

LUIZ CARLOS RIBEIRO NEDUZIAK

**A ASSIMETRIA NA POLÍTICA MONETÁRIA NO PÓS - PLANO REAL
(1994-2007)**

**Monografia apresentada como requisito
parcial à conclusão do Curso de Ciências
Econômicas, Setor de Ciências Sociais
Aplicadas, Universidade Federal do
Paraná.**

**Orientador: Prof.^{or} João Basílio Pereima
Neto**

**CURITIBA
2008**

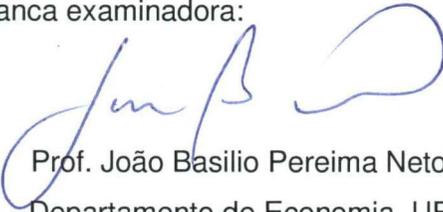
TERMO DE APROVAÇÃO

LUIZ CARLOS RIBEIRO NEDUZIAK

A ASSIMETRIA NA POLÍTICA MONETÁRIA NO PÓS-PLANO REAL
(1994-2007)

Monografia aprovada como requisito parcial para obtenção do grau de Bacharel em Ciências Econômicas, Setor de Ciências Sociais Aplicadas da Universidade Federal do Paraná, pela seguinte banca examinadora:

Orientador:



Prof. João Basilio Pereima Neto
Departamento de Economia, UFPR



Prof. José Gabriel Porcile Meirelles
Departamento de Economia, UFPR



Prof.ª Iara Vigo de Lima Onate
Departamento de Economia, UFPR

Curitiba, 18 de novembro de 2008.

"...o mais importante e bonito, do mundo, é isto: que as pessoas não estão sempre iguais, ainda não foram terminadas - mas que elas vão sempre mudando. Afinam ou desafinam. Verdade maior. É o que a vida me ensinou. Isso que me alegra, montão."

João Guimarães Rosa, Grande Sertão: veredas

RESUMO

O Plano Real deflagrou o processo de reestruturação da política econômica por meio de reformas, monetária e fiscal, e pela da adoção de uma âncora cambial, pautada no regime de metas cambiais. O regime monetário de metas cambiais consiste na fixação do valor da moeda doméstica em relação a uma moeda estável. No caso brasileiro, a nova moeda foi fixada em termos de dólar. A essência do regime reside no fato de que a taxa de câmbio passa a atuar como suporte ou âncora de preços, subordinando a inflação dos bens transacionáveis domésticos à inflação do país-âncora. Pode-se dizer *grosso modo* que o plano foi muito bem sucedido, visto drástica redução nos níveis inflacionários posteriormente à sua concepção. Uma vez desgastada a âncora cambial, em meados de 1999, a política monetária passou a se pautar, fundamentalmente, na busca pela estabilidade de preços, tendo como referência o regime de metas para a inflação. O que une, em grande instância, os dois regimes é o uso da taxa básica de juros, naquele regime para controlar o nível de reservas e equilibrar o balanço de pagamentos, e neste regime, para atingir uma meta de inflação pré-determinada. O presente trabalho tem por objetivo geral analisar a evolução da política monetária no pós-Plano Real (1994-2007), trazendo à luz os diferentes acontecimentos políticos e econômicos que, em maior ou menor grau, marcaram a evolução da política monetária macroeconômica. Estuda-se igualmente a assimetria da política monetária, isto é, a resposta da taxa de juros, em magnitude e velocidade, a choques, bem como o retorno da taxa ao vale anterior ao choque. Para fazer jus ao objeto de estudo, lança-se mão do conceito de assimetria de *Pearson*, definido como o grau de dispersão de uma série em torno de sua distribuição normal, tendo como referência esta hipótese: a lentidão na baixa da taxa de juros revela uma característica comportamental da autoridade monetária ou, simplesmente, deve-se à sobreposição de choques ou à lentidão da economia em responder ao movimento da autoridade monetária, não permitindo a baixa mais rápida da taxa de juros?

Palavras-chave: Plano Real. Política Monetária. Assimetria. Metas Cambiais. Metas para a Inflação.

LISTA DE GRÁFICOS

GRÁFICO 1 - TAXA DE JUROS (SELIC) X RESERVAS INTERNACIONAIS JUL/94- JAN/99	28
GRÁFICO 2 - TAXA DE CÂMBIO LIVRE-DÓLAR AMERICANO (DIÁRIO) JUL/1994- JAN/1999	29
GRÁFICO 3 - BALANÇA COMERCIAL 1994-1998 US\$ DÓLARES	30
GRÁFICO 4 - EVOLUÇÃO DA DÍVIDA LÍQUIDA DO SETOR PÚBLICO JUL/1994- DEZ/2007	31
GRÁFICO 5 - META SELIC DEFINIDA PELO COPOM 05/03/99-31/12/07	38
GRÁFICO 6 - TAXA BÁSICA DE JUROS-SELIC JAN/99-DEZ/07	38
GRÁFICO 7 - DESEMPENHO DO SETOR PÚBLICO CONSOLIDADO JAN/1999- DEZ/2002.....	39
GRÁFICO 8 - RESERVAS INTERNACIONAIS JAN/99-DEZ/07.....	41
GRÁFICO 9 - A ASSIMETRIA NA POLÍTICA MONETÁRIA AGO/1994-DEZ/2007	52

LISTA DE TABELAS

TABELA 1 - ÍNDICES DE PREÇOS ACUMULADOS 1993-2007.....	25
TABELA 2 - PIB VARIAÇÃO REAL 1994-2007.....	28
TABELA 3 - ÍNDICE DE PREÇO AO CONSUMIDOR AMPLO JAN/1999-JUL/1999	37
TABELA 4 - HISTÓRICO DE METAS PARA A INFLAÇÃO NO BRASIL 1999-2007	42
TABELA 5.1 - A ASSIMETRIA NA POLÍTICA MONETÁRIA AGO/94-DEZ/07.....	53
TABELA 5.1 - A ASSIMETRIA NA POLÍTICA MONETÁRIA AGO/94-DEZ/07.....	53

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	1
2	MODELOS MACROECONÔMICOS PARA ECONOMIAS ABERTAS	3
2.1	O MODELO MUNDELL - FLEMING	4
2.1.1	O modelo Mundell - Fleming com taxa de câmbio fixa	4
2.1.2	O modelo Mundell - Fleming com taxa de câmbio flutuante	5
2.2	O MODELO DE OFERTA E DEMANDA AGREGADA PARA UMA ECONOMIA ABERTA	7
2.3	O REGIME DE METAS PARA A INFLAÇÃO	15
2.3.1	O regime de metas para inflação – um referencial teórico	17
2.3.2	O Modelo de Metas para a Inflação no Brasil.....	21
2.3.3	O modelo de previsão de inflação	22
3	A POLÍTICA MONETÁRIA MACROECONÔMICA DE 1994 - 2007	25
3.1	O PERÍODO DO PLANO REAL (1994 - 1999)	25
3.2	O PERÍODO DO PLANO REAL (1999 - 2003)	35
3.3	O PERÍODO DO PLANO REAL (2003 - 2007)	44
4	A ASSIMETRIA NA POLÍTICA MONETÁRIA 1994-2007	49
5	CONSIDERAÇÕES FINAIS	58
6	REFERÊNCIAS	60
7	ANEXOS	63

1 INTRODUÇÃO

O Plano Real deflagrou o processo de reestruturação das bases da política econômica por meio de reformas, monetária e fiscal, e da adoção de uma âncora cambial com vistas a estabilizar os preços na economia e coordenar as expectativas dos agentes econômicos. Como parte integrante do plano de estabilização, a manutenção da taxa de juros em patamares elevados passou a ditar os rumos da política monetária, e servira, sobretudo, à sustentação do Real sobrevalorizado. Pode-se dizer que o primeiro governo FHC fora pautado, em grande instância, nessa estratégia que passou a figurar como resposta às crises que marcaram os fundamentos macroeconômicos da economia brasileira nesse período. Adotara-se, portanto, uma âncora cambial para coordenar as expectativas dos agentes econômicos e igualmente balizar a formação de preços na economia. Diga-se, teoricamente, que se tratava do regime de metas cambiais¹.

Com o desgaste da âncora cambial, em julho de 1999, face ao acúmulo dos efeitos de diversas crises que ao longo da década de 90 acometeram a economia doméstica, a política monetária passou a ser guiada por outra âncora nominal, referenciada no regime de metas para a inflação. A condução da política monetária passou a ser pautada, sobretudo, na busca pela estabilidade de preços, sendo, a taxa básica de juros, seu principal instrumento de controle. Tendo em vista o quadro de mudanças pelo qual passou a economia brasileira ao longo dos 14 anos de Plano Real, desde sua criação ao início do segundo governo Lula, o presente trabalho tem por objetivo analisar a condução da política monetária ao longo do intervalo 1994-2007. Analisa-se, por um lado, a política monetária e a inter-relação entre as variáveis macroeconômicas básicas que permeiam seus fundamentos e, por outro, a assimetria que marcou a condução da política monetária ao longo desse período, bem como os acontecimentos políticos e econômicos que, em maior ou menor grau, colaboraram

¹ O regime monetário de metas cambiais consiste na fixação do valor da moeda doméstica em relação a uma moeda estável. No caso brasileiro, a nova moeda foi fixada em termos de dólar. A essência do regime reside no fato de que a taxa de câmbio passa a atuar como suporte ou âncora de preços, subordinando a inflação dos bens transacionáveis domésticos à inflação do país-âncora (MODENESI, 2005).

para isso. Entende-se por assimetria na política monetária a resposta da autoridade monetária a choques, pelo aumento da taxa de juros, em magnitude, em velocidade e em duração, e o tempo de retorno da taxa de juros ao valor anterior ao choque². Com efeito, pergunta-se: a lentidão na baixa da taxa de juros revela uma característica comportamental da autoridade monetária ou, simplesmente, deve-se à sobreposição de choques ou lentidão da economia em responder ao movimento da autoridade monetária, não permitindo a baixa mais rápida da taxa de juros?

Para isso, num primeiro momento, faz-se um retrospecto dos principais modelos macroeconômicos para uma economia aberta, quais sejam, o modelo *Mundell – Fleming* com taxa de câmbio fixa e flutuante e o modelo de oferta e demanda agregada para uma economia aberta. Essa escolha se justifica na medida em que no período analisado o Brasil adotou dois regimes cambiais distintos, quais sejam, câmbio fixo durante o regime de metas cambiais, e câmbio flutuante ao longo da vigência do regime de metas para a inflação. Num segundo momento, estuda-se a condução da política monetária ao longo de três períodos, 1994-1999, 1999-2003 e 2003-2007, bem como a assimetria pertinente à evolução da taxa de juros.

² Conceito elaborado pelo autor.

2 MODELOS MACROECONÔMICOS PARA ECONOMIAS ABERTAS

A ciência macroeconômica, no que tange aos seus fundamentos, estuda a relação e a interação entre os agregados econômicos, notadamente o produto, a inflação, a taxa de desemprego, o balanço de pagamentos e a taxa de câmbio, isto é, lida com a variação do produto, do nível de preços e da economia externa.

A abordagem macroeconômica se fará necessária, neste trabalho, na medida em que a condução da política econômica, ao longo dos governos FHC e Lula, fora marcada pela sucessão de dois regimes monetários distintos, quais sejam, o regime monetário de metas cambiais, ao longo do primeiro governo FHC, e o regime monetário de metas para inflação, lançado no segundo governo FHC e continuado no primeiro governo Lula.

Para tanto, o presente capítulo será dividido em três subseções. Num primeiro momento, estuda-se o modelo *Mundell-Fleming* com perfeita mobilidade de capital e taxas de câmbio fixa e flutuante, bem como os impactos de distúrbios reais e monetários sobre o modelo. Num segundo momento deriva-se o modelo de oferta e demanda agregada para uma economia aberta e, por fim, expõem-se os pilares teóricos que sustentam o modelo de metas para inflação, bem como sua conformação histórica e aplicabilidade no Brasil.

2.1 O MODELO MUNDELL - FLEMING

2.1.1 O modelo Mundell - Fleming com taxa de câmbio fixa

O modelo *Mundell Fleming*, extensão do modelo *IS-LM* para uma economia aberta com perfeita mobilidade de capital, aborda a dinâmica da política econômica sobre a determinação da renda em uma economia aberta. Sob perfeita mobilidade de capitais, o mais delicado diferencial da taxa de juros doméstica em relação à taxa de juros internacional provoca infinitos movimentos de capitais na direção da taxa de juros maior. Nesse sentido, a política monetária deve ser conduzida *pari passu* a taxa de câmbio (DORNBUSH e FISCHER, 1995).

Segue-se que uma política monetária restritiva - de aumento de juros - induzirá os agentes econômicos internacionais a recompor seus *portfolios* e, em consequência, a deslocar parte de sua riqueza para o país com a maior taxa de juros relativa, atraindo, portanto, vultosa quantia de capitais para essa economia. Como resultado do forte influxo de capitais, o balanço de pagamento revela-se superavitário, com forte pressão por apreciação cambial. Nesse sentido, para a autoridade monetária sustentar a taxa de câmbio previamente perseguida, torna-se necessária intervenção no mercado de divisas, por meio da compra de moeda estrangeira e venda de moeda doméstica. Da intervenção cambial, conformada pela venda de moeda doméstica - a política monetária é expansiva, o movimento inicial da autoridade monetária anula-se. Isto posto, as autoridades monetárias devem agir intervindo no mercado de câmbio até que o equilíbrio retorne à posição inicial e a taxa de juros interna se alinhe outra vez à taxa de juros internacional (DORNBUSH e FISCHER, 1995).

Por outro lado, qualquer tendência para que a taxa de juros doméstica caia abaixo da taxa de juros internacional produz abrupta fuga de capitais para a economia de maior taxa de juros e pressão por desvalorização cambial. Essa dinâmica leva a autoridade monetária a intervir no mercado de divisas comprando moeda doméstica e

vendendo moeda estrangeira. A intervenção se faz necessária até o instante em que se verifique a paridade da taxa de juros (DORNBUSH e FISCHER, 1995).

Em termos de modelo *IS-LM-BP*, os movimentos da autoridade monetária conformam sucessivos deslocamentos da curva *LM* ao longo da curva *IS*. Dada a condição de rigidez na taxa de câmbio, a autoridade monetária deve intervir no mercado de divisas para manter a condição de paridade dos juros. Nesse sentido, qualquer que seja o movimento da autoridade monetária, a curva *LM* retornará à sua posição inicial, isto é, do ponto de vista do aumento da renda, políticas monetárias de qualquer natureza são ineficientes (DORNBUSH e FISCHER, 1995).

Os resultados apresentados por Dornbush e Fischer (1995) acerca da resposta do modelo a choques reais apontam para o fato de que, a exemplo de políticas fiscais expansionistas, obtém-se um nível de renda superior àquele verificado na intervenção monetária. Na medida em que o governo intervém na economia, por meio de uma política fiscal expansionista, a curva *IS* se desloca para cima, impactando positivamente a taxa de juros, alterando a paridade dos juros. Diante desse quadro, vultosa quantia de capitais migra para a economia doméstica, que espelha saldo positivo na balança de pagamentos e a pressão por apreciação cambial. Dada a constrição do câmbio fixo, mais uma vez, cabe à autoridade monetária atuar no mercado de divisas, comprando moeda estrangeira e vendendo moeda doméstica. Esse movimento, por sua vez, desloca a curva *LM* para baixo, aumentando ainda mais, portanto, a renda. A intervenção se faz necessária até o instante em que a taxa de juros doméstica se alinhe à taxa de juros internacional, equilibrando o balanço de pagamentos (DORNBUSH e FISCHER, 1995).

2.1.2 O modelo Mundell - Fleming com taxa de câmbio flutuante

A hipótese de perfeita mobilidade de capitais é mantida nesta variante do modelo Mundell-Fleming. Relaxa-se, entretanto, a condição de rigidez na taxa de câmbio. Sob taxas de câmbio totalmente flexíveis, a autoridade monetária não intervém

no mercado de divisas. A taxa de câmbio deve ajustar-se para acomodar maiores pressões de oferta e demanda no mercado de divisas. Sem a intervenção da autoridade monetária, o balanço de pagamentos deve ser igual a zero. Assim sendo, na ausência de intervenção, qualquer déficit em conta corrente deve ser financiado pela entrada de capitais de curto prazo e qualquer superávit em conta corrente deve ser conformado pela saída de capital privado (DORNBUSH e FISCHER, 1995).

A perfeita mobilidade de capital implica que a paridade da taxa de juros deva ser satisfeita. A lógica descrita em seção anterior permanece - a mais delicada diferença nas taxas de juros provoca infinitos fluxos de capital na direção da maior taxa.

Vale destacar o efeito da taxa de câmbio sobre a demanda agregada. Com perfeita mobilidade de capitais e taxa de câmbio flexível, os fluxos de capital ocupam espaço de maior vulto na determinação da demanda agregada. Se a taxa de juros doméstica cair abaixo da taxa de juros internacional, maciça quantia de capitais migram da economia doméstica, levando a uma depreciação cambial e ganho de competitividade. Este último se verifica na medida em que parte da demanda internacional é deslocada para os bens domésticos, deslocando a curva *IS* para cima (DORNBUSH e FISCHER, 1995). A resposta do modelo a distúrbios reais pode ser descrita por sucessivos deslocamentos da curva *IS*. Como consequência da melhora das exportações líquidas advindas da desvalorização cambial, a curva *IS* se desloca para cima. À taxa de juros inicial, taxa de câmbio e produção, há excesso de demanda por bens domésticos. Um nível de produção maior é requerido para atender ao deslocamento da demanda agregada causado pelo deslocamento da curva *IS*. A um nível maior de produção, a taxa de juros é maior induzindo os agentes internacionais a recomporem seus *portfolios*, o que, por sua vez, implica em pressão por valorização cambial. Dito de outra forma, o capital privado tende a fluir para a economia doméstica em resposta ao aumento da taxa de juros. A curva *IS* começa a deslocar-se para baixo até que o equilíbrio inicial seja alcançado. O mesmo raciocínio é válido para uma expansão fiscal.

Um distúrbio monetário, por seu turno, produz efeitos bem diversos daqueles verificados na intervenção real. Uma política monetária expansionista, com um aumento da base monetária, causa um deslocamento da curva *LM* para baixo. À taxa de juros

menor, o capital tenderá a sair, o balanço de pagamentos entrará em déficit e a taxa de câmbio depreciará. A depreciação significa que a economia doméstica se torna mais competitiva. Uma parte significativa da demanda externa é deslocada para os bens domésticos deslocando, portanto, a curva *IS* para cima. O processo continua até que a condição de paridade da taxa de juros prevaleça. A política monetária, portanto, trabalha para um aumento ainda maior na renda (DORNBUSH e FISCHER, 1995).

2.2 O MODELO DE OFERTA E DEMANDA AGREGADA PARA UMA ECONOMIA ABERTA

A interação entre as diversas economias do mundo, bem como o estreitamento nas relações comerciais, orientam os governos a pensarem distintivamente a condução de suas políticas econômicas. Uma economia está ligada ao resto do mundo através de dois canais externos, a saber, o comércio e o financiamento. O canal comercial abre espaço para a interação das diversas economias no intercâmbio de seus bens e serviços. Parte da produção doméstica é exportada a economias externas, bem como parte da produção internacional é importada à economia doméstica. O canal do comércio pode ser bem descrito pelo componente de demanda agregada - exportações líquidas ($X-M$).

O canal de financiamento, por seu turno, expressa o influxo de capitais entre países. Residentes e não residentes podem deter ativos de outras economias, como por exemplo, títulos do tesouro e ações de outras empresas. Os administradores de *portfolio* ou de carteira estarão em busca do maior rendimento que suas aplicações podem auferir, de acordo com sua rentabilidade (DORNBUSH e FISCHER, 1995).

Os modelos macroeconômicos de médio prazo trazem por pressuposto o relaxamento da hipótese básica de rigidez no nível de preços, hipótese esta presente nos modelos de curto prazo; para um dado nível de preços, a oferta agregada se ajusta automaticamente à demanda agregada (DORNBUSH e FISCHER, 1995).

A condição de equilíbrio de médio prazo pressupõe a determinação da relação *IS*, isto é, a derivação da demanda por bens em uma economia aberta, e a derivação

da relação *LM*, a condição de equilíbrio no mercado monetário³. A demanda por bens domésticos em uma economia aberta pode ser descrita, em sua forma mais geral, pela seguinte relação (BLANCHARD, 2007, p. 396):

$$Y = C(Y - T) + I(Y, r) + G + NX(Y, Y^*, e) \quad (1)$$

onde:

Y: produto ou renda;

C: consumo das famílias;

G: gasto do Governo;

NX: exportações líquidas;

e: taxa de câmbio real.

O termo entre parênteses após cada componente da demanda agregada expressa a causalidade entre as variáveis. No caso do consumo (*C*), estabelece-se a causalidade *consumo-renda disponível*, ou seja, o consumo é explicado pela renda disponível⁴. O investimento, por sua vez, é explicado positivamente pelo produto ou nível de vendas e negativamente pela taxa real de juros⁵. Assim sendo, dado um aumento no nível de vendas, tem-se um aumento de mesma magnitude no nível de produção (DORNBUSH e FISCHER, 1991).

Os gastos do governo (*G*) são tidos como dados, em decorrência da pouca regularidade comportamental do governo e de sua complexa constatação por meio de fórmulas comportamentais. As exportações líquidas (*NX*), por seu turno, são explicadas pela renda ou produto interno, pela renda ou produto externo e pela taxa de câmbio, isto é, um aumento da renda doméstica leva a um deslocamento da demanda doméstica para bens importados e um aumento da renda externa leva a um

³ O termo *IS* vem do inglês *Investment and Saving* e o termo *LM* vem do inglês *Liquidity Preference and Money Supply*.

⁴ Aproximadamente a diferença entre a renda e a tributação líquida de transferências.

⁵ No referido modelo a produção se iguala ao nível de vendas, visto postular-se que empresas nessas condições não acumulam estoques.

deslocamento da demanda externa para bens nacionais. Quanto maior a taxa real de câmbio, maior o nível de importações e quanto menor a taxa de câmbio, maior o nível de exportações⁶ (BLANCHARD, 2007).

O equilíbrio no mercado de bens contempla o nível de produção compatível com a demanda agregada por bens, isto é, quando a demanda por bens se iguala à oferta de bens. Vale notar que a relação *IS* expressa o impacto da taxa de juros sobre a renda, ou seja, para um dado aumento na taxa de juros tem-se uma redução na demanda por investimento, que por sua vez impacta a demanda agregada. Ao induzir a redução no nível de produção e renda, em decorrência da queda na demanda agregada, procede-se uma redução na renda disponível dos consumidores, isto é, sucessivos movimentos induzidos que alteram o produto final num certo montante (DORNBUSH e FISCHER, 2007).

Corroborando-se, portanto, que um aumento na taxa de juros reduz a demanda agregada para um dado nível de renda, visto que esse acréscimo na taxa de juros reduz os gastos com investimento. Isto posto, deriva-se a curva *IS* que expressa todas as combinações de renda e taxa de juros que equilibram o mercado de bens (DORNBUSH e FISCHER, 1995).

Por fim, choques autônomos ou variações em variáveis autônomas, a saber, *G*, *T* e *NX*, causam deslocamentos na curva *IS*, alterando a renda e a taxa de juros. Esses choques se dão fundamentalmente por meio da política fiscal, cujo objetivo se traduz numa expansão ou contração das variáveis mencionadas - gasto do governo (*G*), tributação líquida de transferências (*T*) (DORNBUSH e FISCHER, 1995).

O equilíbrio no mercado monetário, por sua vez, parte da condição de igualdade entre a oferta real de moeda (*M/P*), controlada pelo Banco Central, e a demanda por moeda (*L*). O equilíbrio no mercado monetário pode ser descrito de acordo com esta especificação (BLANCHARD, 2007, p. 397):

⁶ Estende-se o conceito de taxa de câmbio à aquele adotado por (GREMAUD *et alii*, 2006, p.185), segundo o qual a taxa de câmbio real pode ser bem expressa pela relação $\theta = EP^*/P$, onde θ é taxa de câmbio real, *E* a taxa de câmbio nominal (R\$/US\$), *P** preço do produto estrangeiro, em US\$ e *P* o preço do produto nacional, em R\$, isto é, ao relativo de preços entre o produto nacional e o estrangeiro. Dito de outra forma, aos moldes brasileiros, essa taxa expressa o preço de uma unidade estrangeira em termos de moeda doméstica.

$$M/P = YL(i^*) \quad (2)$$

onde:

M/P : oferta real de moeda;

Y : renda ou nível de transações;

i^* : taxa de juros;

$YL(i^*)$: demanda por moeda.

Isto posto, o equilíbrio no mercado monetário sugere que a demanda por moeda seja igual a oferta real de moeda controlada pelo Banco Central. A demanda por encaixes reais depende do nível de renda real e da taxa de juros. Ela depende do nível de renda real porque os agentes econômicos detêm mais moeda para se manterem líquidos. A demanda por moeda depende também do custo de oportunidade de detê-la, isto é, do seu custo posse. Os agentes econômicos podem preferir reter saldos monetários em moeda ao invés de aplicações financeiras, se a taxa de juros de mercado não lhes convier. Contudo, um aumento na taxa de juros os leva a reter menor saldo monetário em moeda (DORNBUSH e FISCHER, 1995).

A oferta real de moeda é controlada diretamente pelo Banco Central - dado o nível de preços, a autoridade monetária pode controlar livremente o estoque monetário (M) por meio de operações de mercado aberto (BLANCHARD, 2007). Da condição de equilíbrio no mercado monetário chega-se à curva LM , que expressa todas as combinações de taxa de juros e níveis de renda nos quais a demanda por encaixes reais é igual à oferta (DORNBUSH e FISCHER, 1995).

A curva de Demanda Agregada representa o impacto do nível de preços sobre o produto. Ela é derivada da condição de equilíbrio no mercado de bens e no mercado monetário, conforme visto anteriormente. O equilíbrio no mercado de bens pressupõe que a produção seja igual à demanda por bens domésticos e o equilíbrio no mercado monetário, por sua vez, requer que a oferta real de moeda seja igual à demanda por moeda. Dadas as condições de equilíbrio no mercado de bens e no mercado monetário, chega-se à formulação da demanda agregada, que representa a coagulação do nível de renda e taxa de juros (DORNBUSH e FISCHER, 1995). Conclui-se, portanto, que

para se chegar à derivação da curva de demanda agregada faz-se necessário que as condições de equilíbrio no mercado de bens (*IS*) e no mercado monetário (*LM*) sejam satisfeitas (BLANCHARD, 2007).

Com vistas a se estabelecer os determinantes da oferta agregada, analisa-se a estrutura do mercado de trabalho, segundo a qual o salário nominal agregado é explicado (i) pelo nível esperado de preços (P^e) (ii) pela taxa de desemprego (μ) e (iii) pela variável abrangente (z) que representa todas as demais variáveis que explicam o salário nominal agregado, além do nível esperado de preços e da taxa de desemprego.

O nível de preços determina o salário nominal na medida em que trabalhadores e empresas se preocupam com o salário real de mercado (w/P). Dito de outra forma, os trabalhadores não se preocupam com quantas unidades de moeda recebem (w), mas com o salário nominal que recebem em relação ao nível de preços (w/P). Do mesmo modo, as empresas não se preocupam com o salário nominal que elas pagam aos trabalhadores (w) e sim com o salário nominal que elas pagam aos trabalhadores em relação ao preço dos bens que vendem (w/P) (BLANCHARD, 2007).

A taxa de desemprego (μ), por sua vez, guarda uma relação inversamente proporcional ao salário nominal agregado - quanto maior a taxa de desemprego maior poder de negociação é conferido aos fixadores de salários e, na direção oposta, quanto menor a taxa de desemprego, menor poder de negociação é conferido aos fixadores de salários (BLANCHARD, 2007).

Por fim, a variável abrangente (z) representa todas as outras variáveis que influem no nível salarial, além do nível esperado de preços e da taxa de desemprego (BLANCHARD, 2007).

Isto posto, pode-se descrever o salário nominal agregado em função de seus determinantes, segundo a seguinte equação (BLANCHARD, 2007, p. 128):

$$w = P^e f(\mu, z) \quad (3)$$

onde:

w : salário nominal agregado;

P^e : nível esperado de preços;

μ : taxa de desemprego;
 z : variável abrangente.

A determinação de preços pelas empresas é formulada a partir de uma função de produção, qual seja, $Y = AN$, que se lê: o produto é explicado pelo emprego (N) e pela produtividade do trabalho (A) que, por hipótese é igual a 1, o que implica que cada funcionário produz uma unidade de produto. O custo marginal para se produzir uma unidade adicional de produto é igual ao salário nominal (w). Portanto a equação anterior pode ser descrita pela seguinte relação, $Y = N$. O processo de discriminação de preços é feito de acordo com o *markup* do preço sobre o custo, conforme esta especificação (BLANCHARD, 2007, p. 116):

$$P = (1+\phi)w. \tag{4}$$

onde:

P : nível de preços;
 ϕ : margem ou *markup* do preço sobre o custo;
 w : salário nominal

Portanto, o equilíbrio no mercado de trabalho pode ser expresso pela seguinte derivação: divide-se os dois membros da equação (3) por P e, por dedução, chega-se à relação $w/P = f(u, z)$. Lê-se: o salário real é explicado pela taxa de desemprego e pela variável abrangente z . Em seguida, na equação (4), passa-se o salário nominal como divisor do nível de preços (P) e inverte-se a relação que resulta na expressão $w/P = 1/(1+\phi)$. Lê-se: a decisão de fixação de preços determina o salário real. Isto posto, chega-se ao equilíbrio no mercado de trabalho que implica que o salário real escolhido na fixação de salários seja igual ao salário real resultante da fixação de preços, segundo esta condição (BLANCHARD, 2007, p. 118):

$$f(u, z) = 1/1+\phi \tag{5}$$

A taxa de desemprego (μ) corresponde à taxa natural de desemprego, termo utilizado por convenção, sem guardar qualquer relação com o significado convencional dado à expressão, “a terminologia se tornou padrão, portanto será adotada aqui, embora na verdade constitua uma má escolha de palavras. A palavra ‘natural’ sugere uma constante da natureza que não seja afetada pelas instituições e pela política econômica. Como a derivação dessa taxa deixa claro, a taxa ‘natural’ de desemprego pode ser tudo menos natural” (BLANCHARD, 2007, p.118).

Tendo em vista que a taxa de desemprego é representada pela relação do nível de desemprego em relação à força de trabalho⁷, chega-se às seguintes relações macroeconômicas:

$$u=U/L, u=L-N/L, 1-N/L, 1-Y/L \quad (6)$$

A primeira relação vem do conceito de taxa de desemprego; a segunda relação vem do conceito de força de trabalho⁸; a terceira relação é uma mera simplificação; e a quarta relação, por seu turno, a identidade *produto-emprego*.

Substituindo μ na equação (4), chega-se à relação de oferta agregada, expressa por:

$$P = P^e(1+\phi)f(1-Y/L,z) \quad (7)$$

Segundo a lógica acima descrita, pode-se concluir que:

- Um aumento no produto leva a um aumento no nível de preços (P^e);
- Um aumento no P^e leva a um aumento de mesma magnitude no nível de preços.

⁷ Blanchard (2007) utiliza o termo como sinônimo de população economicamente ativa.

⁸ $L = U + N$, lê-se: a força de trabalho, população economicamente ativa, é a soma do nível de desemprego - indivíduos que estão procurando trabalho, com o nível de emprego - indivíduos que estão trabalhando.

Derivadas as curvas de oferta e demanda agregada, chega-se ao equilíbrio de médio prazo. Analisam-se, assim, os efeitos de uma política monetária expansionista e de uma política fiscal contracionista sobre a condição de equilíbrio de médio prazo.

Ao analisar a passagem do curto prazo para o médio prazo, Blanchard (2007) supõe que o equilíbrio de curto prazo não se contempla, necessariamente, ao nível de produto compatível ao seu valor natural. As mudanças em quaisquer das variáveis que compõem a relação de demanda e oferta agregada levam a mudanças no produto e no nível de preços. Assim sendo, na medida em que se avança para o médio prazo, o produto efetivo se move para o produto natural e o ajuste se dá via mudanças no nível de preços.

Quando o produto está acima de seu nível natural, o nível de preços aumenta (equação 7), diminuindo a demanda e, no sentido oposto, quando o produto está abaixo de seu nível natural, o nível de preços diminui, aumentando, portanto, a demanda. Partindo-se da hipótese de que a economia encontra-se no nível de produto natural (Y_n), uma política monetária expansionista, no médio prazo, produz apenas o efeito corrosivo da inflação e o produto efetivo converge para o produto natural (Y_n) (BLANCHARD, 2007).

Um aumento no estoque nominal de moeda, dado o nível de preços, leva a um aumento no estoque real de moeda, levando a um deslocamento da curva de demanda agregada para a direita e a curva LM para baixo. À uma taxa de juros menor e um produto maior ($Y > Y_n$), o nível de preço efetivo se verifica maior que o esperado. Portanto, no médio prazo, o ajuste das expectativas de preços entra em ação. À medida que o produto efetivo é maior que o seu nível natural, o nível de preços é mais alto do que o esperado pelos fixadores de salário. Eles então revêem suas expectativas, o que faz com que a curva de oferta agregada se mova para cima ao longo do tempo. O processo de ajuste pára quando o produto efetivo retorna ao seu nível natural e o estoque real de moeda retorna ao seu valor inicial. Em outras palavras, o aumento proporcional dos preços deve ser igual ao aumento proporcional do estoque nominal de moeda (BLANCHARD, 2007).

Conclui-se, portanto, que a política monetária no médio prazo é inócua (BLANCHARD, 2007).

Em termos de política fiscal, os efeitos são diferentes daqueles observados na expansão monetária. Partindo do pressuposto de que a economia se encontra no seu nível natural de produto, o efeito de uma contração nos gastos do governo (G) sobre o médio prazo se materializa na conjunção de um produto e taxa de juros menores, via movimentos na curva de demanda agregada e na curva IS . À um nível menor de preços e produto, mais uma vez entra o papel das expectativas sobre o nível de preços – desta vez, os agentes as revisam para baixo.

Com a paulatina queda no nível de preços, o estoque real de moeda (M/P) aumenta. Enquanto o produto permanecer abaixo do seu nível natural, o nível de preços permanece em queda (BLANCHARD, 2007). A curva LM continua a se deslocar até a compensação do hiato $Y - Y_n$, no nível em que o produto efetivo se iguala ao produto natural.

Como resultado, no médio prazo, a política fiscal contracionista impacta positivamente o nível de juros e condiciona o produto efetivo ao seu nível natural. Se a política fiscal for implementada isoladamente, seu efeito, no curto prazo, sobre o produto poderá ser recessivo e poderá levar a uma diminuição da taxa de investimentos. No médio prazo, o produto volta ao seu nível natural e a taxa de juros é menor. Conclui-se, portanto, que, no médio prazo, uma redução do déficit público leva a um aumento no nível de investimentos (BLANCHARD, 2007).

Analisadas as estruturas de médio prazo, a próxima seção trará por objetivo averiguar o regime monetário de metas para inflação, fazendo menção à sua adoção, em meados de 1999, bem como aos pilares teóricos que reafirmam sua conformação prática e política como regime monetário.

2.3 O REGIME DE METAS PARA A INFLAÇÃO

Nova Zelândia, Reino Unido, Israel, Espanha, Suécia e Austrália são exemplos de economias que adotaram, em meados de 90, o regime de metas para inflação. De forma geral, o regime de metas para inflação pode ser definido como a estratégia de conduta da política monetária pautada na busca pela estabilidade de preços, isto é, um

escopo de política monetária sobre o qual o Banco Central, em tese, independente, tem por objetivo único e inequívoco perseguir o crescimento de um dado índice de inflação (MODENESI, 2005). Para complementar essa idéia, nas palavras de (BERNANKE *et alii*, p. 4):

Inflation Targeting is a framework for monetary policy characterized by the public announcement of official quantitative targets (or targets ranges) for the inflation rate over one or more time horizons, and by explicit acknowledgment that low, stable inflation is monetary policy's primary long-run goal. Among other important features of inflation targeting are vigorous efforts to communicate with the public about the plans and objectives of the monetary authorities, and, in many cases, mechanisms that strengthen the central bank's accountability for attaining those objectives.

Vale notar que o regime de metas para a inflação propõe o anúncio de uma meta de médio prazo para a inflação e confere maior transparência à autoridade monetária na condução da política monetária. Há igualmente um esforço de aprimoramento dos canais de comunicação entre o Banco Central e os agentes econômicos, o que possibilita o monitoramento do rumo da política monetária por parte destes, bem como um maior controle sobre a expectativa dos agentes, desde que os anúncios do Banco Central sejam críveis (MODENESI, 2005),

Cabe à autoridade central competente e/ou parlamento a responsabilidade pela fixação da meta e ao Banco Central a perseguição da meta proposta (SICSÚ, 2002). Nesse sentido, a condução da política monetária passa a ter um objetivo unívoco, qual seja, perseguir a meta de inflação proposta, o que se pressupõe que o desempenho de outras variáveis macroeconômicas se subordina à ela.

O Regime de Metas para a Inflação fora instituído formalmente no Brasil em 1º de julho de 1999 pelo decreto-lei número 3088 de 21 de junho de 1999. Para balizar as expectativas dos agentes econômicos, fora adotado o Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), calculado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). O órgão de competência central definido para o anúncio da meta fora o Conselho Monetário Nacional (CMN), formado pelos ministros da fazenda e do planejamento e pelo presidente do Banco Central (BODGANSKI, TOMBINI e WERLANG, 2001).

2.3.1 O regime de metas para inflação – um referencial teórico

O regime monetário de metas para inflação apóia-se, fundamentalmente, sobre os pressupostos da escola novo-clássica, isto é, o regime em destaque é a ascensão prática ou política dos pressupostos novo-clássicos (MODENESI, 2005). Pode-se dizer *grosso modo* que a escola novo-clássica traz por pressupostos as seguintes hipóteses, a saber:

- A hipótese da taxa natural de desemprego e a concepção monetarista da inflação;
- A hipótese das expectativas racionais;
- A hipótese quanto à Oferta Agregada;
- A hipótese do equilíbrio contínuo dos mercados.

A hipótese da taxa natural de desemprego contempla o nível de equilíbrio no qual se verifica completa ausência de intervenção macroeconômica na economia. Nesse sentido, a taxa natural de desemprego se iguala à sua taxa natural. Pode-se dizer, portanto, que a taxa natural de desemprego é aquela que comporta apenas o desemprego friccional e voluntário⁹. O termo natural fora usado por Friedman no sentido wickselliano para separar as causas de natureza estrutural e institucional das causas intervencionistas - monetárias. As causas de natureza estrutural e institucional estão relacionadas a características próprias do mercado de trabalho, tais como assimetria informacional com relação à disponibilidade de postos de trabalho, tecnologia, variações sazonais na demanda e oferta, entre outras características (CARVALHO *et all*, 2007).

⁹ “Quando o nível de desemprego é igual à taxa natural, estão desempregados apenas: (i) aqueles trabalhadores que consideram que os bens adquiridos com o salário em vigor proporcionam um nível de utilidade menor do que horas de lazer - caracterizando o desemprego voluntário; e (ii) os trabalhadores que estão mudando de emprego - o que constitui o desemprego friccional” (MODENESI, 2005, p.56).

No que se refere à concepção monetarista da inflação pode-se dizer *grosso modo* que a política monetária não produz efeitos reais duradouros sobre a economia, isto é, da não intervenção monetária, obtém-se o nível natural da taxa de desemprego (CARVALHO *et alli*, 2007). Corroborar-se, portanto, a hipótese da neutralidade da moeda.

A hipótese das expectativas racionais, por seu turno, pressupõe que os agentes econômicos formam suas expectativas de maneira racional, isto é, dado o conjunto de informações disponíveis, os agentes econômicos, racionais por definição, maximizam sua função – objetivo, utilidade no caso dos consumidores e lucro no âmbito da firma. Para o modelo novo - clássico a expectativa de inflação não é enviesada, ou seja, os agentes econômicos maximizam o conjunto de informações disponíveis e, portanto, são capazes de reformular suas expectativas, não cometendo erros sistemáticos (MODENESI 2005). Em outras palavras, a hipótese das expectativas racionais pressupõe que os agentes econômicos conhecem o modelo que descreve o comportamento das variáveis endógenas em função das variáveis exógenas e usam este modelo para ajustar suas expectativas. Este modelo inclui no conjunto de informações, tanto o conhecimento da economia real, bem como a regra de política monetária seguida pelo banco central.

Assim sendo, a curva de oferta agregada é reflexo do processo de decisão ótima das firmas e dos trabalhadores em relação à quantidade de produto e trabalho a ofertar, tendo em vista a expectativa de preços relativos da economia, formada racionalmente. De acordo com MODENESI (2005), a derivação da curva de oferta agregada pode ser descrita levando-se em consideração os seguintes pressupostos:

(i) os agentes econômicos (firmas e trabalhadores) tomam suas decisões de acordo com a lógica racional - maximizadora, ou seja, visam maximizar suas respectivas funções - objetivo; (ii) a decisão de oferta, seja ela por parte das firmas ou por parte dos trabalhadores, depende da estrutura de preços relativos; (iii) qualquer alteração nos preços relativos produz um aumento na oferta de bens e/ou trabalho; (iv) os trabalhadores se referenciam no desvio entre o salário real médio de mercado e o salário real corrente. Na hipótese de um salário real corrente maior que o salário real médio, os trabalhadores expandem a oferta de trabalho, antecipando que no futuro

parte do tempo alocado em trabalho será alocado em lazer, o raciocínio oposto é válido. Assim sendo, o trabalhador parte de um dilema de substituição intertemporal de trabalho por lazer, tendo sempre como referência o salário real corrente relativo ao salário real médio (MODENESI, 2005).

No âmbito da firma, por sua vez, o processo de tomada de decisão se dá num ambiente de informações assimétricas relativas ao preço de mercado. Da variação deste, não se sabe, ao certo, se se trata de uma variação nos preços relativos - distúrbio real - ou uma expansão monetária - distúrbio monetário, dado que, ao referido modelo, o nível de preços depende do estoque monetário. A questão é que, dada a restrição informacional, a firma, no curto prazo, não consegue distinguir se a variação no nível de preços refere-se a um aumento nos preços relativos, ou seja, um aumento na demanda por seus bens, ou, em contrapartida, a um aumento no estoque monetário (MODENESI, 2005).

A exemplo de um aumento inesperado da inflação, as firmas não o conseguem diferenciar de acordo com sua causa, real ou monetária. Supondo que as firmas acreditem que se trata de um distúrbio real e, em decorrência, aumentem o nível de produto, aquém de seu nível natural e os trabalhadores expandam a oferta de trabalho aquém de sua taxa natural. Tem-se um nível de produto maior que sua taxa natural e uma taxa de desemprego menor que sua taxa natural (MODENESI, 2005).

À medida que os agentes, racionais por definição, percebam que sofrem ilusão monetária, eles revêem suas expectativas. As firmas e os trabalhadores reduzem a quantidade de produto e trabalho ofertados, e o produto e o nível de emprego corrente retornam ao seu nível natural (MODENESI, 2005).

A partir desse raciocínio chega-se à especificação formal da curva de oferta agregada, nos moldes novo-clássicos, a saber:

$$Y_t = Y_n + \alpha(P - P^e), \alpha > 0 \quad (1)$$

onde:

Y_t : produto corrente;

Y_n : produto natural;

P : inflação corrente;

P^e : expectativa de inflação.

A equação (1) pressupõe que o produto corrente se desvia do produto natural se, e somente se, os agentes econômicos cometerem erros expectacionais, conformados pela diferença ($P - P^e$). Na ausência de erros expectacionais (longo prazo), o produto se iguala à sua taxa natural. Caso a inflação corrente exceda o nível de expectativas de inflação, o produto corrente se situará acima de seu nível natural e, caso o nível de preços corrente se situe em patamar inferior à expectativa de inflação, o produto corrente se situará abaixo do nível correspondente de inflação (MODENESI, 2005). Pode-se dizer, portanto, que a curva de Oferta novo-clássica corresponde à curva de *Phillips* em sua versão *aceleracionista*, onde, no curto prazo, dada a restrição informacional, verifica-se o *trade-off* entre a inflação e o nível de desemprego, e, no longo prazo, dada a simetria informacional, o referido *trade-off* não se verifica (MODENESI, 2005).

A teoria novo-clássica, ao afirmar o equilíbrio contínuo dos mercados, pressupõe a plena flexibilidade nos preços, isto é, os mercados de bens, de serviço e de fatores estão em constante equilíbrio, respondendo a variações na oferta e demanda, conformando o equilíbrio do ponto de vista *walrasiano* (MODENESI, 2005).

Além disso, atrelada à hipótese das expectativas racionais, assume-se que os agentes econômicos estão sempre maximizando sua função - objetivo, isto é, mesmo na hipótese de "ilusão monetária", os agentes - firmas e consumidores – estão maximizando suas respectivas funções de lucro e utilidade, dado conjunto de informações de que dispõem (MODENESI, 2005).

A próxima seção traz por objetivo analisar o instrumental básico utilizado pelo Banco Central brasileiro para previsão de inflação. Expõe-se, num primeiro plano, a curva de reação do Banco Central *a la Taylor* bem como sua aplicabilidade e, num segundo plano, o modelo econométrico básico adotado pelo Banco Central para prever a evolução futura da inflação.

2.3.2 O Modelo de Metas para a Inflação no Brasil

O modelo brasileiro de metas para a inflação assume as relações de oferta e demanda agregada descritas, por meio de uma curva de Phillips, com a hipótese de que os agentes econômicos formam expectativas racionalmente, e por meio do instrumental *IS-LM*. Assume-se que a política monetária, ao invés de seguir uma regra monetária para agregados monetários como instrumento de controle da oferta de moeda (regra de *Friedman*), segue uma regra para a taxa de juros (regra de *Taylor*).

A regra de Taylor pode ser expressa pela reação do Banco Central na determinação da taxa básica de juros, doravante *Selic* (CARVALHO *et alli*, 2007).

Carvalho *et alli* (2007) apresenta a versão da regra de Taylor utilizada pelos *police makers* no Banco Central do Brasil. Seu raciocínio básico pode ser expresso pela seguinte função:

$$i_t = \alpha_1 i_{t-1} + (1 - \alpha_1) [\alpha_0 + \alpha_2 (E_t + \pi_{t+j} - \pi_{t+j}^*) + \alpha_3 y_{t-1} + \alpha_4 \Delta e_{t-1}] \quad (2)$$

onde:

i_t : taxa de juros (*Selic*) fixada pelo Bacen;

$E_t + \pi_{t+j}$: expectativas inflacionárias;

π_{t+j}^* : meta de inflação;

y_{t-1} : hiato do produto;

Δe_{t-1} : variação da taxa de câmbio.

A regra de Taylor exprime a reação da taxa nominal de juros de curtíssimo prazo - taxa *Selic* - aos desvios das expectativas de inflação em relação a sua meta, aos desvios do produto corrente em relação ao produto potencial e aos movimentos na taxa de câmbio (CARVALHO *et alli*, 2007).

2.3.3 O modelo de previsão de inflação

O modelo básico de previsão de inflação utilizado pelo Banco Central do Brasil pode ser expresso segundo a lógica descrita por BOGDANSKI, TOMBINI e WERLANG (2000) em *Implamating Inflation Targeting in Brazil*. Seu escopo pode ser sumarizado por esta família de modelos, a saber:

(i) uma curva *IS* relacionando o *gap* do produto ao componente autoregressivo de primeira e segunda ordem, à taxa de juros real, ao componente de gasto público (*NFSP*) e à taxa real de câmbio, segundo a seguinte especificação:

$$h_t = \beta_0 + \beta_1 h_{t-1} + \beta_2 h_{t-2} + \beta_3 r_{t-1} + pr_{t-1} + \varepsilon^{hf}_t \quad (3)$$

Onde:

h : log do *gap* do produto;

r : log da taxa real de juros;

ε^{hf}_t : choque de demanda;

pr_{t-1} : log da Necessidade de Financiamento do Setor Público.

(ii) uma curva de *Phillips* relacionando a taxa de inflação ao *gap* do produto, ao índice de preços internacional selecionado, à taxa de câmbio e a choques de oferta, segundo a seguinte especificação:

$$\pi_t = [(\alpha^f_1 + \alpha^b_1)/2] \pi_{t-1} + (\alpha^f_2/2) E_t(\pi_{t+1}) + (\alpha^b_2/2) \pi_{t-2} + [(\alpha^f_3 + \alpha^b_3)/2] h_{t-1} + [(\alpha^f_4 + \alpha^b_4)/2] \wedge (p^F_t + e_t) + \varepsilon^n_t \quad (4)$$

Onde:

π : log da inflação de preço;

h : log do *gap* do produto;

p^f : log do índice de preços internacional;

e : log da taxa de câmbio;

Δ : operador de primeira diferença;

E : operador de expectativas;

ε^n : choque de oferta.

(iii) uma especificação da dinâmica da taxa de câmbio, segundo a qual o câmbio é explicado pela paridade não coberta da taxa de juros:

$$\Delta e_t = \Delta i^f_t + \Delta x_t - \Delta i_t + \eta_t \quad (5)$$

Onde:

e : log da taxa de câmbio;

i : log da taxa de juros doméstica;

i^f : log da taxa de juros internacional;

x : log do prêmio de risco.

(iv) uma especificação da dinâmica do prêmio de risco:

$$\Delta X_t = \zeta_1 \Delta X_{t-1} + \zeta_2 \Delta PR_{t-3} + \sum_j^n \zeta_j \Delta Z_{j, t-t_j} \quad (6)$$

Onde:

X : prêmio de risco;

PR : Necessidade de Financiamento do Setor Público como proporção do PIB;

Z : variáveis que influenciam o prêmio de risco.

A primeira relação expressa uma curva *IS* convencional - relação de demanda agregada – relacionada aos seus componentes básicos, a saber, o produto ou renda, a

taxa real de juros, o gasto do governo - Necessidade de Financiamento do Setor Público primário - e choques de demanda.

A segunda relação, por sua vez, expressa uma relação de oferta agregada, segundo a qual a taxa de inflação é explicada pelo produto, pelos preços internacionais, pela taxa de câmbio, pelas expectativas de inflação e pelos choques de oferta. Vale notar que o primeiro e o segundo termos da equação (π_{t-1} , π_{t+1}) representam o papel da inflação passada e da expectativa de inflação na determinação da inflação corrente (BOGDANSKI, TOMBINI & WERLANG, 2000).

A terceira especificação - dinâmica da taxa de câmbio - relaciona a variação cambial ao diferencial da taxa de juros interna em relação à taxa de juros internacional e ao prêmio de risco. Este, por fim, é explicado pelo componente de gasto governamental (Necessidade de Financiamento do Setor Público como proporção do PIB) e pelas demais variáveis que influenciam o prêmio de risco.

Finalizada a exposição dos fundamentos teóricos macroeconômicos, a próxima seção lidará com a evolução da política monetária ao longo do período 1994 - 2007.

3 A POLÍTICA MONETÁRIA MACROECONÔMICA DE 1994 - 2007

3.1 O PERÍODO DO PLANO REAL (1994 - 1999)

Esta seção tem por objetivo analisar a evolução da política monetária ao longo do período que compreende a adoção do Plano Real e o ataque especulativo do real pelo dólar em janeiro de 1999. Objetiva-se, em outras palavras, estudar os determinantes da taxa de juros no período que é considerado por muitos autores como o período de implementação do plano que veio por fim ao processo de alta inflação crônica que perdurou mais de uma década e meia no país. Ademais, analisa-se o comportamento de variáveis macroeconômicas selecionadas que, em maior ou menor grau, guardam relação com a dinâmica da taxa de juros, quais sejam, o balanço de pagamentos, o nível de reservas internacionais, as contas públicas, o produto, o nível de preços e o câmbio.

O Plano Real deflagrou o processo de reestruturação das bases da política econômica por meio de reformas, monetária e fiscal, e da adoção de uma âncora cambial, balizando a formação de preços na economia e coordenando as expectativas dos agentes econômicos (MODENESI, 2005). Do ponto de vista estrito do controle da inflação, pode-se dizer que o Plano Real foi muito bem sucedido, com uma drástica redução nos níveis inflacionários. Pode-se observar um corte de dois dígitos inflacionários já no ano de 1996, comportamento observado nos principais índices de preços brasileiros, conforme observado na Tabela 1.

TABELA 1 - ÍNDICES DE PREÇOS ACUMULADOS 1993-2007 (CONTINUA)

ANO	Inflação-IPCA (%)	Inflação-INPC (%)	Inflação-IGP-M (%)	Inflação-IPC-Br (%)
1993	373,79	374,49	378,35	390,66
1994	275,84	277,28	269,79	285,59
1995	20,41	20,05	14,31	23,33
1996	9,18	8,77	8,84	10,84
1997	5,11	4,26	7,49	7,02
1998	1,65	2,47	1,78	1,67
1999	8,6	8,13	18,52	8,76

ANO	Inflação-IPCA (%)	Inflação-INPC (%)	Inflação-IGP-M (%)	Inflação-IPC-Br (%)
2000	5,83	5,16	9,55	6,06
2001	7,42	9,06	9,92	7,67
2002	11,9	13,88	22,92	11,56
2003	8,95	9,95	8,42	8,6
2004	7,35	5,97	11,77	6,11
2005	5,55	4,94	1,21	4,83
2006	3,1	2,78	3,79	2,05
2007	4,37	5,04	7,5	4,52

FONTE: BANCO CENTRAL DO BRASIL (2008) - O autor (2008)

Em termos de inflação acumulada pode-se apontar uma evolução de 373,79% no ano de 1993 frente à tendência de queda ao longo dos anos de 1994 e 1995, com uma drástica redução para um dígito já no ano de 1996, na casa de 9,56%, mantendo a tendência de queda ao longo dos anos de 1997 e 1998 com a taxa de inflação oscilando, respectivamente, em torno de 5,22% e 1,66%, de acordo com o IPCA.

Com relação ao aquecimento econômico verificado no pós Plano Cruzado (1986) e o posterior aumento no nível de preços decorrente da forte explosão da demanda agregada, via aumento de consumo, procurou-se não incorrer nos mesmos erros dos planos anteriores; a política monetária após o lançamento do Plano Real se mostrou ríspida, particularmente, a política monetária e creditícia (GREMAUD, VASCONCELLOS e JÚNIOR, 2007).

De acordo com a lógica *IS-LM* (BLANCHARD, 2007), dada a condição contracionista da política monetária, o Banco Central, via contração do estoque monetário - por meio da restrição de crédito e aumento do depósito compulsório - deslocara a curva de oferta real de moeda para a esquerda, impactando positivamente a taxa de juros e reduzindo, via indução, a demanda por moeda.

A questão é que, no momento posterior à estabilização, a demanda se apresenta aquecida, em decorrência destes fatores, quais sejam, o não pagamento do imposto inflacionário¹⁰ por parte da população de baixa renda, a demanda reprimida no período de inflação crônica e a reestruturação dos mecanismos de crédito das instituições

¹⁰ A inflação impõe um imposto aos detentores de moeda correspondente à redução do poder de compra de seus encaixes monetários, o chamado imposto inflacionário. Trata-se de um imposto regressivo: o gravame tende a ser maior (relativamente à renda) para os indivíduos com renda mais baixa, que não têm acesso a ativos financeiros indexados (MODENESI, 2005, p.329).

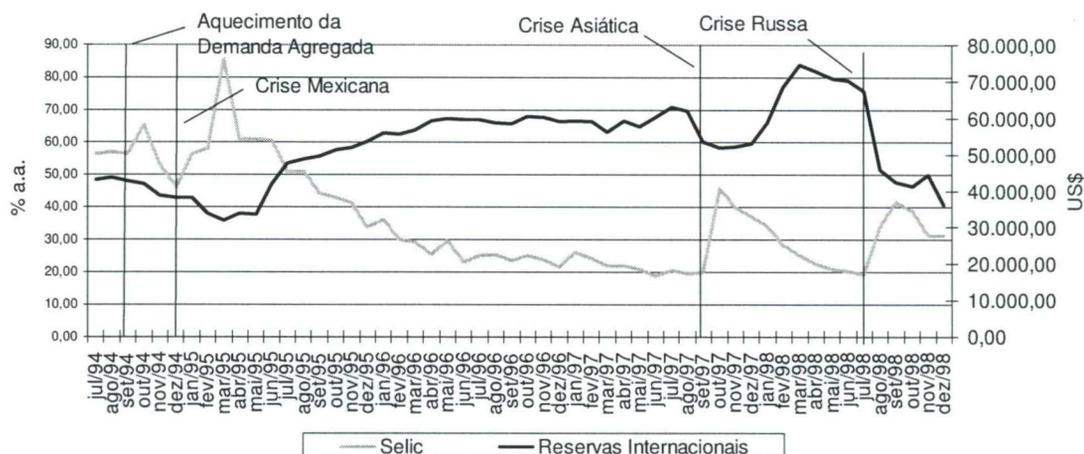
financeiras (FILGUEIRAS, 2006). Portanto, pode-se afirmar que nesse período verificou-se forte aquecimento da demanda agregada e forte crescimento da atividade econômica, decorrente, em grande medida, dos fatores mencionados. Pode-se, por um lado, ressaltar o aumento no poder aquisitivo das populações de baixa renda que outrora pagavam o imposto inflacionário, na medida em que não tinham acesso ao sistema financeiro e aos mecanismos defensivos criados por ele para fazer frente à escalada inflacionária, tais como, os fundos de investimento de curtíssimo prazo ou as *quase-moedas* (MODENESI, 2005).

Por outro lado, tem-se a recomposição dos mecanismos de crédito na economia, com a criação de diversas modalidades de crédito e financiamento, em decorrência da minimização da incerteza em relação ao futuro, livre da corrosão inflacionária, e da previsão com razoável certeza de uma taxa de juros compensatória para operações de crédito (MODENESI, 2005). Vale notar que, mesmo diante da política monetária contracionista, o sistema financeiro desenvolveu novos mecanismos de crédito, em razão da perda da receita inflacionária que até então aferia (GREMAUD, VASCONCELLOS e JÚNIOR, 2007).

Conforme sugere a relação *IS* (BLANCHARD, 2007), da causalidade entre renda disponível e consumo, isto é, do impacto de uma unidade monetária adicional de renda disponível sobre o consumo, o que se verificara no pós-plano fora um *boom* da demanda por consumo, pressionando a demanda agregada por bens. De acordo com o exposto, o não pagamento do imposto inflacionário impactara a renda disponível dos consumidores, em especial daqueles de baixa renda, pressionando, portanto, o componente de gasto com consumo.

A resposta da política monetária face à explosão da demanda agregada verificada no instante posterior à estabilização fora imediata. Conforme sugere o Gráfico 1 (primeira linha vertical indicada no gráfico) e o Anexo 1, em novembro de 1994 observa-se uma variação na taxa básica de juros na ordem de 15,54%, uma salto de 56,57% a.a. em outubro de 1994 para 65,36% a.a. em novembro de 1994. A taxa básica apresentou tendência de queda ao longo dos dois meses que se seguiram (dezembro e janeiro).

GRÁFICO 1 - TAXA DE JUROS (SELIC) X RESERVAS INTERNACIONAIS JUL/94-JAN/99



FONTE: BANCO CENTRAL DO BRASIL (2008) – O autor (2008)

Em termos de Investimento, a despeito do relativo aumento do Produto Interno Bruto (PIB) em meados de 1994, fruto do processo de estabilização, o impacto dos juros sobre esse componente fora repressivo ao longo do período de estabilização. De fato, a política monetária, ao se mostrar austera, impactou drasticamente os gastos com investimento. De um PIB de 5,33% em 1994, o país crescerá em média 3,82% no período, conforme Tabela 2.

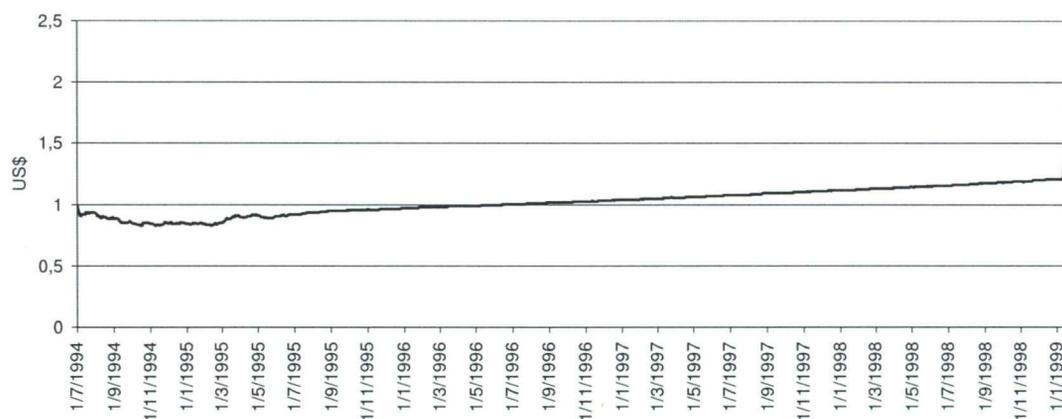
TABELA 2 - PIB VARIAÇÃO REAL 1994-2007 (CONTINUA)	
ANO	VARIAÇÃO % A.A.
1994	5,33
1995	4,42
1996	2,15
1997	3,38
1998	0,04
1999	0,25
2000	4,31
2001	1,31
2002	2,66
2003	1,15
2004	5,71

TABELA 2-PIB VARIAÇÃO REAL 1994-2007 (CONCLUSÃO)	
ANO	VARIAÇÃO % A.A.
2005	3,16
2006	3,75
2007	5,42

FONTE: IPEA (2008) - O autor (2008)

Ademais, cabe salientar o impacto que teve a taxa de juros sobre o câmbio. A estratégia adotada pelos formuladores do Plano Real ao utilizar a âncora cambial como instrumento balizador de preços trouxe sérias consequências para a economia real. Conforme presunha o modelo *Mundell-Fleming* (DORNBUSH e FISCHER, 1995), o mais delicado diferencial da taxa de juros doméstica em relação à taxa de juros internacional acaba por promover forte impacto na lógica do fluxo de capitais, influenciando a taxa de câmbio. Pode-se corroborar, portanto, essa assertiva ao se observar a evolução da taxa de câmbio no período de análise, que apresentou valor médio na casa de US\$ 1,02. Vale notar a atuação da superâncora no início do plano, refletida nos níveis muito baixos da taxa. Duas observações merecem destaque, os dias 14 e 17 de outubro de 1994, nos quais observa-se o valor de US\$ 0,829 na taxa de câmbio, conforme Gráfico 2.

GRÁFICO 2 - TAXA DE CÂMBIO LIVRE-DÓLAR AMERICANO (DIÁRIO) JUL/1994-JAN/1999

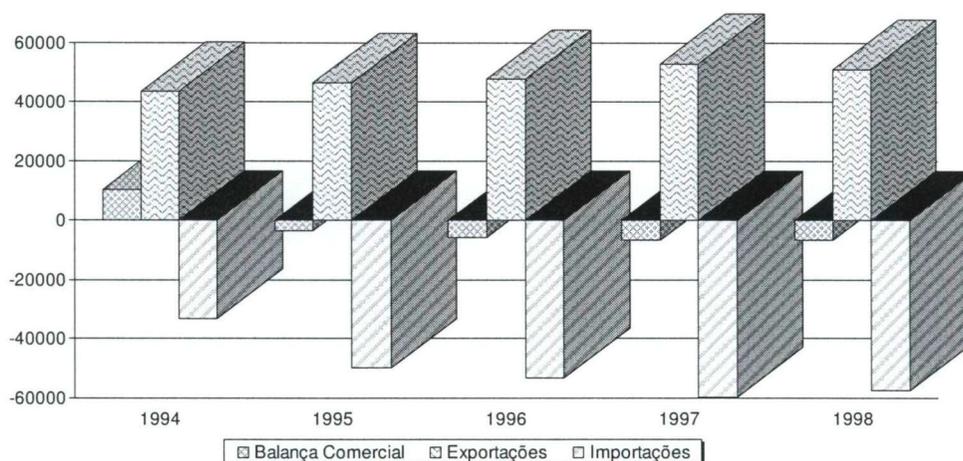


FONTE: BANCO CENTRAL DO BRASIL (2008) – O autor (2008)

De acordo com o modelo *IS-LM-BP* (BLANCHARD, 2007), uma variação na taxa de câmbio acaba por impactar o componente das exportações líquidas. Nesse sentido, não demorou e o impacto da taxa de juros sobre o câmbio e o impacto deste sobre as exportações líquidas tornou-se evidente.

Conforme sugere o gráfico 3, no ano seguinte à adoção do Plano Real, a balança comercial já apresentou déficits. De um superávit em torno de 10,5 bilhões de dólares no ano de 1994, no ano posterior verifica-se a consequência imediata do plano de estabilização - déficit na balança comercial na ordem de 3 bilhões de dólares. O déficit manteve-se quase constante ao longo dos quatro anos que se seguiram, na casa de 5 bilhões de dólares em média.

GRÁFICO 3 - BALANÇA COMERCIAL 1994-1998 US\$ DÓLARES



FONTE: BANCO CENTRAL DO BRASIL (2008) – O autor (2008)

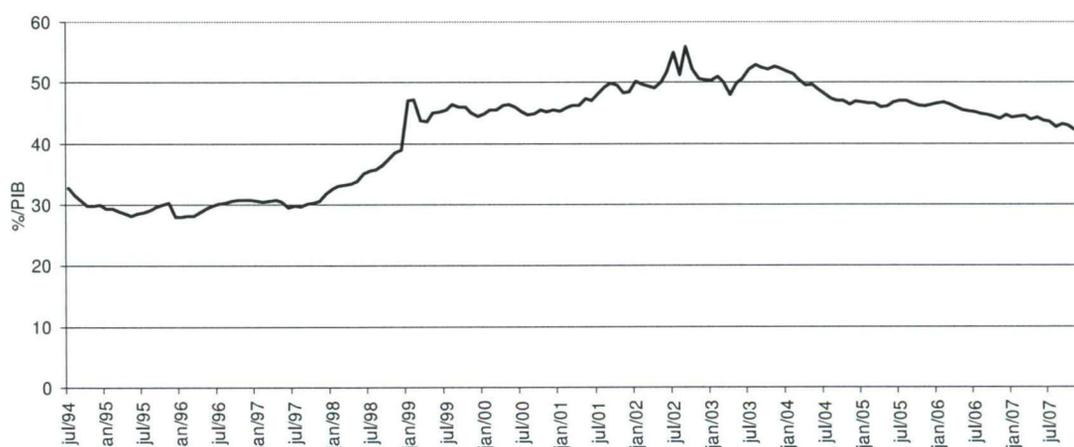
Com o crescimento da demanda, da atividade econômica e com a sobrevalorização do Real, uma parcela significativa da demanda doméstica fora deslocada para as importações, promovendo forte deterioração das contas externas (MODENESI, 2005). Vale notar que esse comportamento fora reflexo da estratégia integrante do plano de estabilização. Com a sobrevalorização artificial do Real em relação ao dólar criou-se uma camisa de força nos preços internos, impossibilitando os

formadores de preços formarem preços livremente (GREMAUD, VASCONCELLOS e JÚNIOR, 2007).

Visualiza-se tendência de alta na rubrica importações, na medida em que se avança na segunda metade da década de 90. De um montante de 50 bilhões de dólares em 1994, as importações apresentaram tendência de alta ao longo dos anos que se seguiram - 53 bilhões de dólares no ano de 1996, 60 bilhões de dólares no ano de 1997 e 58 bilhões de dólares no ano de 1998. As exportações, por seu turno, apresentaram um desempenho fraco ao longo do período, com crescimento médio na ordem de 6% a.a e tendência pouco definida (Anexo 2).

Em termos de finanças públicas, verifica-se um aumento acentuado nos índices de endividamento público (GIAMBIAGI, 2005). Conforme sugere Gráfico 4, o setor governamental apresentou fraco desempenho ao longo do período de análise, isto é, no intervalo 1994-1999, a dívida pública apresentou-se, em média, na casa de 30% do PIB, com tendência de alta. Pode-se dizer *grosso modo* que parte significativa da dívida foi reflexo da piora no resultado primário, em decorrência do aumento das despesas não financeiras do governo, e o restante pelo aprofundamento da taxa de juros real (GREMAUD, VASCONCELLOS e JÚNIOR, 2007).

GRÁFICO 4 - EVOLUÇÃO DA DÍVIDA LÍQUIDA DO SETOR PÚBLICO JUL/1994-DEZ/2007



FONTE: BANCO CENTRAL DO BRASIL (2008) – O autor (2008)

Conclui-se, portanto, que a sobrevalorização artificial do real em relação ao dólar impactou seriamente as contas externas do país que de déficits em transações correntes pouco significativos no início da década de 90 passara a apresentar déficits de grande magnitude a partir do ano de 1995.

Cabe mencionar que parte do recurso que ingressara no país, recurso este atraído, em grande medida, pelo diferencial da taxa de juros doméstica em relação à taxa de juros internacional, era destinado ao próprio financiamento da demanda aquecida, isto é, tratava-se de recurso destinado fundamentalmente ao financiamento do consumo em expansão. Cabe notar ainda que a natureza desse capital ingressante era de extrema inconstância, sendo constituído essencialmente por aplicações de *portfolio*¹¹, ou seja, recursos voláteis que poderiam refluir a qualquer instante em decorrência de alterações nos fundamentos relacionados a incertezas, ao diferencial entre a taxa de juros doméstica e a internacional e a mecanismos de *hedging* ou arbitragem em mercados (GREMAUD, VASCONCELLOS e JÚNIOR, 2007). Nesse sentido, tem-se o seguinte quadro - economia e demanda aquecida, deterioração das contas externas e ingresso de capital volátil que, em grande parte, destina-se ao financiamento dessa demanda.

Face à essa conjuntura, em outubro de 1994, ao assumir a presidência da República, Fernando Henrique Cardoso (FHC) lança mão de medidas de cunho restritivo (contração monetária e creditícia), suportadas pelo aumento do depósito compulsório, pela redução dos prazos de financiamento e, até mesmo, pela restrição àqueles capitais ingressantes ao país (GREMAUD, VASCONCELLOS e JÚNIOR, 2007).

No final do ano de 1994 e início do ano de 1995, tem-se a primeira prova a que se é submetido o Plano Real: a crise do México. Diante das incertezas, um volume significativo de reservas migrou do país, pondo em risco a estratégia de estabilização recém adotada. Não fora o aumento na taxa de juros, o país teria entrado numa crise cambial sem precedentes (GREMAUD, VASCONCELLOS e JÚNIOR, 2007).

¹¹ Aplicações em fundo de privatização e ações (GREMAUD, VASCONCELLOS e JÚNIOR, 2007).

Face à fuga de capitais de grande vulto, reflexo imediato da crise mexicana (efeito tequila), e com o intuito de aumentar a atratividade da economia doméstica ao capital estrangeiro, o Banco Central elevou a taxa de juros já no mês de fevereiro e a manteve em níveis elevados nos dois meses seguintes. Vislumbra-se um aumento na taxa básica na ordem de 56,54% a.a. em fevereiro, frente à manutenção da taxa na casa de 56% a.a. no mês de março e 85,5% a.a. no mês de abril. A crise mexicana pode ser bem visualizada no gráfico 1 pela segunda linha vertical, mostrando a resposta da política monetária à crise. Em linhas gerais, a taxa de juros entrou tendência de queda ao longo dos meses seguintes, dada a reversão do fluxo de capitais à economia doméstica.

Diante desse quadro inicia-se a trajetória *stop and go* a que se submete a economia brasileira, com a reversão do crescimento econômico verificado posteriormente ao lançamento do Plano Real e a utilização da política monetária como principal instrumento de controle da demanda agregada e principal mecanismo para a sustentabilidade do balanço de pagamentos (GREMAUD, VASCONCELLOS e JÚNIOR, 2007).

Recuperada do efeito tequila, a taxa de juros apresentou tendência de queda, dada a retomada do fluxo de capitais à economia, apresentando seu vale em torno de 19% a.a. no período posterior à crise mexicana. Cabe destacar que como resposta a qualquer distúrbio que pusesse em risco o modelo de financiamento do déficit em transações correntes, bem como à própria condução da política cambial, haveria uma resposta da política monetária por meio do uso da taxa de juros, conforme Gráfico 1.

Nunca é bastante mencionar que a qualquer sobressalto do fluxo de capitais, a taxa de juros entrava em cena. Da crise mexicana, o governo conseguiu rever as expectativas do mercado, recompondo o fluxo de capitais ao país - não fora a taxa de juros e a recomposição da liquidez internacional, o movimento da política econômica se teria frustrado.

A crise asiática, por sua vez, em meados de 1997, impactara drasticamente o nível de reservas internacionais, refletida, sobretudo, na perda acentuada de reservas na ordem de 9,7 bilhões de dólares de setembro a dezembro do mesmo ano (Gráfico 1, p. 28). Mais uma vez lançou-se mão da taxa de juros, com uma variação na ordem de

130,31% em novembro (terceira linha vertical no gráfico 1). Pode-se dizer *grosso modo* que a crise asiática fora contida pelo mesmo instrumento de controle, qual seja, a taxa básica de juros, ademais de um pacote fiscal descumprido.

Não demorou e veio a crise russa, novamente a dicotomia taxa de juros - pacote fiscal entrou em cena. Com a perda de reservas na ordem de 29 bilhões de dólares entre abril de 1998 e setembro de 1998, elevou-se, de imediato, a taxa de juros. Neste último mês a taxa de juros fechou na casa de 34,29% a.a., uma variação de 78,32% face ao mês anterior. A taxa básica fora igualmente elevada nos meses de setembro e outubro do mesmo ano, uma variação na ordem de 78,32% e 21,26% respectivamente.

Apesar da elevação da taxa de juros e do anúncio de um pacote fiscal, a âncora cambial havia-se desgastado e o mercado manifestou descrença em relação ao movimento do governo. A exemplo de políticas de estabilização amparadas pela âncora cambial, como fora o caso da Argentina e do México, e sua conseqüente deterioração nas contas externas, o caso brasileiro não seria diferente, visto os crescentes déficits em transações correntes verificados em meados de 1995, déficits puxados principalmente pela rubrica serviços e rendas, além do saldo positivo das importações, conforme sugere o Anexo 2. Com a crise às portas, era apenas uma questão de circunstância para sua conformação. Encerra-se, portanto, o primeiro governo FHC às vésperas de uma crise cambial (GIAMBIAGI, 2005).

3.2 O PERÍODO DO PLANO REAL (1999 - 2003)

O presente capítulo tem por objetivo analisar o período que compreende o ataque especulativo do real pelo dólar, em janeiro de 1999, e o término do segundo mandato do presidente Fernando Henrique Cardoso, no findar de 2002. Para tanto, faz-se um retrospecto dos instantes precedentes à flexibilização cambial e, posteriormente, acompanha-se a dinâmica da política monetária e das variáveis macroeconômicas selecionadas.

Conforme exposto na seção anterior, o primeiro governo FHC findara às vésperas de uma crise cambial que poderia minar o plano de estabilização que consagra Fernando Henrique Cardoso ao poder. Materializada num forte desequilíbrio externo e fiscal, a crise brasileira só não ocorrera no início da crise Russa em decorrência do calendário eleitoral e do repasse do risco cambial ao governo. Pode-se dizer *grosso modo* que, dado o mérito da estabilização alcançado por FHC em seu primeiro mandato, a questão de levar a crise ao término da primeira gestão era verossímil - a conformação da ruptura era uma questão de jogar a toalha (GREMAUD, VASCONCELLOS e JÚNIOR, 2007).

Com relação à transferência do risco cambial ao governo, o setor privado fora o maior receptor dos recursos externos, tendo, portanto, o maior passivo e a maior exposição ao risco. Nesse sentido, mais uma vez, o governo arcara com a excessiva exposição do setor privado, comprando real em troca de dólares, e movimentando recursos no mercado de futuros (GREMAUD, VASCONCELLOS e JÚNIOR, 2007). Ademais, houve a mudança no perfil de sua dívida, tendo sua referência ampliada a indexadores como o over Selic e ao próprio câmbio (MODENESI, 2005).

A despeito do sucesso no que concerne ao controle inflacionário, o primeiro governo FHC fora marcado por um forte desequilíbrio externo e fiscal. Pode-se dizer *grosso modo* que a deterioração desses fundamentos deveu-se, sobretudo, à sobrevalorização artificial do Real em termos de Dólar. Não obstante a conjugação de efeitos adversos sobre a economia, a saber, crises financeiras internacionais, recessão, deterioração das contas externas e públicas e elevação da dívida pública, uma forte razão para a não conformação da crise pode ser descrita nas palavras de GREMAUD,

VASCONCELLOS e JÚNIOR (2007, p. 470), “parece, entretanto, que a mudança cambial já estava definida na crise russa, e a espera de seis meses decorreu do calendário eleitoral e do processo de transferência do risco cambial para o setor público. O próprio acordo com o FMI, no segundo semestre de 1998, já pode ser um sinalizador da disposição à mudança”, ainda afirma, “com o grande endividamento externo do setor privado, o risco que se coloca em uma desvalorização cambial é uma deterioração patrimonial do mesmo, com risco de crises econômicas (queda de consumo e investimento – efeito riqueza), crise financeira (falências, quebras bancárias, etc.), entre outros efeitos.”

Conforme se observa no (Gráfico 1, p.28), em abril de 1998 verifica-se abrupta inflexão no nível de reservas internacionais. No intervalo abril/1998-nov/1998 vislumbra-se uma migração de reservas na ordem de 33 bilhões de dólares, reafirmando, portanto, a crise. Ao apagar das luzes do mesmo ano contempla-se uma fuga de capitais na ordem de 8,5 bilhões de dólares. Até o final de março de 1999 a variação do capital internacional fora na ordem de 121%, um montante de quase 41 bilhões de dólares.

Em meio à turbulência política e econômica, materializada na questão da moratória mineira, pelo então governador Itamar Franco, e nos impasses político-partidários em torno das renegociações das dívidas estaduais, em janeiro de 1999 a âncora cambial se desfaz. Na esfera político-econômica, a flexibilização cambial fora marcada pela substituição do então presidente do Banco Central - Gustavo Franco - por Francisco Lopes, que, dado o suposto envolvimento em escândalos e diante da iminência de uma crise, teve participação pouco notória, diga-se, de curtíssimo prazo, na gestão central, sendo substituído, ainda no mesmo ano, por Armínio Fraga. Tido como grande conhecedor do mercado financeiro internacional, Armínio Fraga não interveio no câmbio e o deixara desvalorizar, chegando ao patamar de R\$ 1,98 no último dia útil do mês de janeiro, atingindo seu pico na casa de R\$ 2,16 no mês de março do mesmo ano (GIAMBIAGI, 2005).

A questão que se coloca face ao quadro de pressão cambial diz respeito aos efeitos inflacionários decorrentes dessa pressão, como fora o caso mexicano. Com a flexibilização cambial em janeiro de 1999, esperava-se uma reedição da crise

mexicana, com altas taxas de inflação e crises econômica e financeira (GREMAUD, VASCONCELLOS e JÚNIOR, 2007). De fato, o principal índice de preços, notadamente o IPCA, apresentou drástica variação de quase 130% no mês de fevereiro e 101% no mês de março, relativamente ao mesmo período no ano anterior, fechando o ano na casa de 8,6%.

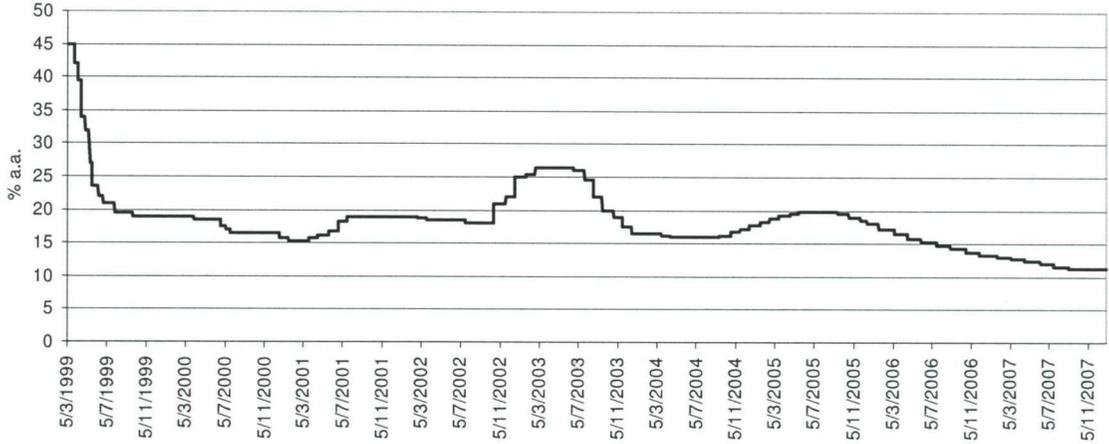
TABELA 3 - ÍNDICE DE PREÇO AO CONSUMIDOR AMPLO
JAN/1999 A JUL/1999

Mês	Var %
Janeiro	0,70
Fevereiro	1,05
Março	1,10
Abril	0,56
Mai	0,30
Junho	0,19
Julho	1,09

FONTE: IPEA (2008) – O autor (2008)

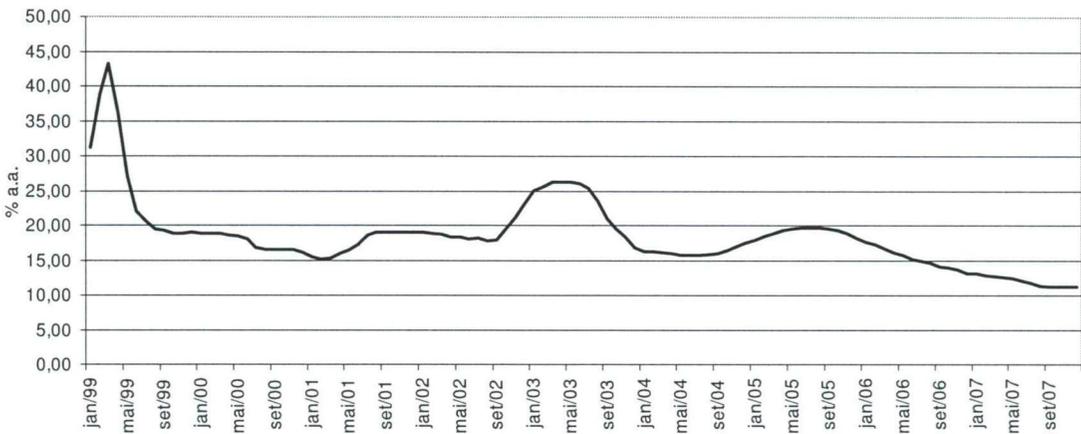
Diante desse quadro adverso, conformado pela ameaça inflacionária e pela perda de reservas na ordem de 8,5 bilhões de dólares, a taxa de juros elevou-se ao patamar de 39% a.a. em fevereiro - uma variação na ordem de 25%, ademais da variação no mês seguinte, na ordem de 11%. Neste último mês, a taxa de juros encerrou na casa de 43,25% a.a.. Ademais, vale notar que, atrelado à elevação da taxa de juros, fora estipulada, por Armínio Fraga e sua equipe, meta para crescimento da taxa básica de juros na ordem de 45% a.a., com viés de baixa, conforme Gráfico 5. Ao longo dos meses que se seguiram, a taxa de juros apresentou trajetória declinante (Gráfico 6).

GRÁFICO 5 - META SELIC DEFINIDA PELO COPOM 05/03/99-31/12/07



FONTE: BANCO CENTRAL DO BRASIL (2008) – O autor (2008)

GRÁFICO 6 - TAXA BÁSICA DE JUROS-SELIC JAN/99-DEZ/07



FONTE: BANCO CENTRAL DO BRASIL (2008) – O autor (2008)

Com relação às contas externas, o segundo governo FHC apresentou significativas melhoras. Conforme se observa o Anexo 2, de déficits na ordem de 23 bilhões de dólares no ano de 2001, o saldo em transações correntes já apresentou significativa melhora no ano de 2002, com déficit situado na casa de 7 bilhões de dólares, isto é, uma melhora de quase 70%. Pode-se dizer que tal melhora deveu-se, fundamentalmente, ao comportamento da balança comercial, que a partir de 2001

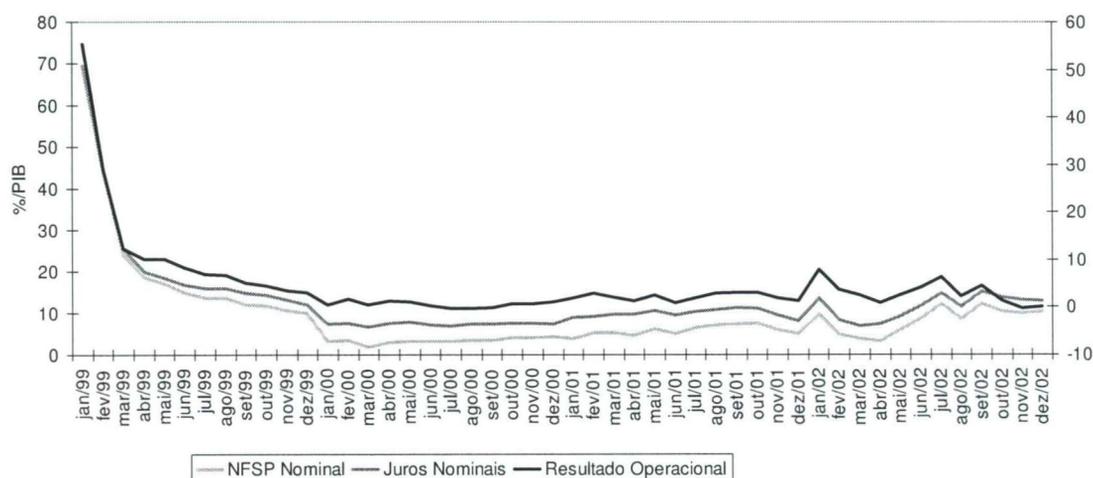
apresentara superávits crescentes, puxados pelo aumento das exportações. A despeito da diferença em relação à conta importação em 1999 e 2000, a rubrica exportação apresentou trajetória crescente ao longo dos anos que se seguiram, atingindo seu pico na casa de 60 bilhões de dólares em 2002.

A desvalorização cambial trouxe consigo, além da relativa melhora das contas externas, um forte desarranjo nas contas públicas. Da transferência do risco cambial ao setor público, via mudança do perfil da dívida pública, a desvalorização cambial e a manutenção da taxa básica de juros pioraram o perfil daquela.

De acordo com o Gráfico 7, o conceito Necessidade de Financiamento do Setor Público (NFSP) piorou ao longo do segundo governo FHC. Conforme se verifica, houve um aumento abrupto na dívida pública em meados de 2002, com o conceito operacional acompanhando fortemente os gastos com juros.

Pode-se dizer *grosso modo* que a grande melhora em termos de finanças públicas no período deveu-se, fundamentalmente, à relativa melhora no conceito primário, principalmente, em decorrência do aumento da arrecadação, conforme tendência observada no Gráfico 7.

GRÁFICO 7 - DESEMPENHO DO SETOR PÚBLICO CONSOLIDADO JAN/1999-DEZ/2002



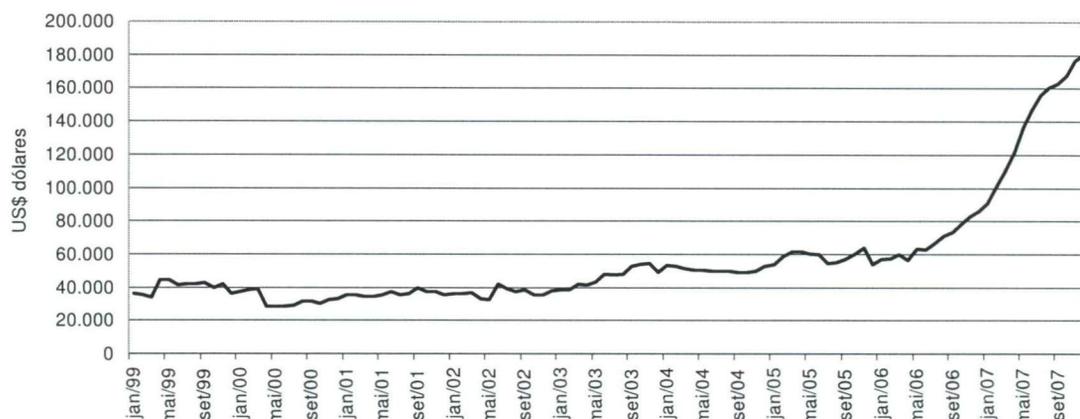
FONTE: BANCO CENTRAL DO BRASIL (2008) – O autor (2008)

Por fim, o comportamento do PIB se mostrou bastante adverso, apresentando trajetória pouco uniforme ao longo do período, conforme corrobora (Tabela 2, p.28). Em 1999, o PIB cresceu 0,25% frente ao crescimento de 4,31% no ano 2000. O crescimento deste último levou muitos analistas, á época, a acreditar que o Brasil havia ingressado firme numa trajetória sustentável de crescimento, isto é, do ponto de vista teórico, chegara-se à consistência macroeconômica, qual seja, o regime de metas para inflação, o superávit primário e o câmbio flexível (GREMAUD, VASCONCELLOS e JÚNIOR, 2007).

Do ponto de vista prático, o tripé da consistência macroeconômica fora conformado pela adoção do regime de metas para inflação em julho de 1999, pelos sucessivos superávits primários angariados pelo governo ao longo dos anos e pela flexibilização cambial em janeiro de 1999. Se não fora a conjugação de diversas crises internas e externas, o país, possivelmente, teria sustentado o crescimento.

O ano de 2001 marcou contundentemente os fundamentos macroeconômicos brasileiros. Podem-se levantar três eventos adversos que acometeram a economia brasileira nesse ano, a saber, a crise na Argentina, o ataque terrorista de 11 de setembro nos Estados Unidos e a crise energética brasileira (GIAMBIAGI, 2005). Com o advento da crise argentina, uma vultosa quantidade de reservas migrou do país (Gráfico 8). Em março do mesmo ano a taxa de juros sofreu uma variação na ordem de 1,25 %, com tendência de alta ao longo dos meses que se seguiram, notadamente em abril, maio, junho, julho, agosto e setembro nestes respectivos valores, 16,02% a.a., 16,43% a.a., 17,28% a.a., 18,57% a.a. e 19% a.a. nos dois últimos meses.

GRÁFICO 8 - RESERVAS INTERNACIONAIS JAN/99-DEZ/07



FONTE: BANCO CENTRAL DO BRASIL (2008) – O autor (2008)

Com a adoção do regime de metas para inflação, a política monetária introduzira nova âncora nominal com vistas a balizar a formação de preços na economia e coordenar as expectativas dos agentes econômicos. Dito de outra forma, o regime de metas para inflação fora o substituto perfeito e cabível à âncora cambial utilizada no período precedente à flexibilização cambial. De início, foram estabelecidas metas para os anos de 1999, 2000 e 2001 com os respectivos valores – 8%, 6% e 4% (BOGDANSKI, TOMBINI e WERLANG, 2001). Para os anos de 2002 e 2003 as metas a serem perseguidas pelo Banco Central foram na casa de 4% e 3,5% respectivamente (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2008).

Com relação ao cumprimento das metas, observa-se que o Banco Central alcançou seu objetivo apenas nos anos de 1999 e 2000, conforme Tabela 4. Nos anos 2001 e 2002 as metas foram descumpridas, com forte discrepância entre a meta e a inflação observada no ano de 2002, levando-se em consideração a banda de 2% estabelecida.

TABELA 4 - HISTÓRICO DE METAS PARA INFLAÇÃO NO BRASIL 1999-2007

ANO	NORMA	DATA	META		LIMITE INFERIOR E SUPERIOR (%)	INFLAÇÃO EFETIVA IPCA (% A.A.)
			(%)	BANDA (P.P.)		
1999			8	2	6 - 10	8,94
2000	Resolução 2.615	30/6/1999	6	2	4 - 8	5,97
2001			4	2	2 - 6	7,70
2002	Resolução 2.744	28/6/2000	3,5	2	1,5 - 5,5	12,53
(¹)2003	Resolução 2.842	28/6/2001	3,25	2	1,25 - 5,25	
	Resolução 2.972	27/6/2002	4	2,5	1,5 - 6,5	9,30
(¹)2004	Resolução 2.972	27/6/2002	3,75	2,5	1,25 - 6,25	
	Resolução 3.108	25/6/2003	5,5	2,5	3 - 8	7,60
2005	Resolução 3.108	25/6/2003	4,5	2,5	2 - 7	5,69
2006	Resolução 3.210	30/6/2004	4,5	2	2,5 - 6,5	3,14
2007	Resolução 3.291	23/6/2005	4,5	2	2,5 - 6,5	4,46

FONTE: BANCO CENTRAL DO BRASIL (2008)

(¹) NOTA: A CARTA ABERTA, DE 21/01/2003, ESTABELECEU METAS AJUSTADAS DE 8,5% PARA 2003 E 5,5% PARA 2004 (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2008).

De acordo com a carta aberta (FRAGA NETO, 2002), as causas do descumprimento da meta no ano de 2001 estão fortemente relacionadas aos choques externos e internos que acometeram a economia nesse ano; no âmbito externo, o contágio da crise nas economias argentina e americana, pressionando a taxa de câmbio para depreciação e o nível de preços, via indução, e, no âmbito interno, o crescimento acentuado dos preços administrados por contrato¹², principalmente tarifas elétricas, e a inércia inflacionária destes sobre os preços livres.

Com relação ao ano de 2002, as causas do descumprimento da meta, de acordo com a carta aberta (MEIRELLES, 2003), guardam relação com a severa crise de confiança interna e externa na evolução política da economia brasileira, consubstanciada no aumento da aversão ao risco dos mercados internacionais, nas palavras de MEIRELLES (2003, p.1):

¹² São preços que dependem da autorização prévia do governo ou de alguma instância do poder público e cuja sensibilidade às condições de oferta e demanda é baixíssima. Podem ser agrupados, fundamentalmente, em impostos e taxas, serviços de utilidade pública e derivados do petróleo (MENDONÇA, 2007).

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

Ademais, vale mencionar as idênticas causas do descumprimento da meta no ano anterior, causas estas relacionadas à depreciação cambial, ao efeito inercial dos preços administrados sobre os preços livres e à deterioração das expectativas de inflação. Encerra-se, portanto, a segunda gestão FHC em meio à turbulência dos mercados nacionais e internacionais. Por um lado, a elevação do risco-país e a descrença no governo de tradição heterodoxa que viria ao poder e, por outro, os reflexos das diversas crises que há muito se haviam permeado nos fundamentos macroeconômicos brasileiros. Não obstante a coagulação desses fatores, merecem destaque a queda nos preços das exportações e a contração do crédito nos mercados financeiros internacionais que influíam contundentemente na determinação da taxa de câmbio doméstica, por óbvio, desvalorizada (GIAMBIAGI, 2005).

3.3 O PERÍODO DO PLANO REAL (2003 - 2007)

A presente seção tem por objetivo analisar a evolução da política monetária dentro do quadro de mudanças do governo Luiz Inácio da Silva (Lula). Analisam-se, num primeiro momento, os instantes precedentes à ascensão do candidato Luiz Inácio “Lula” da Silva ao poder e a condução da política monetária num ambiente de incertezas e, num segundo momento, as variáveis macroeconômicas selecionadas.

O ano de 2001 fora marcado pela coagulação de diversas crises que marcaram contundentemente a condução da política econômica no Brasil. Podem-se mencionar a crise energética brasileira – reafirmando a fragilidade do governo em dar continuidade ao processo de privatização das hidroelétricas, o efeito contágio argentino - da crise iniciada em meados de 2001, e a crise norte-americana - do ataque terrorista de 11 de setembro. Conforme analisado em capítulo anterior, em março daquele ano a taxa de juros encerrara na casa de 15,4% a.a., com tendência de alta ao longo dos meses que se seguiram. Em abril, maio, junho, julho, agosto e setembro a taxa básica findara nestes respectivos valores, 16,02% a.a., 16,43% a.a., 17,28% a.a., 18,57% a.a. e 19% a.a. nos dois últimos meses. Muito embora o Banco Central tenha lançado mão ativamente da taxa de juros no *front* da inflação, a meta não fora alcançada. O IPCA neste ano encerrou na casa de 7,70% frente à meta de 4%.

O ano de 2002, por sua vez, fora marcado por forte crise de confiança na economia brasileira, conformada pela ansiedade dos mercados em relação à substituição do então presidente Fernando Henrique Cardoso pelo candidato de esquerda Luiz Inácio “Lula” da Silva, expoente e líder do Partido dos Trabalhadores (PT).

Pode-se dizer *grosso modo* que a crise de confiança em 2002 foi gerada, em grande instância, pela incerteza acerca da conduta que o Partido dos Trabalhadores adotaria ao assumir o poder. Ao longo de sua trajetória, o Partido dos Trabalhadores condenara piamente a conduta ortodoxa adotada pelos governos e, na gestão FHC, particularmente, condenara com repulsa o acordo com o FMI e sua renovação, a adoção e manutenção do regime de metas para inflação e questões relativas a dívida externa e preservação de contratos (GIAMBIAGI, 2005).

A crise de confiança fora a conformação prática da descrença dos agentes econômicos, temerosos a uma possível mudança na condução da política econômica relativamente ao governo anterior. À medida que a ocupação ao cargo da presidência da República se aproximava, a desconfiança aumentava, refletida, fundamentalmente, em fortes pressões inflacionárias e cambiais e no aumento do risco país.

Ao se observar os principais índices de preços na economia, nota-se que no último mês eleitoral – setembro de 2002 – a inflação situou-se na casa de 0,72%, ou seja, uma variação de quase 160% em um ano, dada a variação de 0,28% no mesmo mês em 2001 (IPCA). A taxa de câmbio, por sua vez, oscilou, em média, em torno de US\$ 3,55 nesse mesmo mês, findando o período na casa de US\$ 3,9. O risco país, medido pelos *C-bonds*, atingiu mais de 2000 pontos-base no mês de setembro (GIAMBIAGI, 2005).

Para conter a pressão cambial e inflacionária e reduzir o nível de incerteza dos mercados, a taxa Selic foi elevada ao patamar de 23,03% a.a. ao findar do ano, uma tendência de alta que vinha desde o mês de outubro do mesmo ano (Gráfico 6, p. 38). Não obstante o uso ostensivo da taxa de juros para conter o avanço da inflação, o IPCA encerrou o ano na casa de 9,30% frente à meta revista de 4%, levando em consideração a meta-intervalo de 2%.

O quadro de incertezas acerca da evolução da economia doméstica sofreu forte reversão com a mudança de discurso do Partido dos Trabalhadores ao longo dos últimos meses de campanha eleitoral, inclusive com pontos contraditórios relativos ao seu discurso histórico. Na medida em que a campanha avançava, Luiz Inácio da Silva conquistava credibilidade e, antes mesmo da tomada de posse, houve reversão no quadro de instabilidade e desconfiança. Ademais, a ocupação do cargo de Ministro da Fazenda por Antônio Palossi fora, em grande medida, preponderante sinalizador de mudanças (GREMAUD, VASCONCELLOS e JÚNIOR, 2007).

As contas externas, na primeira gestão “Lula”, seguiram a mesma trajetória já iniciada no governo FHC, apresentando saldo em transações correntes positivo já no primeiro ano de gestão, na casa de 4 bilhões de dólares (Anexo 2). As exportações, nesse ano, foram na ordem de 73 bilhões de dólares frente ao montante de 50 bilhões de dólares das importações. Vale destacar o vultoso valor das exportações no ano de

2005, na casa de 118 bilhões (Anexo 1). Pode-se salientar ainda que o grandioso desempenho das contas externas deveu-se, fundamentalmente, à conjugação de um grupo de fatores, quais sejam, à forte elevação nos preços das *commodities*, à expansão da economia mundial e à desvalorização cambial, mantendo-se saldo satisfatório ao longo do primeiro governo Lula (GREMAUD, VASCONCELLOS e JÚNIOR, 2007).

As contas públicas, no que tange ao conceito primário, apresentaram a mesma trajetória seguida no governo FHC, com o devido cumprimento das metas propostas pelo FMI (GREMAUD, VASCONCELLOS e JÚNIOR, 2007). Vale notar que houve significativo aumento da dívida pública como proporção do PIB, conforme corrobora Gráfico 4.

A política monetária, por sua vez, não foi eficiente no cumprimento da meta no ano de 2003 (Tabela 4, p. 42). De acordo com a carta aberta (MEIRELLES, 2004), os determinantes do descumprimento são os mesmos daqueles verificados no último trimestre do ano anterior, quais sejam, a persistência inflacionária com relação à deterioração das expectativas e do câmbio e à inércia inflacionária relacionada ao grau de incerteza dos agentes econômicos.

Ao observar a Tabela 4, vislumbra-se o sucessivo cumprimento das metas nos anos de 2004, 2005, 2006 e 2007. Vale notar que a meta proposta no ano de 2006 foi alcançada com muito sucesso, o IPCA encerrara o ano na casa de 3,14%.

Em linhas gerais, o ano de 2004 fora marcado pela manutenção da taxa básica de juros por etapas adicionais do processo de ajuste. O aumento gradual do juro básico, iniciado em setembro do mesmo ano, foi seguido por um longo período de manutenção da taxa de juros, com vistas a assegurar a eficiência da política monetária na convergência da inflação para a meta proposta (JORNAL VALOR ECONÔMICO, 2004). Em agosto de 2004 a taxa básica de juros sofrera inflexão na ordem de 0,57%, sustentando a tendência de alta ao findar do ano. Ao longo dos meses que se seguiram (setembro, outubro, novembro e dezembro), a taxa básica encerrara nos respectivos valores, 1,45%, 1,99%, 3,35% e 3,18%, mantendo a tendência de alta no primeiro semestre do ano seguinte (Anexo 1). Apesar da queda no preço do petróleo, da valorização do real frente ao dólar e de sinais de acomodação da atividade econômica,

o Copom foi relutante e manteve a política monetária restritiva, tendo em vista a modesta redução da expectativa de mercado para o IPCA de 2005, que passou de 5,90% em novembro para 5,78% em dezembro (JORNAL VALOR ECONÔMICO, 2004).

A política monetária ao longo do ano de 2005 seguiu a mesma trajetória do ano anterior, sendo pautada, fundamentalmente, no combate à inflação por meio do uso da taxa básica de juros. No primeiro semestre, o Banco Central deu continuidade ao aperto monetário iniciado em setembro de 2004, mantendo a trajetória de alta na taxa de juros até junho (CARVALHO e LEPIKSON, 2005). Em janeiro do mesmo ano, a taxa de juros findara na casa de 17,93% a.a., uma variação de 2,46% frente ao mês de dezembro. Nos meses que se seguiram, a taxa de juros permaneceu elevada, até o mês de junho, quando a tendência de alta se desfez.

O aperto monetário se mostrou eficiente, na medida em que se observa o cumprimento da meta nesse ano. A inflação, medida pelo IPCA, fechou o ano na casa de 5,69%, um dos melhores valores observados.

A política monetária no ano de 2006 iniciou o período com forte passividade, mantendo o ciclo de afrouxamento monetário iniciado no último semestre do ano anterior. O novo calendário da política monetária previu apenas 8 reuniões no ano contra 12 reuniões em 2005, iniciado com o corte na casa de 0,75% na taxa básica de juros. Essa fora a quinta queda consecutiva na taxa de juros que desde setembro passado tivera queda acumulada de 2,5 pontos percentuais (JORNAL VALOR ECONÔMICO, 2006). A meta Selic definida pelo Copom fora na ordem de 17,25% em 19 de janeiro, conforme gráfico 5.

O ciclo de afrouxamento da política monetária manteve-se até o início do mês de junho do mesmo ano, quando o Banco Central reduziu o “ritmo” de corte na taxa básica de juros. De sucessivas reduções na meta Selic na ordem de 0,75% para reduções na ordem de 0,5% até o findar do ano (gráfico 5).

Os efeitos mais nocivos da política monetária tornaram-se evidentes ao se observar o PIB consolidado no ano de 2005, 3,16%, um crescimento bem abaixo daquele verificado no ano de 2004 (tabela 2, p. 28). Apesar do afrouxamento da política monetária no segundo semestre do ano de 2005, o crescimento da economia brasileira no ano de 2006 fora na ordem de 3,75%, um crescimento pouco maior que

18% em relação ao ano anterior. Seguindo a trajetória *stop and go* iniciada no primeiro governo FHC, o PIB mostrou-se insatisfatório, revelando o crescimento pífio da economia brasileira ao longo do primeiro governo Lula. Merece destaque apenas o ano de 2004, que apresentou crescimento de 4,94 frente à média do período - 2,51%.

Findada a análise da política econômica ao longo do Plano Real, a próxima seção trará por objeto analisar descritivamente a evolução da política monetária no que concerne à sua assimetria. Para tanto, a análise fará jus aos acontecimentos políticos e econômicos relatados nas seções passadas que, em maior ou menor grau, influíram na condução da política monetária.

4 A ASSIMETRIA NA POLÍTICA MONETÁRIA 1994-2007

Materializada nos altos níveis da taxa básica de juros, a política monetária ao longo do período 1994-2007 mostrou-se rígida em sua condução. Conforme analisado em seções anteriores, a despeito de momentos específicos da conjuntura econômica brasileira com cortes significativos em seus valores, a taxa Selic operou em média como uma das maiores taxas de juros do mundo (CURADO e OREIRO, 2005).

Em meados de 90, a economia brasileira foi marcada pela sucessão de diversas crises internacionais que alteraram contundentemente a trajetória da política monetária nacional. Conforme observado no gráfico 1, no intervalo 1994-1999, a política monetária respondeu fortemente às crises internacionais, sendo marcada por diversas inflexões. A qualquer sobressalto no influxo de capitais à economia doméstica, a taxa de juros entrava em cena. Crises como a mexicana, a asiática e a russa, são exemplos de crises que alteraram contundentemente a trajetória da política monetária nesse período.

Com a adoção do regime de metas para inflação em julho de 1999, a condução da política monetária passou a referenciar-se na busca pela obtenção de uma meta para um índice de preços, isto é, a política monetária passou a responder, prioritariamente, às inflexões no nível de preços, mais precisamente, às expectativas de preços dos agentes econômicos.

A presente seção tem por objetivo analisar a evolução da política monetária ao longo do Plano Real (1994-2007). Analisa-se, descritivamente, a evolução da política monetária no que se refere à assimetria na sua condução, isto é, a resposta da taxa de juros, em magnitude e velocidade, a choques, bem como a duração dos ciclos de tendência da taxa básica. Para tanto, a análise fará jus ao coeficiente de assimetria de *Pearson*¹³, apresentado na última coluna da tabela 5.2. Se o valor p for positivo,

¹³ As medidas que descrevem a assimetria de uma distribuição são chamadas de coeficientes de assimetria (SPIEGEL, 1978). Quando a média e a mediana recaem sobre pontos diferentes da distribuição, isto é, apresentam valores diferentes, diz-se que a distribuição é assimétrica. O coeficiente de assimetria de *Pearson* pode ser expresso pela seguinte relação: $p = 3 \times (\mu - m)/\sigma$, onde μ representa a média aritmética, m a mediana e σ o desvio-padrão. Se o valor p for positivo, a série será

portanto, a série será positivamente assimétrica, corroborando que a taxa de juros, de fato, reduzira lentamente posteriormente ao choque. Dividiu-se assim a trajetória da política monetária em cinco momentos ou ciclos, descritos na tabelas 5.1 e 5.2 e no gráfico 9. Cada momento representa a duração de um ciclo, formado por períodos de alta e baixa, bem como sua duração. Com efeito, lança-se mão dos acontecimentos políticos e econômicos que marcaram a condução da política monetária, bem como a resposta da autoridade monetária aos choques, tendo em vista a seguinte hipótese: A lentidão na baixa da taxa de juros revela uma característica comportamental da autoridade monetária ou, simplesmente, deve-se à sobreposição de choques ou lentidão da economia em responder ao movimento da autoridade monetária, não permitindo a baixa mais rápida da taxa de juros?

Conforme analisado em seções anteriores, o Plano Real encerrou o processo de alta inflação crônica que assolou os fundamentos macroeconômicos da economia brasileira por quase 15 anos. Com o arrefecimento da inflação e o não pagamento do imposto inflacionário por parte da população de baixa renda, elevou-se, de imediato, a capacidade de consumo das camadas mais pobres da população. Vale notar que, uma vez estabilizada a economia e diante de um futuro certo, livre do poder corrosivo da inflação, o sistema financeiro desenvolveu novos instrumentos de crédito e ampliou o horizonte de pagamento para compras a prazo. Nesse sentido, reflexo do comportamento *racional* dos agentes econômicos, a demanda se aqueceu fortemente, principalmente em decorrência do aumento do gasto com consumo e investimento. Diante dessa constatação, chega-se ao primeiro momento ou ciclo da taxa de juros, indicado pelo algarismo romano I no gráfico 9. Em novembro de 1994 a taxa básica de juros elevou-se ao patamar de 65,36% a.a., frente ao patamar de 56,57% a.a. em outubro do mesmo ano, isto é, uma variação de 15,54% na taxa básica. O ciclo de alta da taxa de juros, iniciado no mês anterior àquele, teve duração de 9 meses, findando em abril de 1995. Pode-se dizer *grosso modo* que a política monetária reagiu fortemente ao aquecimento econômico e à crise mexicana, iniciada em fevereiro de 1995. A crise fora conformada pela perda de reservas na ordem de 5 bilhões de

positivamente assimétrica, se for negativo, a série será negativamente assimétrica e se for igual a zero, a série será simétrica.

dólares, iniciada em outubro de 1994. O pico da taxa de juros nesse ciclo de alta atingiu a casa de 85,47% a.a. em abril de 1995 e seu valor médio situou-se na casa de 59,44% a.a., valor de extrema significância (Anexo 1). Vale notar que o primeiro ciclo da taxa de juros foi o de maior amplitude em relação aos demais, na casa de 66,43% a.a., o que, em grande instância, indica a forte resposta da autoridade monetária face à crise mexicana (Tabela 5.2).

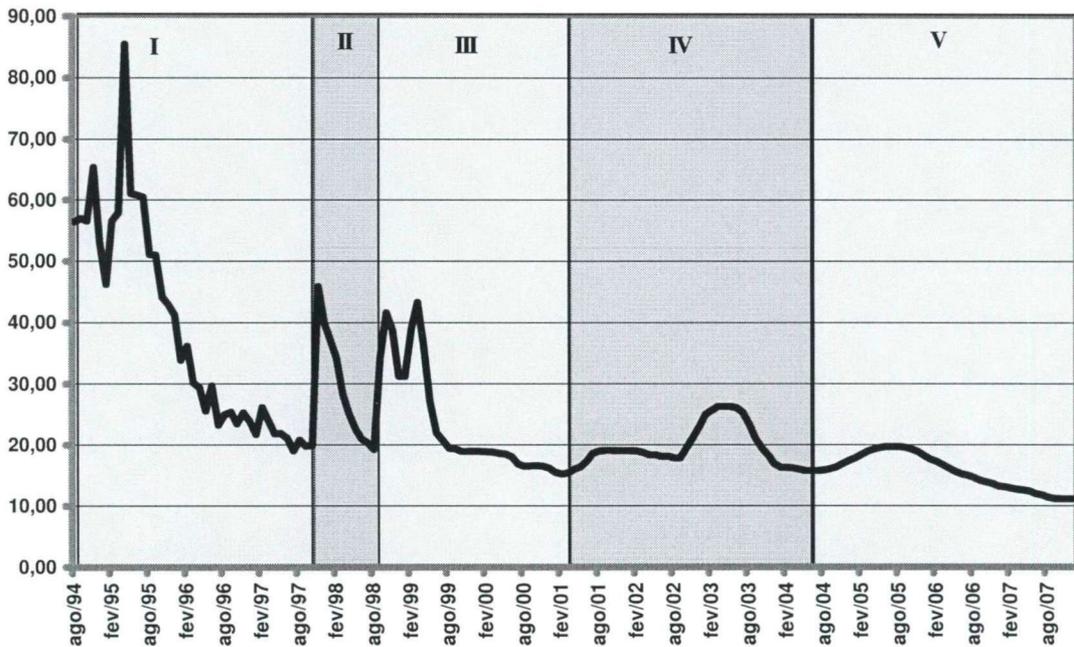
Passada a crise mexicana, a taxa básica de juros apresentou trajetória declinante, frente ao quadro de reversão do fluxo de reservas internacionais à economia doméstica. O ciclo de baixa, que teve início em maio de 1995, fora de grande duração, findando em setembro de 1997. Uma vez revertido o fluxo de capitais internacionais à economia brasileira, já no mês de julho, a taxa básica de juros entrou em trajetória declinante. O coeficiente de *Pearson* apresentou valor positivo nesse momento ou ciclo da taxa de juros – 1,21, indicando que a política monetária fora conduzida assimetricamente. Pode-se dizer, portanto, que a autoridade monetária, ao longo do ciclo de baixa da taxa de juros, reduziu-a lentamente, revelando a conduta tenramente comportamental da autoridade, isto é, não se verificou sobreposição de choques ao longo do ciclo de baixa da taxa de juros que justificasse a lentidão no ciclo de baixa.

O segundo momento ou ciclo da taxa de juros, indicado pelo algarismo romano II no gráfico 9, teve início em outubro de 1997, quando se enfrenta a crise asiática. Com a perda de reservas na ordem de 11 bilhões de dólares, de agosto a novembro do mesmo ano, a autoridade monetária respondera fortemente à crise. A variação da taxa básica fora na ordem de 130,31% no mês de novembro, encerrando neste mês na casa de 45,90% a.a., maior valor observado neste ciclo, face ao valor de 19,93% a.a. no mês anterior, a maior variação observada em todo o período de análise (Anexo 1). O ciclo de alta da taxa de juros teve curta duração - 2 meses. A amplitude da taxa de juros nesse ciclo da taxa de juros foi bem menor em relação ao momento anterior - na ordem de 26,67% a.a. O ciclo de baixa, por seu turno, teve duração de 9 meses, iniciado em dezembro do mesmo ano. Novamente, o coeficiente de *Pearson* apresentara valor positivo - 1,14, indicando que a taxa de juros fora reduzida lentamente, diga-se, assimetricamente, uma vez ocorrido o choque. Vale notar que durante este ciclo não

houve qualquer distúrbio que justificasse a lenta queda da taxa de juros, ressaltando, mais uma vez, a característica comportamental da autoridade monetária em reduzir lentamente a taxa de juros.

Com a crise russa às portas, a economia doméstica apresentou queda no nível de reservas na ordem de 30 bilhões de dólares no intervalo julho/98-novembro/98. Já no mês de setembro do mesmo ano, a taxa básica de juros teve forte inflexão, na ordem de 78,32%. Chega-se ao terceiro momento ou ciclo da taxa de juros, indicado pelo algarismo romano III (Gráfico 9).

GRÁFICO 9 - A ASSIMETRIA NA POLÍTICA MONETÁRIA AGO/1994 A DEZ/2007



FONTE: BANCO CENTRAL DO BRASIL - O autor (2008)

TABELA 5.1 - A ASSIMETRIA NA POLÍTICA MONETÁRIA AGO/94 - DEZ/07

Selic	Fase	Início	Fim	Duração (meses)	
Ciclo 1	Alta	ago/94	abr/95	9	Duração Total: 38 meses
	Baixa	mai/95	set/97	29	
Ciclo 2	Alta	out/97	nov/97	2	Duração Total: 11 meses
	Baixa	dez/97	ago/98	9	
Ciclo 3	Alta	set/98	mar/99	7	Duração Total: 30 meses
	Baixa	abr/99	fev/01	23	
Ciclo 4	Alta	mar/01	abr/03	26	Duração Total: 39 meses
	Baixa	mai/03	mai/04	13	
Ciclo 5	Alta	jun/04	ago/05	15	Duração Total: 43 meses
	Baixa	set/05	dez/07	28	

FONTE: BANCO CENTRAL DO BRASIL (2008) - O autor (2008)

TABELA 5.2 - A ASSIMETRIA NA POLÍTICA MONETÁRIA AGO/94 - DEZ/07

Selic	Magnitude Max Mim	Amplitude (Max - Min)	Taxa Média do ciclo	Desvio Padrão do ciclo	Volatilidade intra ciclo (Coef. Variação)	Coeficiente de Pearson
Ciclo 1	85,47 19,04	66,43	59,44 38,83	10,32 16,96	0,17 0,44	1,21
Ciclo 2	45,90 19,23	26,67	32,92 27,56	12,99 7,34	0,39 0,27	1,14
Ciclo 3	43,25 15,20	28,05	37,04 19,28	4,49 4,35	0,12 0,23	1,55
Ciclo 4	26,32 15,77	10,55	19,68 19,81	3,01 3,99	0,15 0,20	0,67
Ciclo 5	19,75 11,18	8,57	17,86 14,40	1,55 2,64	0,09 0,18	-0,21

FONTE: BANCO CENTRAL DO BRASIL (2008) - O autor (2008)

A década de 90 findara em meio à iminência de uma forte crise cambial. Conformada por um intenso desequilíbrio externo e fiscal, a crise brasileira só não ocorrera em meados de 98, face à crise russa, em decorrência do calendário eleitoral e da transferência do risco cambial ao governo. Apesar da elevação da taxa de juros e da promessa de um pacote fiscal para equilibrar as contas públicas, esgotara-se o modelo de ancoragem cambial sobre o qual as bases da política monetária brasileira haviam-se assentado, isto é, o sistema financeiro internacional não estava mais disposto a financiar um modelo que, historicamente, havia-se superado. A âncora cambial desgastara-se e o governo deixara o câmbio flutuar em janeiro do ano de 1999. Com a adoção do regime de metas para a inflação em julho do mesmo ano, a condução da política monetária passou a se pautar, inequivocamente, na busca pela estabilidade de preços, isto é, o instrumento de política monetária, notadamente a taxa básica de juros, passara a responder às oscilações no nível de expectativas de inflação, não mais ao nível de reservas, conforme verificado na década de 90. O regime de metas para a inflação tornou-se, portanto, o principal instrumento balizador de preços na economia e principal mecanismo coordenador das expectativas de mercado.

Ao ascender à presidência do Banco Central, Armínio Fraga e sua equipe, temerosos da reedição da crise mexicana nos moldes brasileiros, tendo em vista o aumento acentuado no nível de preços, elevou a taxa de juros ao patamar de 38,97% a.a. no mês de fevereiro, uma variação de 25% face ao mês anterior. Com a manutenção da taxa básica nesse patamar, foi estabelecida meta para crescimento da taxa de juros de 45% a.a., com viés de baixa.

A magnitude do juro básico neste ciclo de alta foi um pouco menor com relação ao momento anterior - na ordem de 43,25% a.a., sendo que o maior valor apresentado pela taxa neste ciclo de alta fora 43,25% a.a., no mês de março de 1999, quando se encerra o ciclo de alta. A taxa média do juro básico nesse ciclo fora na ordem de 37,04% a.a. e a amplitude do momento na ordem de 28,05% a.a.

Passada a turbulência da crise cambial, ao longo dos meses que se seguiram a taxa básica de juros entrou em trajetória declinante, mantendo forte queda até fevereiro de 2001. Uma vez retomado o fluxo de capitais à economia doméstica e sob um regime de câmbio flutuante, em abril de 1999 inicia-se o ciclo de baixa da taxa de juros, que

perdurou por 23 meses. A taxa básica de juros neste ciclo atingiu o seu vale no mês de fevereiro de 2001, na ordem de 15,20% a.a., bem como apresentou valor médio na ordem de 19,28%, ou seja, valores menores em relação àqueles observados em momentos de ciclo de baixa anteriores. O coeficiente de *Pearson* apresentou valor positivo – 1,55, indicando, mais uma vez, forte assimetria na redução da taxa básica de juros nesse momento ou ciclo. Vale notar que durante a permanência de baixa da taxa de juros não se verificaram sobreposições de choques na economia, corroborando, novamente, que a lentidão de queda na taxa de juros estivera relacionada à característica comportamental da autoridade monetária, uma vez que o medo de reedição da crise mexicana já se havia dissipado e o influxo de reservas à economia doméstica recuperado forças.

O ano de 2001 marcara contundentemente a evolução da economia brasileira, bem como a evolução da taxa de juros. Com o advento das crises na Argentina e nos Estados Unidos e da crise energética brasileira, reflexos nos níveis inflacionários já podiam ser vistos em julho de 2001, uma variação de quase 156% no IPCA em relação ao mês de junho do mesmo ano. Diante dessa coagulação de fatores, chega-se ao quarto momento ou ciclo da taxa de juros, indicado pelo algarismo romano IV (Gráfico 9). O ciclo de alta da taxa de juros teve início em março de 2001 e término em abril de 2003. Esse fora o ciclo de alta de maior duração em toda a análise – 26 meses. Em março e abril de 2003, a taxa básica atingiu o pico de 26,32% a.a. A amplitude da taxa básica nesse momento fora na ordem de 10,55% a.a., valor ainda menor que aqueles observados em momentos anteriores. Pode-se *grossa modo* que o Banco Central estava mesmo disposto a atuar ativamente contra a inflação, visto o ciclo de alta ter perdurado por longo tempo. Muito embora o Banco Central tenha lançado mão ativamente da taxa de juros no *front* da inflação, a meta não foi alcançada nesse período. O IPCA encerrou o ano na casa de 7,70% frente à meta de 4%, tendo em vista a meta-intervalo de 2%.

O ano de 2002, por sua vez, fora marcado pela crise de confiança com relação aos rumos da política e da economia brasileira na possível gestão “Lula”. Ao se observar os principais índices de preços na economia, nota-se que no último mês eleitoral – setembro de 2002 – a inflação situara-se na casa de 0,72%, ou seja, uma

variação de quase 160% em um ano, dada a variação de 0,28% no mesmo mês em 2001 (IPCA). Consubstanciada no aumento do risco-país e na forte pressão cambial, a crise de confiança levou o Banco Central, mais uma vez, a utilizar o instrumental da taxa de juros. A autoridade monetária não foi eficiente no papel de convergir a inflação à meta. A despeito das sucessivas elevações na taxa básica de juros iniciadas em setembro de 2002, o IPCA encerrou o período na casa de 12,53% frente à meta de 3,5%, levando em consideração a meta-intervalo de 2%. Vale notar que essa conjuntura está inserida no ciclo de alta da taxa de juros, iniciado em março de 2001.

O ciclo de baixa da taxa de juros, que teve início em maio de 2003, perdurou por 13 meses, quando, em maio de 2004, findara. O menor valor apresentado pela taxa básica fora na ordem de 15,77% a.a. no mês de maio de 2004. Vale notar que se justifica a lentidão da autoridade monetária em reduzir a taxa de juros neste ciclo de baixa, visto o IPCA ter variado em média na casa de 0,43% a.m. ao longo desse período de baixa da taxa de juros. O coeficiente de *Pearson* se mostrou positivo no ciclo IV, na ordem de 0,67, trazendo à luz o comportamento fortemente assimétrico da política monetária na redução da taxa de juros. Cabe destacar que o ano de 2003, mais uma vez, marcou a sucessão de falhas na convergência da inflação à meta. O IPCA encerrou o ano na casa de 9,30% frente à meta revista de 4%, levando em consideração a meta-intervalo de 2%.

O ano de 2004, por seu turno, fora marcado pela manutenção da taxa básica de juros por etapas adicionais do processo de ajuste. O aumento gradual do juro básico (meta Selic), iniciado em setembro do ano anterior, foi seguido por um longo período de manutenção da taxa de juros, com vistas a assegurar a eficiência da política monetária na convergência da inflação para a meta proposta. Chega-se ao quinto momento ou ciclo da taxa de juros, iniciado em junho de 2004, com um ciclo de alta em seus instantes iniciais, face ao avanço das projeções feitas pelo Copom e pelo mercado acerca da evolução da taxa de inflação. A despeito da queda no preço do petróleo, da valorização do real frente ao dólar e de sinais de acomodação da atividade econômica, o Copom foi relutante e manteve a política monetária restritiva, tendo em vista a modesta redução da expectativa de mercado para o IPCA de 2005, que passou de 5,90% em novembro para 5,78% em dezembro. O ciclo de alta da taxa básica durou 15

meses, com início em junho de 2004. A magnitude e a amplitude da taxa de juros apresentaram os menores valores em relação a todos os momentos da taxa básica, na casa de 19,75% a.a. e 8,57% a.a. respectivamente.

A política monetária ao longo do ano de 2005 seguiu a mesma trajetória do ano anterior, sendo pautada, fundamentalmente, no combate à inflação por meio do uso da taxa básica de juros. No primeiro semestre, o Banco Central deu continuidade ao aperto monetário iniciado em setembro de 2004, mantendo a trajetória de alta na taxa de juros até agosto de 2005, quando se encerra o ciclo de alta da taxa básica. O aperto monetário se mostrou eficiente, na medida em que se observa o cumprimento da meta nesse ano. A inflação, medida pelo IPCA, fechou o ano na casa de 5,69%, um dos melhores valores observados.

Por fim, a política monetária ao longo do ano de 2006 iniciou o período com forte passividade, mantendo o ciclo de afrouxamento monetário iniciado no último semestre do ano anterior - setembro de 2005. O novo calendário da política monetária iniciou o ano com um forte corte na taxa de juros na ordem de 0,75%. Essa fora a quinta queda consecutiva na taxa de juros, que desde setembro tivera queda acumulada de 2,5 pontos percentuais. A meta Selic definida pelo Copom fora na ordem de 17,25% em 19 de janeiro (gráfico 5, p.38). O ciclo de afrouxamento da política monetária manteve-se até o início do mês de junho do mesmo ano, quando o Banco Central reduziu o "ritmo" no corte na taxa básica de juros. De sucessivas reduções na meta Selic na ordem de 0,75% para reduções na ordem de 0,5% até o findar do ano (gráfico 5). O ciclo de baixa da taxa de juros perdurou por 28 meses, iniciado em setembro de 2005 até o findar do ano de 2007. A taxa de juros atingiu seu vale no intervalo outubro - dezembro de 2007, na casa de 11,18% a.a.. O índice de *Pearson*, por seu turno, apresentou valor negativo no último ciclo da taxa de juros - na ordem de -0,21, indicando a presença de uma assimetria negativa. Em outras palavras, a velocidade de queda da taxa de juros com relação às demais foi maior, muito embora o valor apresentado seja próximo de zero, indicando certa simetria. Com efeito, admite-se que novamente predominara o comportamento tenro da autoridade monetária em reduzir a taxa básica de juros, uma vez que o IPCA registrara queda ao longo do ano de 2007 (Anexo 1).

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Se, por um lado, sob a égide de um regime de metas cambiais, a autoridade monetária respondera fortemente às inconstâncias externas, por outro, sob a lógica de um regime de metas para a inflação, a autoridade monetária passara a responder firmemente à variação das expectativas de inflação. O que, em última instância, une os dois regimes é o uso da taxa básica de juros como instrumento de controle, cambial naquele, e inflacionário neste.

Pode-se dizer *grosso modo* que a política monetária ao longo do Plano Real se mostrou rígida em sua condução. O efeito mais perverso dessa realidade, preconizado nos modelos *IS-LM* pela relação inversa entre investimento e taxa de juros, mostrou-se fiel à teoria - o PIB ao longo do período de análise cresceu em média 3,07% a.a. Muito embora com a ascensão de um partido de esquerda ao poder, que proferira, ao longo de sua trajetória, um discurso de mudanças e ruptura, a economia brasileira manteve-se presa à trajetória *stop and go* iniciada no primeiro governo FHC e a lógica deste governo, pautada na estabilização, fora, em grande instância, reproduzida no novo governo Lula.

A despeito da redução da taxa de juros ao longo do Plano Real, bem como da redução da amplitude e do índice de volatilidade, a taxa de juros brasileira ainda apresenta-se como uma das maiores taxas de juros do mundo. Dos cinco momentos ou ciclos da taxa de juros, em apenas um, a redução da taxa básica esteve relacionada à sobreposição de choques ou à lentidão da economia em responder ao movimento da autoridade monetária - ciclo IV, uma vez que a inflação custara a reduzir; nos demais momentos a lentidão de redução da taxa de juros esteve fortemente relacionada à característica comportamental da autoridade monetária em conduzir a política monetária, tendo em vista a pouca ou nenhuma incidência de choques. Ademais da assimetria que marcou a evolução da política monetária ao longo do período analisado, em cujos momentos verificaram-se fortes e rápidas respostas da autoridade monetária aos choques, de fundamentos internos e/ou externos (inflação e crises), e a lenta redução da taxa de juros, uma vez dissipados os efeitos desses choques. Em quatro momentos o coeficiente de *Pearson* mostrou-se positivo, corroborando que, de fato,

forte assimetria marcara a condução da política monetária ao longo do período de análise, salvo o momento V, cuja velocidade de redução da taxa de juros mostrou-se menor em relação aos demais momentos, constatado pelo valor negativo do coeficiente de *Pearson*.

Alguns pontos positivos merecem destaque com relação à condução da política monetária, a saber, a progressiva redução da taxa de juros, na medida em que o Plano Real avançara, a redução da magnitude, bem como da amplitude de variação da taxa de juros e a redução do índice de volatilidade. A taxa de juros, no último ciclo de alta, apresentou valor médio na ordem 17,86% a.a. face aos valores de 19,68% a.a., 37,04% a.a., 32,92% a.a. e 59,44% a.a. em ordem decrescente de ciclo, mostrando claramente que a taxa Selic sofrera forte redução, muito embora permaneça elevada. A evolução da magnitude e da amplitude da taxa de juros, bem como da volatilidade compartilham do mesmo raciocínio, apresentando drástica redução em seus valores na medida em que o Plano Real avançara.

Com a adoção do regime de metas para a inflação, bem como o suporte de um regime de câmbio flutuante, esperava-se maior autonomia para a autoridade monetária atuar no *front* da inflação e, por decorrência, uma redução ainda maior na taxa de juros - o que não se verificou. Diga-se, em última instância, que a taxa Selic reduzira ao longo do amadurecimento do Plano Real, o que não implica necessariamente que a taxa de juros brasileira seja baixa. Muitos esforços devem ser feitos para que a taxa de juros doméstica permaneça em trajetória declinante e liberte a economia brasileira do estado *stop and go* e muitas considerações, acerca da assimetria na política monetária, devem ser tecidas, no sentido de expor quais motivos levariam a autoridade monetária a apresentar tal comportamento.

6 REFERÊNCIAS

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Sistema gerenciador de séries temporais**. Disponível em: <<http://www4.bcb.gov.br/?SERIESTEMP>> Acesso em: 29 mai. 2008.

_____. **Histórico de Metas para a Inflação no Brasil**. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/Pec/metas/TabelaMetaseResultados.pdf>> Acesso em: 29 mai. 2008.

_____. **Legislação que estabelece e regulamenta o regime de metas para a inflação**. Disponível em : <<http://www.bcb.gov.br/?METASNORMA>> Acesso em: 29 mai. 2008.

_____. **Carta aberta do presidente do BC para o ministro da Fazenda, em caso de descumprimento da meta de inflação**. Disponível em: <<http://www4.bcb.gov.br/?CARTAMETA>> Acesso em: 29 mai. 2008.

BERNANKE, B. *et alli*. **Inflation Targeting: lessons from the internacional experience**. 1a ed. Princeton: Princinton University Press, 1999.

BLANCHARD, O. **Macroeconomia**. 4a ed. São Paulo: Pearson, 2007.

BOGDANSKI, J.; TOMBINI, A. A.; WERLANG, R. da. C. **Implementing Inflation Targeting in Brazil**. Disponível em: <<http://imf.org/external/pubs/ft/seminar/2000/Targets/Werlang.pdf>> Acesso em: 15 ago. 2008.

BRESSER-PEREIRA, C. L.; NAKANO, Y. Uma estratégia de desenvolvimento com estabilidade. **Revista de Economia Política**, vol. 22, n° 3, p. 146-180, 2002.

CARDIM DE CARVALHO, J. F. *et alli*. **Economia Monetária e Financeira**. 2a ed. Rio de Janeiro: Campus, 2007.

CARVALHO, E. F. de.; LEPIKSON, P. A. J. **Política Monetária e Fiscal: balanço de 2005 e as perspectivas para 2006**. Disponível em: <http://www.nec.ufba.br/artigos/Inflacao_Politica_Monetaria_e_Fiscal/2006/2006.02%20>

-%20Pol%C3%ADtica%20Econ%C3%B4mica%20-%20balan%C3%A7o%20de%202005%20e%20perspectivas%20para%202006.pdf>
Acesso em: 25 out. 2008.

CURADO, M. L.; OREIRO, J. L. Metas de Inflação: uma avaliação do caso brasileiro. **Indicadores econômicos FEE**, Porto Alegre, v. 33, n. 2, p. 127-146, 2005.

DORNBUSCH, R. **Macroeconomia**. 5a ed. São Paulo: Makron, 1991.

FERREIRA DE MENDONÇA, H. Metas para inflação e taxa de juros no Brasil: uma análise do efeito dos preços livres e administrados. **Revista de Economia Política**, vol. 27, n° 3, p. 431-451, 2007.

FIGUEIREDO, R. M. F.; FERREIRA, P.J. **Os preços administrados e a inflação no Brasil**. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/pec/wps/port/wps59.pdf>> Acesso em: 25 jun. 2008.

FILGUEIRAS, M. A. L. **História do Plano Real: fundamentos, impactos e contradições**. 1a ed. Bahia: Boitempo, 2006.

GIAMBIAGI, F. Estabilização, Reformas e Desequilíbrios Macroeconômicos: Os anos FHC (1995-2002). In: GIAMBIAGI, F.; VILLELA, A.; DE CASTRO, B. L.; HERMANN, J. (Orgs). **Economia Brasileira Contemporânea (1945-2004)**. Rio de Janeiro: Campus, 2005.

_____. Rompendo com a Ruptura: O Governo Lula (2003-2004). In: GIAMBIAGI, F.; VILLELA, A.; DE CASTRO, B. L.; HERMANN, J. (Orgs). **Economia Brasileira Contemporânea (1945-2004)**. Rio de Janeiro: Campus, 2005.

_____; ALÉM, C. A. **Finanças Públicas**. 2a ed. Rio de Janeiro: Campus, 2001.

GREMAUD, P. A.; VASCONCELLOS, M. A. S. de.; TONETO JÚNIOR, R., **Economia Brasileira Contemporânea**. 7a ed. São Paulo: Atlas, 2007.

_____. *et alli*. **Manual de Macroeconomia: Básico e Intermediário**. 2a ed. São Paulo: Atlas, 2006.

GUIMARÃES, S. L. **Autônomo, o Copom deverá manter ritmo de corte da Selic em 0,75 ponto.** Disponível em: <<http://www.valoronline.com.br/Busca.aspx>> Acesso em: 25 out. 2008.

_____. **Corte na Selic de 0,75 ponto mantém a dose do aperto.** Disponível em: <<http://www.valoronline.com.br/Busca.aspx>> Acesso em: 25 out. 2008.

INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA. Disponível em: <<http://www.ipeadata.gov.br/ipeaweb.dll/ipeadata?949693796>> Acesso em: 03 abr. 2008.

MINELLA, A.; **Monetary Policy and Inflation in Brazil.** Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/pec/wps/ingl/wps33.pdf>> Acesso em: 25 set. 2008.

MODENESI, M. A. **Regimes Monetários: Teoria e a Experiência do Real.** 1ª ed. São Paulo: Manole, 2005.

_____. **Porque a Selic é tão alta no Brasil.** Disponível em: <http://www.ie.ufrj.br/moeda/pdfs/selic_alta.pdf> Acesso em: 25 jun. 2008.

RIBEIRO, A. **Banco Central reduza ritma de corte no juro.** Disponível em: <<http://www.valoronline.com.br/Busca.aspx>> Acesso em: 25 out. 2008.

RIBEIRO A.; ROCHA J. **BC mantém gradualismo e reduz juro em 0,75 ponto.** Disponível em: <<http://www.valoronline.com.br/Busca.aspx>> Acesso em: 25 out. 2008.

SICSÚ, J. Teoria e Evidências do Regime de Metas Inflacionárias. **Revista de Economia Política**, vol. 22, n° 1, p. 23-33, 2002.

SPIEGEL, R. M. **Probabilidade e Estatística.** 1a ed. Traduzida. São Paulo: Makron, 1977.

UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS. Disponível em: <<http://www.eco.unicamp.br:8888/seer/ojs/include/getdoc.php?id=185&article=134&mode=pdf>> Acesso em: 25 jun. 2008.

7 ANEXOS

ANEXO 1 - A EVOLUÇÃO DAS PRINCIPAIS VARIÁVEIS MACROECONÔMICAS JUL/94-DEZ/07
(CONTINUA)

Período	Selic	Variação (p-p)	Fase	Ciclo	Reservas	IPCA	Variação (p.p)	Ciclo Inflacionário
jul/94	122	-	-	-	43090	6,84	-	-
ago/94	56,46	-65,54	Alta	1	42981	1,86	-4,98	Baixa
set/94	57,06	0,6	Alta	1	43455	1,53	-0,33	Baixa
out/94	56,57	-0,49	Alta	1	42845	2,62	1,09	Baixa
nov/94	65,36	8,79	Alta	1	41937	2,81	0,19	Baixa
dez/94	53,25	-12,11	Alta	1	38806	1,71	-1,1	Baixa
jan/95	46,25	-7	Alta	1	38278	1,7	-0,01	Baixa
fev/95	56,54	10,29	Alta	1	37998	1,02	-0,68	Baixa
mar/95	57,98	1,44	Alta	1	33742	1,55	0,53	Alta
abr/95	85,47	27,49	Alta	1	31887	2,43	0,88	Alta
mai/95	61,05	-24,42	Baixa	1	33731	2,67	0,24	Alta
jun/95	60,84	-0,21	Baixa	1	33512	2,26	-0,41	Alta
jul/95	60,53	-0,31	Baixa	1	41823	2,36	0,1	Alta
ago/95	51,11	-9,42	Baixa	1	47660	0,99	-1,37	Alta
set/95	51	-0,11	Baixa	1	48713	0,99	0	Alta
out/95	44,11	-6,89	Baixa	1	49694	1,41	0,42	Alta
nov/95	42,93	-1,18	Baixa	1	51257	1,47	0,06	Alta
dez/95	41,22	-1,71	Baixa	1	51840	1,56	0,09	Alta
jan/96	33,83	-7,39	Baixa	1	53540	1,34	-0,22	Baixa
fev/96	36,11	2,28	Baixa	1	55794	1,03	-0,31	Baixa
mar/96	30,16	-5,95	Baixa	1	55753	0,35	-0,68	Baixa
abr/96	29,42	-0,74	Baixa	1	56769	1,26	0,91	Baixa
mai/96	25,64	-3,78	Baixa	1	59394	1,22	-0,04	Baixa
jun/96	29,65	4,01	Baixa	1	59997	1,19	-0,03	Baixa
jul/96	23,28	-6,37	Baixa	1	59521	1,11	-0,08	Baixa
ago/96	25,01	1,73	Baixa	1	59643	0,44	-0,67	Baixa
set/96	25,4	0,39	Baixa	1	58775	0,15	-0,29	Baixa
out/96	23,48	-1,92	Baixa	1	58600	0,3	0,15	Alta
nov/96	25,27	1,79	Baixa	1	60471	0,32	0,02	Alta
dez/96	23,94	-1,33	Baixa	1	60110	0,47	0,15	Alta
jan/97	21,73	-2,21	Baixa	1	58951	1,18	0,71	Alta
fev/97	26,14	4,41	Baixa	1	59405	0,5	-0,68	Alta
mar/97	24,11	-2,03	Baixa	1	58980	0,51	0,01	Alta
abr/97	21,84	-2,27	Baixa	1	56171	0,88	0,37	Alta
mai/97	21,91	0,07	Baixa	1	59279	0,41	-0,47	Alta
jun/97	21,08	-0,83	Baixa	1	57615	0,54	0,13	Alta
jul/97	19,04	-2,04	Baixa	1	60331	0,22	-0,32	Estável
ago/97	20,78	1,74	Baixa	1	63056	-0,02	-0,24	Estável
set/97	19,81	-0,97	Baixa	1	61931	0,06	0,08	Estável
out/97	19,93	0,12	Alta	2	53690	0,23	0,17	Estável
nov/97	45,9	25,97	Alta	2	52035	0,17	-0,06	Estável
dez/97	39,87	-6,03	Baixa	2	52173	0,43	0,26	Estável

ANEXO 1 - A EVOLUÇÃO DAS PRINCIPAIS VARIÁVEIS MACROECONÔMICAS JUL/94-DEZ/07
(CONTINUAÇÃO)

Período	Selic	Variação (p-p)	Fase	Ciclo	Reservas	IPCA	Variação (p.p)	Ciclo Inflacionário
jan/98	37,19	-2,68	Baixa	2	53103	0,71	0,28	Estável
fev/98	34,32	-2,87	Baixa	2	58782	0,46	-0,25	Baixa
mar/98	28,32	-6	Baixa	2	68594	0,34	-0,12	Baixa
abr/98	25,16	-3,16	Baixa	2	74656	0,24	-0,1	Baixa
mai/98	22,6	-2,56	Baixa	2	72826	0,5	0,26	Baixa
jun/98	21,02	-1,58	Baixa	2	70898	0,02	-0,48	Baixa
jul/98	20,33	-0,69	Baixa	2	70210	-0,12	-0,14	Baixa
ago/98	19,23	-1,1	Baixa	2	67333	-0,51	-0,39	Baixa
set/98	34,29	15,06	Alta	3	45811	-0,22	0,29	Alta
out/98	41,58	7,29	Alta	3	42385	0,02	0,24	Alta
nov/98	38,73	-2,85	Alta	3	41189	-0,12	-0,14	Alta
dez/98	31,24	-7,49	Alta	3	44556	0,33	0,45	Alta
jan/99	31,19	-0,05	Alta	3	36136	0,7	0,37	Alta
fev/99	38,97	7,78	Alta	3	35457	1,05	0,35	Alta
mar/99	43,25	4,28	Alta	3	33848	1,1	0,05	Alta
abr/99	36,12	-7,13	Baixa	3	44315	0,56	-0,54	Baixa
mai/99	27,11	-9,01	Baixa	3	44310	0,3	-0,26	Baixa
jun/99	22,01	-5,1	Baixa	3	41346	0,19	-0,11	Baixa
jul/99	20,74	-1,27	Baixa	3	42156	1,09	0,9	Baixa
ago/99	19,51	-1,23	Baixa	3	41918	0,56	-0,53	Baixa
set/99	19,38	-0,13	Baixa	3	42562	0,31	-0,25	Baixa
out/99	18,91	-0,47	Baixa	3	40053	1,19	0,88	Baixa
nov/99	18,95	0,04	Baixa	3	42175	0,95	-0,24	Baixa
dez/99	18,99	0,04	Baixa	3	36342	0,6	-0,35	Baixa
jan/00	18,94	-0,05	Baixa	3	37560	0,62	0,02	Alta
fev/00	18,87	-0,07	Baixa	3	38364	0,13	-0,49	Alta
mar/00	18,85	-0,02	Baixa	3	39200	0,22	0,09	Alta
abr/00	18,62	-0,23	Baixa	3	28721	0,42	0,2	Alta
mai/00	18,51	-0,11	Baixa	3	28570	0,01	-0,41	Alta
jun/00	18,04	-0,47	Baixa	3	28265	0,23	0,22	Alta
jul/00	16,85	-1,19	Baixa	3	29214	1,61	1,38	Alta
ago/00	16,52	-0,33	Baixa	3	31385	1,31	-0,3	Baixa
set/00	16,56	0,04	Baixa	3	31431	0,23	-1,08	Baixa
out/00	16,6	0,04	Baixa	3	30393	0,14	-0,09	Baixa
nov/00	16,51	-0,09	Baixa	3	32533	0,32	0,18	Baixa
dez/00	16,19	-0,32	Baixa	3	33011	0,59	0,27	Baixa
jan/01	15,49	-0,7	Baixa	3	35598	0,57	-0,02	Baixa
fev/01	15,2	-0,29	Baixa	3	35413	0,46	-0,11	Baixa
mar/01	15,39	0,19	Alta	4	34407	0,38	-0,08	Baixa
abr/01	16,02	0,63	Alta	4	34653	0,58	0,2	Baixa
mai/01	16,43	0,41	Alta	4	35459	0,41	-0,17	Baixa
jun/01	17,28	0,85	Alta	4	37318	0,52	0,11	Baixa
jul/01	18,57	1,29	Alta	4	35552	1,33	0,81	Alta
ago/01	19	0,43	Alta	4	36299	0,7	-0,63	Baixa
set/01	19,06	0,06	Alta	4	40054	0,28	-0,42	Baixa

ANEXO 1 - A EVOLUÇÃO DAS PRINCIPAIS VARIÁVEIS MACROECONÔMICAS JUL/94-DEZ/07
(CONTINUAÇÃO)

Período	Selic	Variação (p-p)	Fase	Ciclo	Reservas	IPCA	Variação (p.p)	Ciclo Inflacionário
out/01	19,06	0	Alta	4	37492	0,83	0,55	Baixa
nov/01	19,05	-0,01	Alta	4	37234	0,71	-0,12	Baixa
dez/01	19,05	0	Alta	4	35866	0,65	-0,06	Baixa
jan/02	19,05	0	Alta	4	36167	0,52	-0,13	Baixa
fev/02	18,97	-0,08	Alta	4	35906	0,36	-0,16	Baixa
mar/02	18,72	-0,25	Alta	4	36721	0,6	0,24	Baixa
abr/02	18,37	-0,35	Alta	4	33008	0,8	0,2	Baixa
mai/02	18,37	0	Alta	4	32889	0,21	-0,59	Baixa
jun/02	18,1	-0,27	Alta	4	41999	0,42	0,21	Baixa
jul/02	18,17	0,07	Alta	4	39060	1,19	0,77	Alta
ago/02	17,84	-0,33	Alta	4	37643	0,65	-0,54	Baixa
set/02	17,89	0,05	Alta	4	38381	0,72	0,07	Baixa
out/02	19,59	1,7	Alta	4	35855	1,31	0,59	Alta
nov/02	21,25	1,66	Alta	4	35592	3,02	1,71	Alta
dez/02	23,03	1,78	Alta	4	37823	2,1	-0,92	Alta
jan/03	25,06	2,03	Alta	4	38772	2,25	0,15	Alta
fev/03	25,68	0,62	Alta	4	38530	1,57	-0,68	Alta
mar/03	26,32	0,64	Alta	4	42335	1,23	-0,34	Alta
abr/03	26,32	0	Alta	4	41500	0,97	-0,26	Alta
mai/03	26,31	-0,01	Baixa	4	43373	0,61	-0,36	Baixa
jun/03	26,09	-0,22	Baixa	4	47956	-0,15	-0,76	Baixa
jul/03	25,36	-0,73	Baixa	4	47645	0,2	0,35	Baixa
ago/03	23,5	-1,86	Baixa	4	47793	0,34	0,14	Baixa
set/03	21,02	-2,48	Baixa	4	52675	0,78	0,44	Baixa
out/03	19,54	-1,48	Baixa	4	54093	0,29	-0,49	Baixa
nov/03	18,31	-1,23	Baixa	4	54427	0,34	0,05	Baixa
dez/03	16,91	-1,4	Baixa	4	49296	0,52	0,18	Baixa
jan/04	16,32	-0,59	Baixa	4	53261	0,76	0,24	Baixa
fev/04	16,3	-0,02	Baixa	4	52960	0,61	-0,15	Baixa
mar/04	16,19	-0,11	Baixa	4	51612	0,47	-0,14	Baixa
abr/04	15,96	-0,23	Baixa	4	50498	0,37	-0,1	Baixa
mai/04	15,77	-0,19	Baixa	4	50540	0,51	0,14	Baixa
jun/04	15,8	0,03	Alta	5	49805	0,71	0,2	Baixa
jul/04	15,77	-0,03	Alta	5	49666	0,91	0,2	Baixa
ago/04	15,86	0,09	Alta	5	49594	0,69	-0,22	Baixa
set/04	16,09	0,23	Alta	5	49496	0,33	-0,36	Baixa
out/04	16,41	0,32	Alta	5	49416	0,44	0,11	Baixa
nov/04	16,96	0,55	Alta	5	50133	0,69	0,25	Baixa
dez/04	17,5	0,54	Alta	5	52935	0,86	0,17	Baixa
jan/05	17,93	0,43	Alta	5	54022	0,58	-0,28	Baixa
fev/05	18,47	0,54	Alta	5	59017	0,59	0,01	Baixa
mar/05	18,97	0,5	Alta	5	61960	0,61	0,02	Baixa
abr/05	19,32	0,35	Alta	5	61591	0,87	0,26	Baixa
mai/05	19,61	0,29	Alta	5	60709	0,49	-0,38	Baixa
jun/05	19,75	0,14	Alta	5	59885	-0,02	-0,51	Baixa

ANEXO 1 - A EVOLUÇÃO DAS PRINCIPAIS VARIÁVEIS MACROECONÔMICAS JUL/94-DEZ/07
(CONCLUSÃO)

Período	Selic	Variação (p-p)	Fase	Ciclo	Reservas	IPCA	Variação (p.p)	Ciclo Inflacionário
jul/05	19,72	-0,03	Alta	5	54688	0,25	0,27	Baixa
ago/05	19,75	0,03	Alta	5	55076	0,17	-0,08	Baixa
set/05	19,61	-0,14	Baixa	5	57008	0,35	0,18	Baixa
out/05	19,25	-0,36	Baixa	5	60245	0,75	0,4	Baixa
nov/05	18,87	-0,38	Baixa	5	64277	0,55	-0,2	Baixa
dez/05	18,24	-0,63	Baixa	5	53799	0,36	-0,19	Baixa
jan/06	17,65	-0,59	Baixa	5	56924	0,59	0,23	Baixa
fev/06	17,28	-0,37	Baixa	5	57415	0,41	-0,18	Baixa
mar/06	16,74	-0,54	Baixa	5	59824	0,43	0,02	Baixa
abr/06	16,19	-0,55	Baixa	5	56552	0,21	-0,22	Baixa
mai/06	15,7	-0,49	Baixa	5	63381	0,1	-0,11	Baixa
jun/06	15,18	-0,52	Baixa	5	62670	-0,21	-0,31	Baixa
jul/06	14,98	-0,2	Baixa	5	66819	0,19	0,4	Baixa
ago/06	14,66	-0,32	Baixa	5	71478	0,05	-0,14	Baixa
set/06	14,17	-0,49	Baixa	5	73393	0,21	0,16	Baixa
out/06	13,95	-0,22	Baixa	5	78171	0,33	0,12	Baixa
nov/06	13,65	-0,3	Baixa	5	83114	0,31	-0,02	Baixa
dez/06	13,19	-0,46	Baixa	5	85839	0,48	0,17	Baixa
jan/07	13,13	-0,06	Baixa	5	91086	0,44	-0,04	Baixa
fev/07	12,93	-0,2	Baixa	5	101070	0,44	0	Baixa
mar/07	12,74	-0,19	Baixa	5	109531	0,37	-0,07	Baixa
abr/07	12,58	-0,16	Baixa	5	121830	0,25	-0,12	Baixa
mai/07	12,43	-0,15	Baixa	5	136419	0,28	0,03	Baixa
jun/07	12,03	-0,4	Baixa	5	147101	0,28	0	Baixa
jul/07	11,73	-0,3	Baixa	5	155910	0,24	-0,04	Baixa
ago/07	11,43	-0,3	Baixa	5	161097	0,47	0,23	Baixa
set/07	11,22	-0,21	Baixa	5	162962	0,18	-0,29	Baixa
out/07	11,18	-0,04	Baixa	5	167867	0,3	0,12	Baixa
nov/07	11,18	0	Baixa	5	177060	0,38	0,08	Baixa
dez/07	11,18	0	Baixa	5	180334	0,74	0,36	Baixa

FONTE: BANCO CENTRAL DO BRASIL(2008) - O autor (2008)

ANEXO 2 - BALANÇO DE PAGAMENTOS SIMPLIFICADO US\$ MILHÕES 1994-2007

Discriminação	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Balança comercial (FOB)	10466	-3466	-5599	-6753	-6575	-1199	-698	2650	13121	24794	33641	44703	46457	40027
Exportação de bens	43545	46506	47747	52994	51140	48011	55086	58223	60362	73084	96475	118308	137807	160649
Importação de bens	-33079	-49972	-53346	-59747	-57714	-49210	-55783	-55572	-47240	-48290	-62835	-73606	-91351	-120622
Serviços e rendas (líquido)	-14692	-18541	-20350	-25522	-28299	-25825	-25048	-27503	-23148	-23483	-25198	-34276	-37120	-42344
Serviços	-5657	-7483	-8681	-10646	-10111	-6977	-7162	-7759	-4957	-4931	-4678	-8309	-9640	-13053
Receita	4392	4929	5038	6876	7897	7194	9498	9322	9551	10447	12584	16047	19476	23808
Despesa	-10049	-12412	-13719	-17522	-18008	-14171	-16660	-17081	-14509	-15378	-17261	-24356	-29116	-36861
Rendas	-9035	-11058	-11668	-14876	-18189	-18848	-17886	-19743	-18191	-18552	-20520	-25967	-27480	-29291
Receita	2261	3369	5235	5159	4599	3935	3621	3280	3295	3339	3199	3194	6462	11493
Despesa	-11296	-14427	-16904	-20035	-22787	-22783	-21507	-23023	-21486	-21891	-23719	-29162	-33942	-40784
Transferências unilaterais correntes^{1/}	2414	3622	2446	1823	1458	1689	1521	1638	2390	2867	3236	3558	4306	4029
TRANSAÇÕES CORRENTES	-1811	-18384	-23502	-30452	-33416	-25335	-24225	-23215	-7637	4177	11679	13985	13643	1712
CONTA CAPITAL E FINANCEIRA	8692	29095	33968	25800	29702	17319	19326	27052	8004	5111	-7523	-9464	16299	88924
Conta capital ^{2/}	174	352	454	393	320	338	273	-36	433	498	372	663	869	756
Conta financeira	8518	28744	33514	25408	29381	16981	19053	27088	7571	4613	-7895	-10127	15430	88168
Investimento direto	1460	3309	11261	17877	26002	26888	30498	24715	14108	9894	8339	12550	-9380	27518
Investimento brasileiro direto	-690	-1096	469	-1116	-2854	-1690	-2282	2258	-2482	-249	-9807	-2517	-28202	-7067
Participação no capital	-690	-1096	469	-1116	-2854	-1110	-1755	1752	-2402	-62	-6640	-2695	-23413	-10091
Empréstimo intercompanhia	0	0	0	0	0	-580	-527	505	-81	-187	-3167	178	-4789	3025
Investimento estrangeiro direto	2150	4405	10792	18993	28856	28578	32779	22457	16590	10144	18146	15066	18822	34585
Participação no capital	1972	4239	9893	16817	25479	29983	30016	18765	17118	9320	18570	15045	15373	26074
Empréstimo intercompanhia	178	166	898	2176	3377	-1405	2763	3692	-528	823	-424	21	3450	8510
Investimentos em carteira	50642	9217	21619	12616	18125	3802	6955	77	-5119	5308	-4750	4885	9081	48390
Investimento brasileiro em carteira	-3405	-1155	-403	1708	-457	259	-1696	-795	-321	179	-755	-1771	6	286
Ações de companhias estrangeiras	-347	-244	-270	-361	20	-864	-1953	-1121	-389	-258	-121	-831	-915	-1413
Títulos de renda fixa	-3058	-912	-132	2069	-477	1123	258	326	67	437	-633	-940	921	1699
Investimento estrangeiro em carteira	54047	10372	22022	10908	18582	3542	8651	872	-4797	5129	-3996	6655	9076	48104
Ações de companhias brasileiras	7280	3243	6145	6871	995	2572	3076	2481	1981	2973	2081	6451	7716	26217
Títulos de renda fixa	46767	7129	15876	4037	17587	971	5575	-1609	-6778	2156	-6076	204	1360	21887
Derivativos	-27	17	-38	-253	-460	-88	-197	-471	-356	-151	-677	-40	41	-710
Ativos	4	280	99	164	257	642	386	567	933	683	467	508	482	88
Passivos	-31	-263	-138	-416	-717	-730	-583	-1038	-1289	-834	-1145	-548	-441	-799
Outros investimentos	-43557	16200	673	-4833	-14285	-13620	-18202	2767	-1062	-10438	-10806	-27521	15688	12970
Outros investimentos brasileiros	-13010	-1819	-10316	-1987	-11392	-4397	-2989	-6585	-3211	-9752	-2085	-5035	-8416	-18552
Outros investimentos estrangeiros	-30547	18019	10989	-2846	-2893	-9223	-15213	9353	2150	-686	-8721	-22486	24104	31521
ERROS E OMISSÕES	334	2207	-1800	-3255	-4256	194	2637	-531	-66	-793	-1912	-201	628	-3152
RESULTADO DO BALANÇO	7215	12919	8666	-7907	-7970	-7822	-2262	3307	302	8496	2244	4319	30569	87484

FONTE: BANCO CENTRAL DO BRASIL (2008)