

A frequente presença do Brasil no ranking de países com as maiores taxas de juros do mundo, é elucidada pelo gráfico. Foram sustentadas durante mais de dez anos, taxas de juros superiores a 10%. Diversos motivos foram apontados como responsáveis por tal fato, dentre eles: expectativas inflacionárias “tendenciosas” do mercado, rigidez a queda dos juros pelo setor bancário, necessidade de fluxo cambial e erros de dimensionamento de política monetária.

Pode-se verificar através do gráfico 8 que a trajetória do juros tem apresentado gradual redução desde 2003, atingindo baixas históricas já em 2017. A

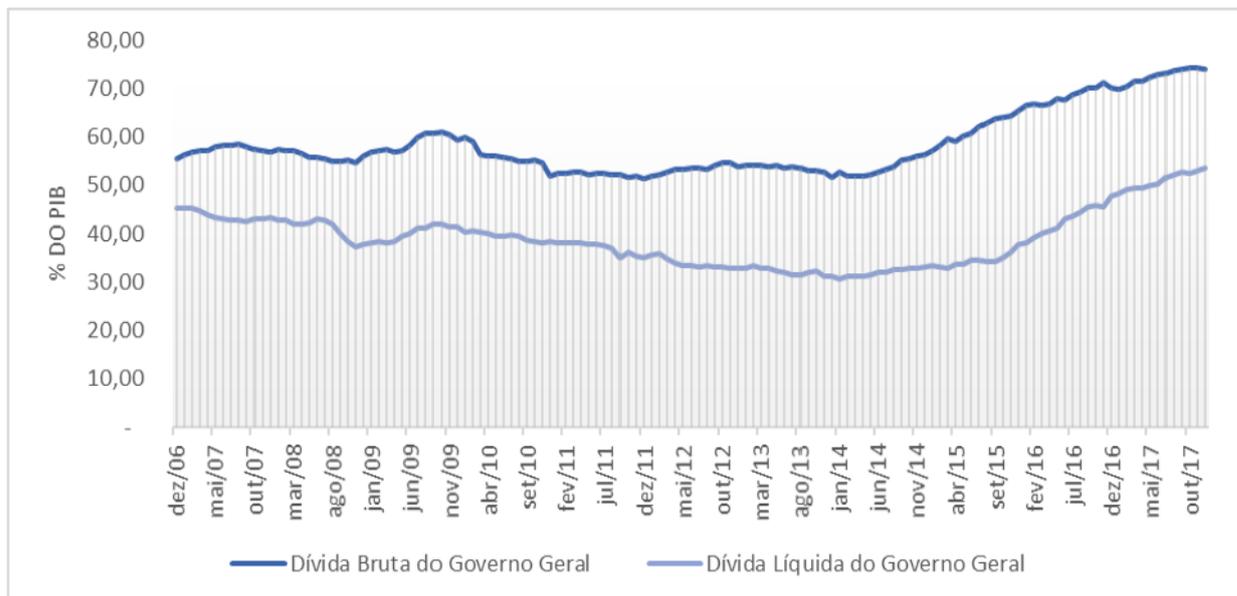
²¹ Histórico de reuniões do Copom presente no Anexo 1

sinalização de queda dos juros indica uma busca por melhor estabilidade da política monetária ao passo que as metas têm sido atingidas.

No entanto, a manutenção de taxas excessivamente elevadas por longos períodos, causou prejuízos ao desempenho econômico do país. Além disso, essa manutenção afetou diretamente o serviço da dívida pública, já que a mesma possui juros atrelados à taxa básica Selic.

O gráfico 9 mostra os resultados da dívida pública bruta e líquida e sua razão com o PIB para os anos de 2007 a 2017.

Gráfico 9 - Dívida Pública Bruta e Líquida (2006-2017)



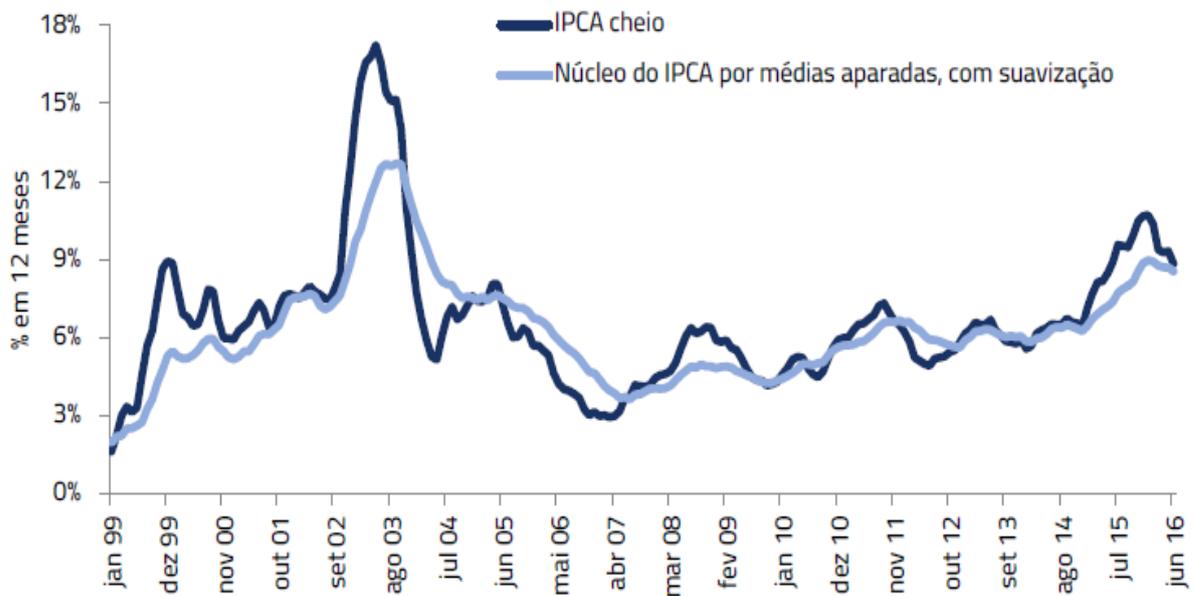
Fonte: BCB; Elaboração: Autor (2018)

A simples análise gráfica demonstra a crescente evolução da dívida pública brasileira. A piora na dívida é resultado da manutenção de altas taxas de juros durante a última década e pelos recentes desequilíbrios no câmbio. Esses fatores causaram uma situação fiscal alarmante.

Segundo projeções do FMI²², a projeção é de que essa proporção chegue a 92,5% do PIB até 2022-23. Por isso, é imprescindível, para o funcionamento do RMI, o ajuste fiscal.

²² IMF Country Report No. 17/215

Figura 6 - IPCA Cheio x Núcleo



Fonte: BCB

Dados os indicadores na presente seção em conjunto com os enunciados pelos autores pós-keynesianos, deve-se questionar, novamente, a estrutura de governança do RMI. O objetivo aqui será simplesmente verificar se as propostas de mudança na governança previamente feitas foram, de fato, realizadas.

Resgatando as propostas devemos averiguar se: 1) ocorreu maior separação entre a instituição que fixa as metas e quem é obrigada a atingi-la; 2) “democratizou” o processo de decisão acerca dos níveis de inflação e desemprego para com a sociedade; 3) há maior espaço para acomodação de choques de oferta; 4) a formação das expectativas de inflação tornaram-se representativas dos setores formadores de preços.

De acordo com alguns dos autores, o problema do conflito de atribuições entre do BCB se dava, em suma, pelo número reduzido de membros e pela presença do presidente do BCB na composição do CMN.

Este item é facilmente examinável. Isso porque ainda segundo a Lei nº 9069, a composição do Conselho Monetário Nacional permanece sendo formada pelos Ministro da Fazenda, Ministro do Planejamento, Desenvolvimento e Gestão e Presidente do Banco Central do Brasil, tal como na época quando fora criticada pelos autores. Portanto, presume-se que o conflito de atribuições continua existindo na governança do RMI.

Devido à dificuldade de mensurar o nível de participação social na decisão do *trade off* entre inflação e desemprego, analisa-se em conjunto este item com o item de formação das expectativas de mercado. Entende-se que, se as expectativas de inflação tomarem como base ampla camada social e agentes capazes de interferir no nível de preços, terá ocorrido uma maior “democratização” do processo de decisão no RMI brasileiro.

A explicação do próprio BCB demonstra que, tal como era, as expectativas de inflação ainda são fortemente influenciadas pelas expectativas do mercado financeiro. Enquanto a FIESP em 2005, afirmou que as pesquisas de mercado envolviam 90 instituições financeiras, hoje, de acordo com o BCB, são 130 instituições financeiras e gestoras de recursos que são analisadas pelo relatório Focus.

Os relatórios sobre expectativas de mercado (Focus) incluem: Focus-Relatório de Mercado: apresentação de um resumo dos resultados da pesquisa de expectativas de mercado, levantamento diário das previsões de cerca de 130 bancos, gestores de recursos e demais instituições (empresas do setor real, distribuidoras, corretoras, consultorias e outras) para a economia brasileira, publicado toda segunda-feira. (site do Banco Central do Brasil)

A manutenção de pesquisas, quase que em sua totalidade, direcionadas ao mercado financeiro, impedem a determinação objetiva da taxa de inflação futura e resultam em diminuição da participação social no processo decisório das metas.

Por fim, segundo as afirmações dos autores, a incapacidade de acomodar choques de oferta se dava pela utilização da forma “cheia” do índice de preços. Analisando publicações do BCB, podemos notar que há utilização do núcleo do IPCA para as explicações do BCB, ainda que o IPCA em sua totalidade seja o mais utilizado.

O uso de formas reduzidas do IPCA nas explicações, tal como no relatório de inflação de setembro de 2011, significa que há incorporação da forma do núcleo no processo de decisão sobre o nível de inflação e juros. Pode-se concluir que poucas mudanças ocorreram no âmbito de governança das metas.

Ainda que a inflação tenha sido estabilizada e tenha ocorrido queda do nível de juros, outras importantes variáveis econômicas, que afetam tanto a estabilidade macroeconômica quanto a própria “saúde” do RMI, tiveram desempenho pífio. As taxas de crescimento inferiores às de outros países emergentes, a elevação da

dívida pública e a manutenção de uma estrutura de governança ineficiente podem vir a causar grandes problemas para o Brasil.

Considera-se, por outro lado, que dada a evidência empírica trazida a tona pela condução da política econômica do tripé, pela preservação do poder de instituições financeiras, pela queda da produção industrial observada ao longo dos últimos anos, entre outros fatores, que a política do RMI, quer seja eficaz ou não, não está em sincronia com o objetivo de estabilidade macroeconômica proposto pelos autores.

É possível concluir que o Brasil não tem conduzido sua política econômica, de modo a garantir o crescimento sustentável no âmbito democrático. A ausência de estratégias de Estado e o favorecimento ao sistema financeiro é indicativo de que o Regime de Metas de Inflação no Brasil não serve para atingir aos objetivos defendidos pelo “tripé macroeconômico”, mas sim para garantir a manutenção da rentabilidade do setor não produtivo da economia.

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O último capítulo indica que as autoridades monetárias que conduzem o Regime de Metas no Brasil, não promoveram grandes alterações na sua forma de atuação, nem na estrutura do modelo.

Os dados recentes demonstraram que a economia brasileira obteve bons resultados no controle da inflação, em um momento posterior ao das críticas, contudo, conforme defendia Oreiro, a busca pela estabilidade macroeconômica não aconteceu.

O impacto de duas crises (2008 e 2013) na trajetória de crescimento econômico, mostrou a fragilidade da economia brasileira referente tanto ao cenário doméstico quanto ao internacional. Os resultados de crescimento real do PIB ficaram aquém dos países desenvolvidos e, até mesmo, de outros países emergentes.

Além disso, a manutenção da SELIC em patamares elevados durante muitos anos, mostra que há certa rigidez quanto à sua diminuição. Essa rigidez não se deve, somente, por expectativas que destoam da meta, mas também devido ao interesse do setor financeiro (principal influenciador das expectativas para o BCB). Esses patamares elevados da SELIC exerceram pressão na dívida pública interna do país, como visto anteriormente.

Assim, seguindo as ideias de Mishkin, a crescente pressão da dívida pública pode vir a pesar contra o sucesso das metas no futuro, pondo em risco o regime como um todo. Pode-se inferir que o Regime de Metas, tal como se sustenta hoje, é inadequado para atingir os objetivos superiores à estabilidade de preços.

A piora da economia brasileira sob diversos indicadores que não a inflação, demonstra que a intenção do RMI tem sido a estabilidade de preços não pelos motivos presumidos de desenvolvimento econômico, mas sim para o favorecimento de determinados setores sociais “privilegiados”.

REFERÊNCIAS

ALVES, PAULO R.S.; FIGUEIREDO, FRANCISCO, M.R.; JUNIOR, ANTONIO N.N.; PEREZ, LEONARDO P. Preços Administrados: projeção e repasse cambial. Banco Central Trabalhos para Discussão, v. 305, mar. 2013.

Banco Central do Brasil. Índices de Preços no Brasil. Banco Central do Brasil Série Perguntas Mais Frequentes, v. 2.

Banco Central do Brasil. Preços Administrados. Banco Central do Brasil Série Perguntas Mais Frequentes, v. 5.

Banco Central do Brasil. Regime de Metas para a Inflação no Brasil. Banco Central do Brasil Série Perguntas Mais Frequentes, v. 10.

BELAISCH, AGNÈS. Do Brazilian Banks Compete?. IMF Working Paper, n. 03/113, p. 1-21, 1 jun. 2003.

BEVILAQUA, AFONSO S.; MESQUITA, MÁRIO; MINELLA, ANDRÉ. Brazil: Taming Inflation Expectations. Banco Central do Brasil Working Paper Series, v. 129, jan. 2007.

BOGDANSKI, J.; TOMBINI, ALEXANDRE A.; WERLANG, SÉRGIO R.C. Implementing Inflation Targeting in Brazil. Banco Central do Brasil Working Paper Series, v. 1, jul. 2000.

BRESSER-PEREIRA, LUIZ C.; GOMES, CLEOMAR. Inflation targeting in Brazil: a Keynesian approach. Post-Keynesian Conference, v. 2007

FIESP. Regime de Metas para Inflação no Brasil. São Paulo. FIESP, 2005. Relatório Técnico

FIGUEIREDO, FRANCISCO, M.R.; FERREIRA, THÁIS P. Os Preços Administrados e a Inflação no Brasil. Banco Central do Brasil Trabalhos para Discussão, v. 59, dez. 2002.

FILHO, FERNANDO FERRARI. “Keynesianos”, monetaristas, novos-clássicos e novos-keynesianos: uma crítica pós-keynesiana. Revista Ensaios FEE, Porto Alegre, v. 17, p. 78-101, 1996.

FILHO, FERRARI F. Os “Keynesianos” Neoclássicos e os Pós-Keynesianos. Revista Ensaios FEE, Porto Alegre, v. 12, n. 2, p. 340-348, 1991.

HAMMOND, GILL. State of the art of inflation targeting. Bank of England, 2012.

INTERNATIONAL MONETARY FUND. Brazil: 2017 Article IV Consultation-Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for Brazil. Country Report No. 17/215, 76 p., jul. 2017.

- MENDONÇA, HELDER F.; DEZORDI, LUCAS L.; CURADO, MARCELO L. A determinação da taxa de juros em uma economia sob metas para inflação: o caso brasileiro. *Revista Indicadores Econômicos FEE*, Porto Alegre, v. 33, n. 3, p. 97-110, dez. 2005.
- MENDONÇA, HELDER F.; SILVA, RUBENS T. Administração da dívida pública sob um regime de metas para inflação: evidências para o caso brasileiro. *Revista de Economia Aplicada*, São Paulo, v. 12, n. 4, p. 635-657, out-dez. 2008.
- MENDONÇA, HELDER F. Mensurando a Credibilidade do Regime de Metas Inflacionárias no Brasil. *Revista de Economia Política*, v. 24, n. 3, p. 344-350, jul-set. 2004.
- MENDONÇA, HELDER F. Metas para inflação e taxa de juros no Brasil: uma análise do efeito dos preços livres e administrados. *Revista de Economia Política*, v. 27, n. 3, p. 431-451, jul-set. 2007.
- MISHKIN, FREDERIC S. Inflation Targeting. Graduate School of Business, Columbia University and National Bureau of Economic Research, jul. 2001.
- MUTH, JOHN F. Rational Expectations and the Theory of Price Movements. *Econometrica*, v. 29, n. 3, jul. 1961.
- OREIRO, JOSÉ L.; PASSOS, MARCELO. A Governança da Política Monetária Brasileira: Análise e proposta de mudança. 2005.
- OREIRO, JOSÉ L. Economia Pós-Keynesiana: origem, programa de pesquisa, questões resolvidas e desenvolvimentos futuros. *Revista Ensaios FEE*, Porto Alegre, v. 32, n. 2, p. 283-312, nov. 2011.
- OREIRO, JOSÉ L.; CURADO, MARCELO L. Metas de Inflação: uma avaliação do caso brasileiro. mar. 2005.
- OREIRO, JOSÉ L.; DE PAULA, LUIZ F.; DA SILVA, GUILHERME J.C.; DO AMARAL, RAFAEL Q. Por que as taxas de juros são tão elevadas no Brasil? Uma avaliação empírica. *Revista de Economia Política*, v. 32, n. 4, p. 557-579, out-dez. 2012.
- PELICIONI, LUIS A; RESENDE, MARCO F.C. Metas de inflação, política monetária e investimento: um estudo para dezessete países. *Revista de Economia Política*, v. 29, n. 3, p. 71-92, jul-set. 2009.
- SERRANO, FRANKLIN. Juros, câmbio e o sistema de metas de inflação no Brasil. *Revista de Economia Política*, v. 30, n. 1, p. 63-72, jan-mar. 2010.
- SICSÚ, JOÃO. Flutuação cambial e taxa de juros no Brasil. *Revista de Economia Política*, 2002, v. 22, n. 3, p. 132-145, jul-set. 2002.

SICSÚ, JOÃO. Expectativas inflacionárias no regime de metas de inflação: uma análise preliminar do caso brasileiro. *Economia Aplicada*, v. 6, n. 4, p. 703-711, jul-set. 2002.

SILVA, FABIANA L. O sistema de metas de inflação e a crítica pós-keynesiana: uma aplicação para o Brasil. 140 f. Dissertação (Mestrado em Economia Política) – Setor de Política, Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2009.

SVENSSON, LARS E.O. Inflation Forecast Targeting: Implementing and Monitoring Inflation Targets. *European Economic Review*, v. 41, p. 1111-1146, 1997.

ANEXO 1 – HISTÓRICO DAS TAXAS DE JUROS

nº	Reunião		Período de vigência	Meta SELIC % a.a. (1)(6)	TBAN % a.m. (2)(6)	Taxa SELIC	
	data	viés				% (3)	% a.a. (4)
213ª	21/03/2018		22/03/2018 -	6,50			
212ª	07/02/2018		08/02/2018 - 21/03/2018	6,75		0,72	6,65
211ª	06/12/2017		07/12/2017 - 07/02/2018	7,00		1,15	6,90
210ª	25/10/2017		26/10/2017 - 06/12/2017	7,50		0,80	7,40
209ª	06/09/2017		08/09/2017 - 25/10/2017	8,25		1,03	8,15
208ª	26/07/2017		27/07/2017 - 06/09/2017	9,25		1,05	9,15
207ª	31/05/2017		01/06/2017 - 26/07/2017	10,25		1,51	10,15
206ª	12/04/2017		13/04/2017 - 31/05/2017	11,25		1,35	11,15
205ª	22/02/2017		23/02/2017 - 12/04/2017	12,25		1,51	12,15
204ª	11/01/2017		12/01/2017 - 22/02/2017	13,00		1,45	12,90
203ª	30/11/2016		01/12/2016 - 11/01/2017	13,75		1,53	13,65
202ª	19/10/2016		20/10/2016 - 30/11/2016	14,00		1,46	13,90
201ª	31/08/2016		01/09/2016 - 19/10/2016	14,25		1,75	14,15
200ª	20/07/2016		21/07/2016 - 31/08/2016	14,25		1,59	14,15
199ª	08/06/2016		09/06/2016 - 20/07/2016	14,25		1,59	14,15
198ª	27/04/2016		28/04/2016 - 08/06/2016	14,25		1,53	14,15
197ª	02/03/2016		03/03/2016 - 27/04/2016	14,25		2,02	14,15
196ª	20/01/2016		21/01/2016 - 02/03/2016	14,25		1,48	14,15
195ª	25/11/2015		26/11/2015 - 20/01/2016	14,25		2,02	14,15
194ª	21/10/2015		22/10/2015 - 25/11/2015	14,25		1,27	14,15
193ª	02/09/2015		03/09/2015 - 21/10/2015	14,25		1,75	14,15
192ª	29/07/2015		30/07/2015 - 02/09/2015	14,25		1,32	14,15
191ª	03/06/2015		04/06/2015 - 29/07/2015	13,75		2,00	13,65
190ª	29/04/2015		30/04/2015 - 03/06/2015	13,25		1,18	13,15
189ª	04/03/2015		05/03/2015 - 29/04/2015	12,75		1,81	12,65
188ª	21/01/2015		22/01/2015 - 04/03/2015	12,25		1,28	12,15
187ª	03/12/2014		04/12/2014 - 21/01/2015	11,75		1,45	11,65
186ª	29/10/2014		30/10/2014 - 03/12/2014	11,25		1,05	11,15
185ª	03/09/2014		04/09/2014 - 29/10/2014	11,00		1,66	10,90
184ª	16/07/2014		17/07/2014 - 03/09/2014	11,00		1,45	10,90
183ª	28/05/2014		29/05/2014 - 16/07/2014	11,00		1,41	10,90
182ª	02/04/2014		03/04/2014 - 28/05/2014	11,00		1,53	10,90
181ª	26/02/2014		27/02/2014 - 02/04/2014	10,75		0,93	10,65
180ª	15/01/2014		16/01/2014 - 26/02/2014	10,50		1,18	10,40
179ª	27/11/2013		28/11/2013 - 15/01/2014	10,00		1,24	9,90
178ª	09/10/2013		10/10/2013 - 27/11/2013	9,50		1,22	9,40
177ª	28/08/2013		29/08/2013 - 09/10/2013	9,00		1,02	8,90
176ª	10/07/2013		11/07/2013 - 28/08/2013	8,50		1,13	8,40
175ª	29/05/2013		30/05/2013 - 10/07/2013	8,00		0,88	7,90
174ª	17/04/2013		18/04/2013 - 29/05/2013	7,50		0,82	7,40
173ª	06/03/2013		07/03/2013 - 17/04/2013	7,25		0,80	7,16
172ª	16/01/2013		17/01/2013 - 06/03/2013	7,25		0,90	7,12

171 ^a	28/11/2012	29/11/2012 - 16/01/2013	7,25	0,91	7,14
170 ^a	10/10/2012	11/10/2012 - 28/11/2012	7,25	0,88	7,14
169 ^a	29/08/2012	30/08/2012 - 10/10/2012	7,50	0,82	7,39
168 ^a	11/07/2012	12/07/2012 - 29/08/2012	8,00	1,06	7,89
167 ^a	30/05/2012	31/05/2012 - 11/07/2012	8,50	0,93	8,39
166 ^a	18/04/2012	19/04/2012 - 30/05/2012	9,00	0,99	8,90
165 ^a	07/03/2012	08/03/2012 - 18/04/2012	9,75	1,07	9,65
164 ^a	18/01/2012	19/01/2012 - 07/03/2012	10,50	1,30	10,40
163 ^a	30/11/2011	01/12/2011 - 18/01/2012	11,00	1,45	10,90
162 ^a	19/10/2011	20/10/2011 - 30/11/2011	11,50	1,21	11,40
161 ^a	31/08/2011	01/09/2011 - 19/10/2011	12,00	1,48	11,90
160 ^a	20/07/2011	21/07/2011 - 31/08/2011	12,50	1,40	12,42
159 ^a	08/06/2011	09/06/2011 - 20/07/2011	12,25	1,33	12,17
158 ^a	20/04/2011	21/04/2011 - 08/06/2011	12,00	1,49	11,92
157 ^a	02/03/2011	03/03/2011 - 20/04/2011	11,75	1,46	11,67
156 ^a	19/01/2011	20/01/2011 - 02/03/2011	11,25	1,27	11,17
155 ^a	08/12/2010	09/12/2010 - 19/01/2011	10,75	1,21	10,66
154 ^a	20/10/2010	21/10/2010 - 08/12/2010	10,75	1,34	10,66
153 ^a	01/09/2010	02/09/2010 - 20/10/2010	10,75	1,34	10,66
152 ^a	21/07/2010	22/07/2010 - 01/09/2010	10,75	1,21	10,66
151 ^a	09/06/2010	10/06/2010 - 21/07/2010	10,25	1,16	10,16
150 ^a	28/04/2010	29/04/2010 - 09/06/2010	9,50	1,04	9,40
149 ^a	17/03/2010	18/03/2010 - 28/04/2010	8,75	0,93	8,65
148 ^a	27/01/2010	28/01/2010 - 17/03/2010	8,75	1,09	8,65
147 ^a	09/12/2009	10/12/2009 - 27/01/2010	8,75	1,09	8,65
146 ^a	21/10/2009	22/10/2009 - 09/12/2009	8,75	1,09	8,65
145 ^a	02/09/2009	03/09/2009 - 21/10/2009	8,75	1,09	8,65
144 ^a	22/07/2009	23/07/2009 - 02/09/2009	8,75	0,99	8,65
143 ^a	10/06/2009	11/06/2009 - 22/07/2009	9,25	1,01	9,16
142 ^a	29/04/2009	30/04/2009 - 10/06/2009	10,25	1,12	10,16
141 ^a	11/03/2009	12/03/2009 - 29/04/2009	11,25	1,40	11,16
140 ^a	21/01/2009	22/01/2009 - 11/03/2009	12,75	1,57	12,66
139 ^a	10/12/2008	11/12/2008 - 21/01/2009	13,75	1,43	13,66
138 ^a	29/10/2008	30/10/2008 - 10/12/2008	13,75	1,53	13,65
137 ^a	10/09/2008	11/09/2008 - 29/10/2008	13,75	1,79	13,66
136 ^a	23/07/2008	24/07/2008 - 10/09/2008	13,00	1,70	12,92
135 ^a	04/06/2008	05/06/2008 - 23/07/2008	12,25	1,61	12,17
134 ^a	16/04/2008	17/04/2008 - 04/06/2008	11,75	1,41	11,63
133 ^a	05/03/2008	06/03/2008 - 16/04/2008	11,25	1,23	11,18
132 ^a	23/01/2008	24/01/2008 - 05/03/2008	11,25	1,18	11,18
131 ^a	05/12/2007	06/12/2007 - 23/01/2008	11,25	1,40	11,18
130 ^a	17/10/2007	18/10/2007 - 05/12/2007	11,25	1,40	11,18
129 ^a	05/09/2007	06/09/2007 - 17/10/2007	11,25	1,18	11,18
128 ^a	18/07/2007	19/07/2007 - 05/09/2007	11,50	1,51	11,43
127 ^a	06/06/2007	07/06/2007 - 18/07/2007	12,00	1,31	11,93
126 ^a	18/04/2007	19/04/2007 - 06/06/2007	12,50	1,59	12,43
125 ^a	07/03/2007	08/03/2007 - 18/04/2007	12,75	1,38	12,68
124 ^a	24/01/2007	25/01/2007 - 07/03/2007	13,00	1,36	12,93
123 ^a	29/11/2006	30/11/2006 - 24/01/2007	13,25	1,89	13,19

122 ^a	18/10/2006		19/10/2006 - 29/11/2006	13,75		1,43	13,67
121 ^a	30/08/2006		31/08/2006 - 18/10/2006	14,25		1,75	14,17
120 ^a	19/07/2006		20/07/2006 - 30/08/2006	14,75		1,64	14,67
119 ^a	31/05/2006		01/06/2006 - 19/07/2006	15,25		1,92	15,18
118 ^a	19/04/2006		20/04/2006 - 31/05/2006	15,75		1,69	15,72
117 ^a	08/03/2006		09/03/2006 - 19/04/2006	16,50		1,77	16,50
116 ^a	18/01/2006		19/01/2006 - 08/03/2006	17,25		2,11	17,26
115 ^a	14/12/2005		15/12/2005 - 18/01/2006	18,00		1,66	18,00
114 ^a	23/11/2005		24/11/2005 - 14/12/2005	18,50		1,01	18,49
113 ^a	19/10/2005		20/10/2005 - 23/11/2005	19,00		1,60	18,98
112 ^a	14/09/2005		15/09/2005 - 19/10/2005	19,50		1,71	19,48
111 ^a	17/08/2005		18/08/2005 - 14/09/2005	19,75		1,37	19,74
110 ^a	20/07/2005		21/07/2005 - 17/08/2005	19,75		1,44	19,75
109 ^a	15/06/2005		16/06/2005 - 20/07/2005	19,75		1,80	19,73
108 ^a	18/05/2005		19/05/2005 - 15/06/2005	19,75		1,37	19,75
107 ^a	20/04/2005		22/04/2005 - 18/05/2005	19,50		1,35	19,51
106 ^a	16/03/2005		17/03/2005 - 21/04/2005	19,25		1,69	19,24
105 ^a	16/02/2005		17/02/2005 - 16/03/2005	18,75		1,37	18,75
104 ^a	19/01/2005		20/01/2005 - 16/02/2005	18,25		1,20	18,25
103 ^a	15/12/2004		16/12/2004 - 19/01/2005	17,75		1,63	17,74
102 ^a	17/11/2004		18/11/2004 - 15/12/2004	17,25		1,27	17,23
101 ^a	20/10/2004		21/10/2004 - 17/11/2004	16,75		1,11	16,71
100 ^a	15/09/2004		16/09/2004 - 20/10/2004	16,25		1,44	16,23
99 ^a	18/08/2004		19/08/2004 - 15/09/2004	16,00		1,12	15,90
98 ^a	21/07/2004		22/07/2004 - 18/08/2004	16,00		1,17	15,83
97 ^a	16/06/2004		17/06/2004 - 21/07/2004	16,00		1,46	15,79
96 ^a	19/05/2004		20/05/2004 - 16/06/2004	16,00		1,11	15,79
95 ^a	14/04/2004		15/04/2004 - 19/05/2004	16,00		1,41	15,80
94 ^a	17/03/2004		18/03/2004 - 14/04/2004	16,25		1,13	16,09
93 ^a	18/02/2004		19/02/2004 - 17/03/2004	16,50		1,08	16,28
92 ^a	21/01/2004		22/01/2004 - 18/02/2004	16,50		1,21	16,30
91 ^a	17/12/2003		18/12/2003 - 21/01/2004	16,50		1,39	16,32
90 ^a	19/11/2003		20/11/2003 - 17/12/2003	17,50		1,28	17,32
89 ^a	22/10/2003		23/10/2003 - 19/11/2003	19,00		1,38	18,84
88 ^a	17/09/2003		18/09/2003 - 22/10/2003	20,00		1,81	19,84
87 ^a	20/08/2003		21/08/2003 - 17/09/2003	22,00		1,58	21,84
86 ^a	23/07/2003		24/07/2003 - 20/08/2003	24,50		1,74	24,32
85 ^a	18/06/2003		19/06/2003 - 23/07/2003	26,00		2,21	25,74
84 ^a	21/05/2003		22/05/2003 - 18/06/2003	26,50		1,87	26,27
83 ^a	23/04/2003		24/04/2003 - 21/05/2003	26,50		1,78	26,32
82 ^a	19/03/2003	alta	20/03/2003 - 23/04/2003	26,50		2,16	26,32
81 ^a	19/02/2003		20/02/2003 - 19/03/2003	26,50		1,68	26,30
80 ^a	22/01/2003		23/01/2003 - 19/02/2003	25,50		1,81	25,36
79 ^a	18/12/2002		19/12/2002 - 22/01/2003	25,00		2,05	24,90
78 ^a	20/11/2002		21/11/2002 - 18/12/2002	22,00		1,58	21,90
77 ^a	23/10/2002		24/10/2002 - 20/11/2002	21,00		1,44	20,90
76 ^a ex.	14/10/2002		15/10/2002 - 23/10/2002	21,00		0,53	20,90
75 ^a	18/09/2002		19/09/2002 - 14/10/2002	18,00		1,18	17,90
74 ^a	21/08/2002	baixa	22/08/2002 - 18/09/2002	18,00		1,31	17,87

73ª	17/07/2002		18/07/2002 - 21/08/2002	18,00		1,64	17,86
72ª	19/06/2002	baixa	20/06/2002 - 17/07/2002	18,50		1,35	18,40
71ª	22/05/2002		23/05/2002 - 19/06/2002	18,50		1,26	18,07
70ª	17/04/2002		18/04/2002 - 22/05/2002	18,50		1,62	18,35
69ª	20/03/2002		21/03/2002 - 17/04/2002	18,50		1,28	18,45
68ª	20/02/2002		21/02/2002 - 20/03/2002	18,75		1,38	18,80
67ª	23/01/2002		24/01/2002 - 20/02/2002	19,00		1,25	19,05
66ª	19/12/2001		20/12/2001 - 23/01/2002	19,00		1,60	19,05
65ª	21/11/2001		22/11/2001 - 19/12/2001	19,00		1,39	19,05
64ª	17/10/2001		18/10/2001 - 21/11/2001	19,00		1,60	19,05
63ª	19/09/2001		20/09/2001 - 17/10/2001	19,00		1,32	19,07
62ª	22/08/2001		23/08/2001 - 19/09/2001	19,00		1,32	19,04
61ª	18/07/2001		19/07/2001 - 22/08/2001	19,00		1,74	18,96
60ª	20/06/2001	baixa	21/06/2001 - 18/07/2001	18,25		1,34	18,31
59ª	23/05/2001		24/05/2001 - 20/06/2001	16,75		1,17	16,76
58ª	18/04/2001		19/04/2001 - 23/05/2001	16,25		1,45	16,30
57ª	21/03/2001		22/03/2001 - 18/04/2001	15,75		1,11	15,84
56ª	14/02/2001		15/02/2001 - 21/03/2001	15,25		1,30	15,20
55ª	17/01/2001		18/01/2001 - 14/02/2001	15,25		1,13	15,19
54ª	20/12/2000		21/12/2000 - 17/01/2001	15,75		1,05	15,76
53ª	22/11/2000		23/11/2000 - 20/12/2000	16,50		1,21	16,38
52ª	18/10/2000		19/10/2000 - 22/11/2000	16,50		1,41	16,56
51ª	20/09/2000		21/09/2000 - 18/10/2000	16,50		1,16	16,60
50ª	23/08/2000		24/08/2000 - 20/09/2000	16,50		1,16	16,54
49ª	19/07/2000		20/07/2000 - 23/08/2000	16,50		1,53	16,51
48ª		uso/baixa	10/07/2000 - 19/07/2000	17,00		0,50	16,96
	20/06/2000	baixa	21/06/2000 - 07/07/2000	17,50		0,76	17,34
47ª	24/05/2000		25/05/2000 - 20/06/2000	18,50		1,28	18,39
46ª	19/04/2000		20/04/2000 - 24/05/2000	18,50		1,57	18,55
45ª		uso/baixa	29/03/2000 - 19/04/2000	18,50		1,09	18,60
	22/03/2000	baixa	23/03/2000 - 28/03/2000	19,00		0,28	18,94
44ª	16/02/2000		17/02/2000 - 22/03/2000	19,00		1,59	18,88
43ª	19/01/2000		20/01/2000 - 16/02/2000	19,00		1,45	18,87
42ª	15/12/1999		16/12/1999 - 19/01/2000	19,00		1,74	19,00
41ª	10/11/1999		11/11/1999 - 15/12/1999	19,00		1,67	18,99
40ª	06/10/1999	baixa	07/10/1999 - 10/11/1999	19,00		1,59	18,87
39ª	22/09/1999		23/09/1999 - 06/10/1999	19,00		0,69	19,01
38ª	01/09/1999		02/09/1999 - 22/09/1999	19,50		1,00	19,52
37ª	28/07/1999		29/07/1999 - 01/09/1999	19,50		1,78	19,51
36ª	23/06/1999	baixa	24/06/1999 - 28/07/1999	21,00		1,90	20,88
35ª		uso/baixa	09/06/1999 - 23/06/1999	22,00		0,87	21,92
	19/05/1999	baixa	20/05/1999 - 08/06/1999	23,50		1,09	23,36
34ª		uso/baixa	13/05/1999 - 19/05/1999	27,00		0,47	26,96
		uso/baixa	10/05/1999 - 12/05/1999	29,50		0,31	29,53
		uso/baixa	29/04/1999 - 07/05/1999	32,00		0,77	31,91
	14/04/1999	baixa	15/04/1999 - 28/04/1999	34,00		1,05	33,92
33ª		uso/baixa	06/04/1999 - 14/04/1999	39,50		0,93	39,42
		uso/baixa	25/03/1999 - 05/04/1999	42,00		0,84	41,96
	04/03/1999	baixa	05/03/1999 - 24/03/1999	45,00		2,08	44,95

32 ^a	18/01/1999	19/01/1999 - 04/03/1999	25,00	41,00	3,98	37,34
31 ^a	16/12/1998	17/12/1998 - 18/01/1999	29,00	36,00	2,16	29,21
30 ^a	11/11/1998	12/11/1998 - 16/12/1998	19,00	42,25	3,02	34,93
29 ^a	07/10/1998	08/10/1998 - 11/11/1998	19,00	49,75	3,26	42,12
28 ^a ex.	10/09/1998	11/09/1998 - 07/10/1998	19,00	49,75	2,58	40,18
27 ^a	02/09/1998	03/09/1998 - 10/09/1998	19,00	29,75	0,45	25,49
26 ^a	29/07/1998	30/07/1998 - 02/09/1998	19,75	25,75	1,76	19,25
25 ^a	24/06/1998	25/06/1998 - 29/07/1998	21,00	28,00	1,86	20,45
24 ^a	20/05/1998	21/05/1998 - 24/06/1998	21,75	29,75	1,85	21,23
23 ^a	15/04/1998	16/04/1998 - 20/05/1998	23,25	35,25	1,92	23,16
22 ^a	04/03/1998	05/03/1998 - 15/04/1998	28,00	38,00	2,74	27,51
21 ^a	28/01/1998	29/01/1998 - 04/03/1998	34,50	42,00	2,72	34,20
20 ^a	17/12/1997	02/01/1998 - 28/01/1998	38,00	43,00	2,43	37,47
19 ^a	19/11/1997	01/12/1997 - 31/12/1997	2,90	3,15	2,97	39,87
18 ^a ex.	30/10/1997	31/10/1997 - 30/11/1997	3,05	3,23	3,18	45,67
17 ^a	22/10/1997	01/11/1997 - 30/11/1997	1,00	1,00	2,92	41,25
16 ^a	17/09/1997	01/10/1997 - 30/10/1997	1,58	1,78	1,53	19,05
15 ^a	20/08/1997	01/09/1997 - 30/09/1997	1,58	1,78	1,59	19,81
14 ^a	23/07/1997	01/08/1997 - 31/08/1997	1,58	1,78	1,59	20,78
13 ^a	18/06/1997	01/07/1997 - 31/07/1997	1,58	1,78	1,60	19,04
12 ^a	21/05/1997	01/06/1997 - 30/06/1997	1,58	1,78	1,61	21,08
11 ^a	16/04/1997	01/05/1997 - 31/05/1997	1,58	1,78	1,58	21,91
10 ^a	19/03/1997	01/04/1997 - 30/04/1997	1,58	1,78	1,66	21,84
9 ^a	19/02/1997	01/03/1997 - 31/03/1997	1,62	1,80	1,64	24,11
8 ^a	22/01/1997	01/02/1997 - 28/02/1997	1,66	1,84	1,67	26,14
7 ^a	18/12/1996	01/01/1997 - 31/01/1997	1,70	1,88	1,73	21,73
6 ^a	27/11/1996	01/12/1996 - 31/12/1996	1,74	1,90	1,80	23,94
5 ^a	23/10/1996	01/11/1996 - 30/11/1996	1,78	1,90	1,80	25,27
4 ^a	23/09/1996	01/10/1996 - 31/10/1996	1,82	1,93	1,86	23,48
3 ^a	21/08/1996	01/09/1996 - 30/09/1996	1,88		1,90	25,40
2 ^a	30/07/1996	01/08/1996 - 31/08/1996	1,90		1,97	25,01
1 ^a	26/06/1996	01/07/1996 - 31/07/1996	1,90		1,93	23,28