

**PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO**  
**DEPARTAMENTO DE ECONOMIA**  
**MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO**

**O DESAFIO DA ESTABILIZAÇÃO MONETÁRIA NO BRASIL APÓS A**  
**DESVALORIZAÇÃO DE 1999**

Carolina Maria Pinheiro da Rocha

Nº de matrícula: 9916475

Orientador: Luiz Roberto de Azevedo Cunha

Dezembro de 2003

**PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO**  
**DEPARTAMENTO DE ECONOMIA**  
**MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO**

**O DESAFIO DA ESTABILIZAÇÃO MONETÁRIA NO BRASIL APÓS A  
DESVALORIZAÇÃO DE 1999.**

Carolina Maria Pinheiro da Rocha

Nº de matrícula: 9916475

Orientador: Luiz Roberto de Azevedo Cunha

Dezembro de 2003

“Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor”.

“As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor”.

## LISTA DE GRÁFICOS E TABELAS

Tabela 1: Índices de Inflação (Brasil).....	13
Tabela 2: Índices de Inflação – IBGE .....	14
Tabela 3: Itens Eliminados do Núcleo por Exclusão.....	15
Tabela 4: Cenário Macroeconômico Brasileiro – 1994 a 2002 .....	34
Tabela 5: Reuniões do Copom em 2002.....	52
Tabela 6: Inflação em 2002 .....	55
Tabela 7: Meta Ajustada para a Inflação em 2003 e 2004 .....	57
Gráfico 1: Taxa de Câmbio – Valores Diários – dez/98 a mar/99. ....	36
Gráfico 2: Risco Brasil (EMBI Br) x EMBI + - dez/98 a mar/99. ....	38
Gráfico 3: IPCA, Índice Geral – Variação Mensal (%) - jan/97 a dez/99.....	39
Gráfico 4: IPCA, Índice Geral, Preços Livres e Preços Administrados – Variação Mensal(%) – jan/01 a dez/01.....	50
Gráfico 5: Risco Brasil (EMBI Br) – jan/02 a dez/02. ....	52
Gráfico 6: Projeção do IPCA 12 meses à frente – nov/01 a jan/03. ....	53
Gráfico 7: IPCA, Índice Geral – Variação Mensal (%) - jan/02 a mar/03. ....	54
Gráfico 8: Balança Comercial – Saldo Acumulado em 12 Meses – jul/94 a nov/03. ....	59
Gráfico 9: IPCA, Preços Livres Desagregados – jan/02 a out/02. ....	59
Gráfico 10.Prêmio de Risco (C Bond) x Taxa de Câmbio – Valores Diários – jan/02 a nov/03. ....	60
Gráfico 11: IPCA, Índice Geral, Preços Livres e Preços Administrados – ago/02 a out/03 .....	
Gráfico 12: Produção Industrial, Indústria Geral – Mês Contra Mês dessazonalizado – jan/03 a set/03 .....	

# SUMÁRIO

<b>Capítulo 1 – Introdução</b> .....	<b>6</b>
<b>Capítulo 2 – Política Monetária no Brasil</b> .....	<b>8</b>
2.1 Conceito .....	8
2.1.1 Canais de transmissão da Política Monetária.....	9
2.1.1.1 Canal da Taxa de Juros .....	9
2.1.1.2 Canal de Crédito .....	10
2.1.2 Os índices de inflação .....	12
2.1.2.1 IBGE: IPCA, IPCA-15, IPCA-E e INPC.....	13
2.1.3 Os núcleos de inflação .....	14
2.1.3.1 Método de Exclusão.....	15
2.1.3.2 Método de Médias Aparadas .....	15
2.2 Histórico.....	16
2.2.1 Primeira Década Republicana.....	16
2.2.2. Segunda República (1900-1930).....	16
2.2.3 Primeira Era Vargas (1930-1945).....	18
2.2.4. Dutra (1946-1951).....	18
2.2.5. Segunda Era Vargas (1951-1954).....	19
2.2.6 Café Filho (1954-1955).....	19
2.2.7 Juscelino Kubitshek (1956-1961) .....	20
2.2.8 Jânio Quadros e João Goulart (1961-1964) .....	22
2.2.9 Castelo Branco (1964-1967) .....	24
2.2.10 Costa e Silva e Início do Governo de Médici (1967-1971).....	26
2.2.11 Médici (1972-1973) .....	26
2.2.12 Geisel (1974-1975) .....	26
2.2.13 Sarney (1985-1989).....	28
2.2.12.1 O Plano Cruzado .....	28
2.2.12.2 O Plano Bresser .....	29
2.2.12.3 De 1988-1990 .....	30
2.2.13 Collor (1990-1992) .....	31
2.2.14 Plano Real .....	32
<b>Capítulo 3 – A Desvalorização de 1999</b> .....	<b>34</b>
3.1 Antes da Desvalorização .....	34
3.2 As Conseqüências da Desvalorização .....	37
3.3 A Nova Política Monetária.....	39
<b>Capítulo 4 – Metas de Inflação</b> .....	<b>41</b>
4.1 Metodologia .....	41
4.1.1 Estrutura Operacional .....	42
4.1.1.1 Curva IS .....	43
4.1.1.2 Curva de Phillips.....	44
4.1.1.3 Câmbio.....	44
4.1.1.4 Regras de Política Monetária .....	45
4.1.1.5 O Pass-Through .....	45
4.2 Governo FHC .....	47
4.2.1 Ano de 1999: a partir da adoção do sistema de metas de inflação.....	47
4.2.2 Ano de 2000 .....	48
4.2.3 Ano de 2001 .....	49
4.2.4 Ano de 2002.....	50
4.3 Governo Lula .....	54
4.3.1 A Transição de Governo .....	54

4.3.2 Um Ano de Governo .....	58
<b>Capítulo 5 - Conclusão.....</b>	<b>64</b>
<b>REFERÊNCIAS .....</b>	<b>67</b>
<b>ANEXOS .....</b>	<b>69</b>

## Capítulo 1 – Introdução

A inflação tem sido, ao longo dos anos, um dos assuntos mais relevantes dentro da economia brasileira. A desestabilização dos preços em alguns períodos da história do Brasil foi uma das principais causadoras da desestabilização da economia com um todo. Pelos registros dos índices de preços ao consumidor, temos que a inflação no Brasil no início da década de 90 chegou a 82,39% ao mês.

O problema do descontrole de preços é que ele acarreta outros tipos de distorções econômicas, como por exemplo, a deterioração da renda. Logo, a inflação em demasia gera um ônus no resto da economia. O Brasil tem se mobilizado em torno deste problema, tentando implementar políticas de estabilização de preços ao longo dos anos.

Devido às pressões inflacionárias que se fizeram vigentes a partir dos anos 50, vários planos de combate e controle da inflação foram adotados. Embora, em alguns anos, as tentativas tenham possibilitado acertos, estes não foram suficientes para que a estabilidade se mantivesse por um tempo mais duradouro.

Diante do histórico brasileiro, no que concerne à política monetária antiinflacionária, a condução desta política, a partir do plano Real, é extremamente importante. Além disso, desde a desvalorização cambial de 1999, percebe-se um outro período ainda mais marcante para a política monetária. Com a desvalorização, um novo regime monetário de combate à inflação foi adotado pelas autoridades monetárias, bastante eficiente quanto ao objetivo de controlar as pressões inflacionárias. Apesar de, em alguns momentos e mais precisamente, em alguns anos, as taxas de inflação terem superado as expectativas, a estabilidade dos preços tem sido mantida.

Este trabalho tenta enfatizar a evolução da inflação e da política monetária a partir de 1999. Para uma melhor compreensão do que ocorreu no período, é feita uma descrição da composição da política monetária e dos mecanismos utilizados por esta e, logo depois, uma análise histórica da política monetária no Brasil.

O trabalho tem como objetivo avaliar como se caracterizaram a desvalorização cambial de 1999 e seus efeitos sobre a economia e, principalmente, sobre a inflação. Não obstante, destacam-se nesta avaliação as medidas tomadas para os impactos analisados, porém, mais uma vez, há uma maior preocupação com relação ao comportamento dos preços. É dada uma explicação mais detalhada do novo regime adotado a partir da

desvalorização, o regime de Metas de Inflação, sendo também descritas as repercussões e mudanças do regime desde sua adoção até os dias de hoje.

A conclusão coloca em pauta os pontos traumáticos e os de sucesso no âmbito monetário a partir de 1999 e, acima de tudo, o que ficou de aprendizado.

## Capítulo 2 – Política Monetária no Brasil

### 2.1 Conceito<sup>1</sup>

A moeda é definida como qualquer coisa que seja, geralmente, aceita pelo pagamento de bens ou serviços ou pelo pagamento de dívidas. A moeda e a oferta de moeda estão ligadas às mudanças nas variáveis econômicas que afetam a todos e que é importante para a saúde da economia.

O preço médio de bens e serviços em uma economia é chamado de nível agregado de preço, ou mais simplesmente, nível de preço. Normalmente são encontradas duas medidas de nível de preços nas referências econômicas. A primeira é o *deflator implícito do PIB*, definido como o PIB nominal dividido pelo PIB real. Outra medida popular é o *índice de preços ao consumidor (IPC)*. O IPC é medido dando-se preços a uma cesta de bens e serviços comprada por uma família urbana típica em um dado período.

Quando o nível de preços se altera de forma elevada, dá-se o nome de inflação. Desta forma, a inflação, sendo um aumento contínuo do nível de preços, afeta indivíduos, negócios e governo. A inflação é vista como um problema importante a ser solucionado e, tem sido, com frequência, uma preocupação básica de políticos e mentores da política econômica.

As taxas de inflação estão associadas à taxa de crescimento da oferta de moeda. A partir deste conceito Milton Friedman<sup>2</sup> afirmou: “A inflação é sempre e em qualquer lugar um fenômeno monetário”.

Como a moeda pode afetar muitas variáveis econômicas que são importantes para o bem-estar da nossa economia, políticos e mentores da política econômica em todo o mundo preocupam-se com a conduta da **política monetária**. A organização responsável pela conduta da política monetária de uma nação é o **banco central**.

Ainda que se saiba que uma alta taxa de crescimento da moeda gera inflação, as políticas monetárias inflacionárias seguem sendo um entrave para algumas economias,

---

<sup>1</sup> Esta seção se baseia em MISHKIN, Frederic S. *Moedas, Bancos e Mercados Financeiros*. Rio de Janeiro: LTC, 2000.

<sup>2</sup> *apud* MISHKIN, *op. cit.*

inclusive a brasileira. Isto ocorre devido a outras necessidades econômicas que levam os governos a utilizar políticas que acarretam altas taxas inflacionárias.

Um dos motivos que levam a políticas governamentais com caráter inflacionário é o alto nível de emprego. Devido a esta política de estabilização ativista na promoção de emprego surgem dois tipos de inflação. Um seria a inflação, que ocorre devido a choques de oferta negativa ou pressão dos trabalhadores para conseguirem aumentos salariais, sendo chamada de *inflação de custo*. O outro seria a inflação de demanda, que ocorre quando os mentores de políticas buscam políticas que deslocam a curva de demanda agregada para a direita, aumentando o nível de estoque monetário.

Além da tentativa de aumentar o nível de emprego, há outra fonte de política monetária inflacionária, como é o caso dos déficits orçamentários. Como o governo necessita gerar receita para honrar seus compromissos, ele pode usufruir um recurso que acaba por aumentar a base monetária e, ao fim, gerar inflação. Isto só é possível quando uma autoridade monetária, como o Banco Central, tem o direito legal de emitir moeda, podendo assim financiar seu déficit. Enquanto o déficit orçamentário persistir e, para ser novamente refinanciado, o governo imprimir moeda, o processo continuará. Como resultado deste processo surge a inflação sustentada.

## **2.1.1 Canais de transmissão da Política Monetária**

### **2.1.1.1 Canal da Taxa de Juros**

Como afirma Mishkin<sup>3</sup>, o canal da taxa de juros é o mais tradicional canal de transmissão da política monetária, presente na literatura desde a Teoria Geral de John Maynard Keynes<sup>4</sup>. A presença desta posição tornou-se preponderante, principalmente, após a sistematização do desenvolvimento do modelo IS-LM, por Hicks<sup>5</sup>.

Lembrando o modelo IS-LM, tem-se que a curva IS demonstra os pontos de equilíbrio no mercado de bens e serviços, enquanto a curva LM demonstra os pontos de equilíbrio no mercado monetário. A oferta de moeda é tomada como uma variável exógena, sendo determinada pelo Banco Central. No caso da demanda por moeda, esta se relaciona diretamente com o nível da renda e inversamente com a taxa real de juros. No horizonte de

---

<sup>3</sup> *The Channels of Monetary Transmission: lessons for monetary policy*. Cambridge, Ma: National Bureau of Economics Research, 1996.

<sup>4</sup> *apud* MISHKIN, *Moedas, Bancos e Mercados Financeiros*.

<sup>5</sup> *apud* MISHKIN, *Moedas, Bancos e Mercados Financeiros*.

curto prazo, os preços são considerados rígidos, implicando que qualquer alteração na quantidade nominal de moeda provoca modificações na quantidade real de moeda presente no mercado monetário e, desta forma, a oferta e a demanda estabelecem-se no ponto de equilíbrio num determinado nível de taxa de juros, sempre lembrando que as variáveis exógenas são mantidas no seu nível inicial.

De acordo com este modelo, um aumento na oferta de moeda faz com que diminua a taxa de juros real de equilíbrio no mercado monetário. A diminuição da taxa de juros afeta as decisões sobre investimento nas empresas, tornando viáveis alguns projetos que antes estavam “engavetados”, provocando assim um aumento no dispêndio com investimento por parte das empresas. Como os gastos dos consumidores com bens duráveis e com moradia também são considerados sensíveis à taxa de juros e tratados com investimento, eles também aumentam. Os aumentos no investimento das empresas e no dispêndio dos consumidores provocam um aumento sobre a renda o que, por sua vez, aumenta o consumo e cria um efeito multiplicador na renda final que se ajusta ao nível de taxa de juros real, o que aumenta a demanda agregada, a renda e por consequência, o produto.

Os elos da cadeia de transmissão são assim explicitados, como já apontava Keynes. Uma defesa desta posição pode ser encontrada em um trabalho feito por Hicks<sup>6</sup>, que apresenta a taxa de juros de curto prazo como responsável por modificar as transações comerciais. Esta flutuação de curto prazo deve permitir o retorno a um nível esperado pelos agentes no longo prazo, isto porque as taxas de juros de longo prazo é que deverão regular o investimento em capital fixo.

#### **2.1.1.2 Canal de Crédito**

O canal de crédito levanta hipóteses que permitem realizar o elo de ligação passando por particularidades de atuação do mercado financeiro, pois a concessão e a tomada de crédito sofrem os efeitos da informação assimétrica, principalmente da seleção adversa e de risco moral.

Novamente, Mishkin<sup>7</sup> sugere que o canal do crédito representa uma interpretação alternativa sobre como a taxa de juros afetaria a economia. A análise deste mecanismo enfatiza a informação assimétrica no mercado financeiro. Em oposição ao canal da taxa de

---

<sup>6</sup> *apud* MISHKIN, *The Channels of Monetary Transmission: lessons for monetary policy*.

<sup>7</sup> MISHKIN, *The Channels of Monetary Transmission: lessons for monetary policy*.

juros, o canal do crédito estabelece que os mercados financeiros não trabalham de forma perfeita e que, assim, as imperfeições existentes teriam impactos significativos na transmissão da política monetária.

O canal de crédito não é considerado como independente e isolado, pois ele apenas amplificaria a propagação do canal da taxa de juros. Entretanto, o estudo de vias alternativas de transmissão da política monetária foi necessário devido à dificuldade empírica de identificar o efeito da taxa de juros sobre o custo de capital (“q de Tobin”).

Há dois mecanismos de transmissão monetária que derivam dos problemas de informação assimétrica nos mercados de crédito: o mecanismo de empréstimos bancários e o mecanismo que funciona através dos efeitos sobre os balanços patrimoniais das firmas e dos indivíduos.

O canal de empréstimos bancários surge do reconhecimento da função especial que os bancos desempenham no sistema financeiro, o que os torna especialmente supridos de informação na avaliação da concessão de crédito. A maioria dos tomadores de crédito necessitaria dos bancos porque não conseguiria chegar até o mercado de capitais e tomar recursos diretamente dos investidores. Isto significaria que existiriam tomadores que conseguiriam crédito apenas quando os bancos fornecessem o crédito demandado. Os bancos, para poderem oferecer crédito, teriam que captar recursos no mercado através da captação de fundos. Esta captação dependeria diretamente do volume de moeda em circulação: quanto maior o volume de moeda, maior seria a captação e, por conseguinte, a disponibilidade de empréstimos bancários aos agentes.

Desde que não houvesse uma perfeita substituição de depósitos bancários do varejo com outros fundos, o canal de empréstimos bancários funcionaria da seguinte forma: um aumento da oferta de moeda aumentaria as reservas bancárias e os depósitos bancários, elevando a quantidade de empréstimos bancários. Estes empréstimos seriam direcionados para certos tomadores que iriam realizar investimento ou consumo, aumentando com isso o produto.

Este canal é determinante para a expansão das pequenas empresas, pois grande parte destas é altamente dependente de empréstimos bancários e, portanto, para a expansão de seus negócios, necessitam ter acesso ao mercado de crédito dos bancos, diferentemente das grandes empresas que conseguem captar recursos no mercado financeiro internacional e nos mercados de capitais.

Portanto, diante de uma política monetária contracionista, os pequenos e médios bancos, por não terem facilidade de acesso aos mercados financeiros internacionais, acabam por diminuir mais que proporcionalmente o volume de empréstimos aos tomadores. Já os grandes bancos conseguem manter os empréstimos em níveis mais elevados.

O canal do balanço também deriva da presença de problemas de informação assimétrica. A política monetária pode afetar as empresas da seguinte forma: uma diminuição da oferta monetária provoca um aumento na taxa de juros, o que pode imprimir uma tendência de queda no custo de capital de giro da empresa, pelo menor valor de juros pagos sobre as obrigações e sobre um menor custo de oportunidade da manutenção de recursos em estoque e outras formas fixas. Estas possíveis ocorrências provocam um aumento do fluxo de caixa, o que melhora a posição financeira da empresa, reduzindo então a seleção adversa e o risco moral, aumentando a possibilidade de tomada de novos empréstimos, de investimento e criando efeito multiplicador de aumento no produto e no emprego.

### **2.1.2 Os índices de inflação**

Os três principais institutos que divulgam índices de inflação no Brasil são: o Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), a Fundação Instituto de Pesquisas Econômicas (FIPE) e a Fundação Getúlio Vargas (FGV).

Os índices de preços visam apurar mudanças ao longo do tempo no nível de preços de um conjunto fixo de bens e serviços que uma determinada população-objetivo adquire periodicamente. Os índices no Brasil possuem metodologias de ponderação, cestas de produtos e serviços diferentes e para diferentes faixas de renda e abrangências.

O desenvolvimento de diversos índices distintos se deve ao longo passado marcado pela inflação.

Em meados de 1999, com a adoção do regime de metas de inflação, o aumento da necessidade por mais informações e instrumentos para analisar o comportamento da inflação levou à utilização mais disseminada dos núcleos de inflação. Hoje, as medidas mais utilizadas de núcleo de inflação são a metodologia de médias aparadas e o método de exclusão.

<b>Tabela 1: Índices de Inflação (Brasil)</b>						
<b>Índice</b>	<b>Instituto</b>	<b>Faixa de Renda</b>	<b>Abrangência</b>	<b>Método de cálculo</b>	<b>Sistema de Ponderação</b>	
<b>IPCA e IPCA-15 INPC</b>	IBGE	de 1 a 40 salários mínimos	9 regiões Metropolitanas além de Brasília e Goiânia	Método Aritmética; Conceito de caixa	Pesos Variáveis	
	IBGE	de 1 a 8 salários mínimos	9 regiões Metropolitanas além de Brasília e Goiânia	Método Aritmética; Conceito de caixa	Pesos Variáveis	
<b>IPC-Fipe</b>	Fipe	de 1 a 20 salários mínimos	Cidade de São Paulo	Média Geométrica; Conceito Competência	Pesos fixos	
<b>IGPs</b>	FGV	-		Média Aritmética	Pesos Variáveis	
<b>IPAs</b>	FGV	de 1 a 33 salários mínimos	Abrangência nacional	Média Aritmética	Pesos Variáveis	
<b>IPCs</b>	FGV	-	12 principais regiões metropolitanas	Média Aritmética	Pesos Variáveis	
<b>INCCs</b>	FGV	-	12 principais regiões metropolitanas	Média Aritmética	Pesos Variáveis	

Fontes: FGV, FIPE e IBGE

### **2.1.2.1 IBGE: IPCA, IPCA-15, IPCA-E e INPC**

O IBGE divulga mensalmente três índices de preços ao consumidor, a saber: o IPCA, o IPCA-15 e o INPC. Os três índices são coletados nas nove regiões metropolitanas (Belém, Fortaleza, Recife, Salvador, Belo Horizonte, Rio de Janeiro, São Paulo, Curitiba e Porto Alegre), além de Brasília e Goiânia.

O índice nacional consiste da média aritmética ponderada dos índices regionais. Estes, por sua vez, são calculados utilizando-se a estrutura de ponderação e produtos indicada pela Pesquisa de Orçamentos Familiares (POF) para a faixa de renda pertinente a cada índice. Mensalmente, esta estrutura de ponderação é utilizada, visando refletir o impacto da variação dos preços no peso de cada produto da cesta coletada. A atualização do peso de cada produto da cesta é feita com base na variação deste produto no mês anterior e a variação do índice computado no mês anterior.

A variação mensal de cada índice é calculada com base na variação da cesta de produtos e serviços entre o período de referência e o período imediatamente anterior, utilizando o conceito de caixa.

Tabela 2: Índices de Inflação - IBGE				
Índice	Renda	Período de coleta	Divulgação	Função
	de 1 a 40	do dia 1 ao dia 30 do mês	Divulgado mensalmente em torno	Metas de Inflação
<b>IPCA</b>	salários	de referência do dia 16 do mês anterior ao de referência ao dia 15	do dia 10 de mês subsequente Divulgado mensalmente no final do Indicador de tendência	
<b>IPCA-15</b>	mínimos de 1 a 8 salários	do mês de referência do dia 1 ao dia 30 do mês	mês de referência Divulgado mensalmente em torno	do IPCA Custo de vida da população de baixa
<b>INPC</b>	mínimos	de referência	do dia 10 do mês subsequente (junto como IPCA)	renda

Fonte: IBGE

O IPCA é calculado pelo IBGE desde 1980 e mede a variação dos preços das cestas de consumo das famílias com rendimento mensal de 1 a 40 salários mínimos, qualquer que seja a fonte de renda. O IPCA tem atenção e importância especial para os mercados, pois foi o índice escolhido pelo Banco Central para o regime de metas de inflação.

Para a análise da inflação relevante no âmbito da política monetária, o IPCA foi subdividido pelo Banco Central em dois grupos: administrados (30% do índice) e preços livres (70% do índice).

Preços Administrados: englobam tarifas de serviços públicos (taxa de água e esgoto, energia elétrica, transporte público, correio e telefonia), combustíveis, plano de saúde e empregado doméstico. Os instrumentos de política monetária possuem baixa eficácia sobre esse conjunto de preços.

Preços Livres: englobam todos os demais preços da economia determinados pelo mercado de bens e serviços e é aquele no qual os instrumentos de política monetária atuam com maior eficácia.

### 2.1.3 Os núcleos de inflação<sup>8</sup>

O conceito de núcleo da inflação passou a ser relevante na medida em que o regime de metas de inflação foi se tornando cada vez mais comum. No Brasil, a introdução do regime de metas de inflação difundiu este conceito para que a inflação pudesse ser analisada minuciosamente.

<sup>8</sup> A maior parte desta seção foi desenvolvida tendo como base FIGUEIREDO, Francisco M. R. *Evaluating Core Inflation Measures for Brazil*. Brasília: Banco Central do Brasil, 2001.

O núcleo da inflação é uma importante ferramenta para a política monetária, já que ajuda as autoridades monetárias a identificarem choques que poderiam estar provocando inflação, mas que não afetam o próprio núcleo. Entre estes podem estar choques de oferta como os que são decorrentes de fatores climáticos ou padrões sazonais. Choques temporários são facilmente revertidos sem afetar as expectativas e não justificam uma preocupação política da autoridade monetária.

No Brasil, as primeiras medidas de núcleo de inflação foram publicadas no início de 2000. Desde março daquele mesmo ano, a FGV tem divulgado mensalmente uma medida de núcleo para o IPC-Br, utilizando a técnica de *Trimmed Mean* (Médias Aparadas).

### 2.1.3.1 Método de Exclusão

O primeiro núcleo a ser computado foi o de exclusão, que retira do índice cheio, itens que totalizam, aproximadamente, 45,0% de todo o índice, com seus respectivos pesos. Na Tabela 3, a seguir, os itens que são excluídos:

Itens Excluídos	Peso Médio
Total	44,95
Cereais	1,32
Batatas	0,62
Vegetais	0,25
Frutas	0,89
Carne	2,83
Peixes	0,36
Aves e ovos	1,29
Laticínios	1,67
Aluguel	8,09
Imposto	0,25
Água e esgoto	1,06
Gás	0,61
Eletricidade	1,78
Vestuário	8,99
Transporte Público	5,29
Gasolina	3,82
Tabaco	1,56
Educação	3,01
Comunicação	1,28

Fonte: Banco Central

### 2.1.3.2 Método de Médias Aparadas

A medida de médias aparadas consiste em computar uma distribuição em que as caudas são removidas.

A assimetria na distribuição dos preços pode ser explicada pela existência de certos preços que sofrem mudanças de tempos em tempos. As discontinuidades das variações de preços são maiores do que as variações dos outros preços que apresentam comportamento regular. Para corrigir estas distorções, a solução encontrada foi suavizar as séries que mostram variações menos frequentes.

O método de suavização consiste na distribuição da variação de preços para o período e dos próximos onze meses. Os itens suavizados foram: comunicação, eletricidade, combustíveis, serviços de habitação, transporte público, tabaco e educação e taxas de matrícula.

Depois de incluídas as séries suavizadas nos componentes dos preços, o novo núcleo computado como *trim* ótimo foi 20% (*Trimmed 20*).

## 2.2 Histórico

### 2.2.1 Primeira Década Republicana<sup>9</sup>

Neste período foi introduzida a Lei Bancária que possibilitou uma forte expansão monetária com base em emissões inconversíveis, feitas a partir de três órgãos emissores e lastreadas em títulos públicos.

A conjugação de facilidade creditícia e facilidade de criação das sociedades anônimas pode ser a explicação para o chamado “encilhamento” que foi um movimento de especulação bursátil, ocorrido na Bolsa de Valores do Rio de Janeiro no início dos anos 90.

As políticas monetárias provocaram a valorização da taxa de câmbio. Um rigoroso programa de estabilização seria implementado durante o governo Campos Salles sob o comando do Ministro da Fazenda Joaquim Murinho.

### 2.2.2. Segunda República (1900-1930)<sup>10</sup>

O início da guerra paralisou a entrada de capitais estrangeiros; havia a necessidade de remeter parte do pagamento da dívida externa, levando ao colapso do mercado cambial. A

---

<sup>9</sup> FRANCO, Gustavo H. B. A Primeira Década Republicana.. In: ABREU, Marcelo de Paiva (Org.). *A Ordem do Progresso: cem anos de política econômica republicana, 1889-1989*. Rio de Janeiro: Campos, 1990.

<sup>10</sup> FRITSCH, Winston. Apogeu e Crise na Primeira República: 1900-1930. In: ABREU, Marcelo de Paiva (Org), *op. cit.*

taxa de câmbio do mercado livre subiu acima da taxa de estabilização, provocando o esgotamento dos depósitos do caixa e, conseqüentemente, seu fechamento.

No período que vai de 1922 a 1926, Artur Bernardes utilizou um mecanismo de ajuste ortodoxo, através da contenção fiscal e monetária. Entretanto, o dilema da política econômica era que a sustentação dos preços poderia tornar necessário o abandono da política monetária restritiva.

A aceleração inflacionária que acompanhou a recuperação, além de contribuir para as dificuldades de ajuste externo, erodia rapidamente os salários reais. Esta perda de controle sobre a política monetária levou um grupo de políticos a convencer o presidente a adotar uma política ortodoxa de ajuste interno e externo, acoplando uma política monetária contracionista à política de austeridade fiscal já então adotada.

Com a melhora da situação externa, a inflação foi controlada e surtiram pressões para reverter o ajuste recessivo e a sobrevalorização cambial.

A dura opção pelo ajuste recessivo deve ser lembrada como uma resposta à preocupação com a fragilidade da posição externa e a persistência de pressões inflacionária. Logo, o ajuste deflacionário foi quase uma medida de salvação nacional.

Em fins de 1926, o agravamento da crise na produção interna, em virtude do câmbio valorizado, levou o governo a colocar em execução um programa de saneamento monetário. Em 1927, entrou Washington Luís que manteve a política fiscal ortodoxa e fez uma reforma monetária e cambial. A reforma cambial se baseou num câmbio fixo subvalorizado por meio da Caixa de Estabilização.

Sob este regime temos uma nova fase de crescimento econômico que vai até 1929, quando novamente a situação externa se deteriorou em função da elevação das importações e do estancamento da entrada de capitais. Imediatamente a política monetária foi revertida, iniciando-se um novo período recessivo. Os problemas tornaram-se ainda piores quando se instalou a crise de 1929-1930, provocando a necessidade de se romper com a Caixa de Estabilização.

### 2.2.3 Primeira Era Vargas (1930-1945)<sup>11</sup>

No plano econômico, a crise internacional de 1929 atingiu o país em todos os setores. A redução das exportações desorganizou as finanças públicas, diminuiu o ritmo da produção e o poder aquisitivo dos salários. A crise da economia cafeeira obrigou o novo governo a comprar e destruir estoques de café, tendo em vista a queda dos preços do produto no mercado internacional.

Oswaldo Aranha, Ministro da Fazenda em 1931, criou o “esquema Aranha” destinado a evitar o aumento da dívida externa e que possibilitou uma redução real da dívida.

A partir de 1941, a inflação acelerou-se, mantendo-se, grosso modo, entre 15 e 20% ao ano. As pressões inflacionárias foram estimuladas pelos saldos na balança comercial associadas às restrições ao acesso a importações e à competição entre consumo doméstico e exportações no caso de produtos tais como carne.

### 2.2.4. Dutra (1946-1951)<sup>12</sup>

Após a Segunda Guerra Mundial, a perspectiva de rápida reorganização da economia mundial de acordo com os primeiros liberais de Bretton Woods, havia a esperança de uma significativa alta nos preços internacionais do café em consequência, principalmente, da eliminação do preço-teto por parte do governo norte-americano. Em consequência, as autoridades monetárias e cambiais tornaram-se vítimas de uma espécie de “ilusão de divisas” que se apoiava em três pontos: um ponto era que o país parecia estar numa situação bastante confortável com relação a suas reservas internacionais. O segundo ponto era que o Brasil se julgava credor dos EUA pela colaboração oferecida durante a Segunda Guerra Mundial. Por último, havia a crença de que uma política liberal de câmbio seria capaz de atrair significativo fluxo de investimentos estrangeiros diretos, dando solução duradoura para o potencial desequilíbrio do balanço de pagamentos.

Confiante na evolução favorável do setor externo, o governo Dutra identificou na inflação o problema mais grave e permanente a ser enfrentado.

---

<sup>11</sup> PAIVA ABREU, Marcelo. Crise, Crescimento e Modernização Autoritária: 1930-1945. In: \_\_\_\_\_, *op. cit.*

<sup>12</sup> BESSERMAN VIANNA, Sérgio. Política Econômica Externa e Industrialização: 1946-1951. In: ABREU, Marcelo de Paiva (Org.), *op. cit.*

A expectativa de apoio aos EUA não se materializou, adicionando-se a isso, o financiamento do Banco do Brasil às indústrias, que provocou o desequilíbrio fiscal dos estados, abandonando-se a ortodoxia e, por fim, acarretando em inflação.

#### **2.2.5. Segunda Era Vargas (1951-1954)<sup>13</sup>**

Devido ao aumento de divisas geradas pelos altos preços alcançados pelo café no mercado internacional, o que gerou uma expansão da quantidade de moeda em circulação, o Brasil teve que enfrentar um período de tendência inflacionária. A inflação decorria, também, do endividamento com as importações promovidas por receio de uma crise internacional que se anunciava com a guerra da Coréia.

Neste período, basicamente, a política monetária acompanhando a fiscal foi conduzida ortodoxamente. Por outro lado, a política creditícia do governo moveu-se na direção contrária. Em 1953, Osvaldo Aranha voltou ao Ministério da Fazenda, criando o “Plano Aranha”, plano este que foi essencialmente antiinflacionário. Além disso, o plano tinha por linhas básicas a reorganização do próprio Ministério da Fazenda de modo a agilizar o mecanismo fazendário e fiscal, a adoção de uma política orçamentária, a necessidade de codificação do direito tributário e a lei orgânica do crédito público.

#### **2.2.6 Café Filho (1954-1955)<sup>14</sup>**

Deve-se considerar que em 1954, o presidente recém empossado convidou Eugênio Gudín para o Ministério da Fazenda, que convidou Clemente Mariano para o Banco do Brasil e Octavio Gouveia de Bulhões para a Sumoc. Convém também lembrar que Gudín era um incansável crítico das políticas desenvolvimentistas das empresas públicas e não professava a superioridade da indústria frente à agricultura.

Partidário de uma política antiinflacionária, Eugênio Gudín, teve sua gestão marcada por um *mix* monetário fiscal recessivo, pela utilização da receita cambial no financiamento não inflacionário do déficit público. A principal proposta era mesmo o combate à inflação, entretanto, recebera internamente uma bomba de retardamento, já que o salário mínimo havia sido aumentado em 100%, decretado por Vargas quatro meses antes.

---

<sup>13</sup> BESSERMAN VIANNA, Sérgio. Duas Tentativas de Estabilização: 1951-1954. In: ABREU, Marcelo de Paiva (Org.), *op. cit.*

<sup>14</sup> PINHO NETO, Demosthenes. Madureira de O Interregno Café Filho: 1954-1955. In: ABREU, Marcelo de Paiva (org.), p. cit.

Seguindo sua fiel pregação antiinflacionária, Gudin baixou as instruções, nas quais elevavam-se os juros para os depósitos à vista e a prazo e aumentavam as taxas de redesconto para duplicatas e promissórias.

Os dados disponíveis revelavam quedas acentuadas nas taxas de expansão do crédito com resultados decepcionantes quanto a inflação. De qualquer maneira, os índices tiveram expressivas quedas (1,95% para 0,94%), fruto da severa e expressiva queda na expansão dos meios de pagamento.

O período correspondente à gestão de Gudin testemunhou um dos mais ortodoxos programas de estabilização da história econômica contemporânea. O ministro adotou como principais medidas, a contenção do crédito e o corte das despesas públicas, procurando, assim reduzir o déficit público, causa, em sua avaliação, do processo inflacionário.

Com a saída de Gudin, entra em cena José Maria Whitaker, banqueiro paulista e defensor da cafeicultura e do crédito impertinente do “confisco cambial”.

Para o novo ministro, a razão de ser de seu cargo era fazer a reforma cambial, portanto uma razão diferente da do seu antecessor, assim, sua primeira decisão foi revogar algumas das Instruções instituídas pelo anterior.

Na concepção de Whitaker, os financiamentos produtivos destinados à indústria não seriam inflacionários, porém aqueles que dessem cobertura ao déficit público teriam como consequência, a inflação.

### **2.2.7 Juscelino Kubitshek (1956-1961)<sup>15</sup>**

O governo de Juscelino herdou a difícil situação econômico-financeira dos governos Vargas e Café Filho. A superprodução do café, os déficits do Tesouro e a perda do poder de compra das exportações contribuíram para um cenário de desequilíbrio econômico.

O carro-chefe do governo JK foi o Plano de Metas, dando forma a sua característica principal de comprometimento do setor público com uma política desenvolvimentista. O plano foi implementado com sucesso, alcançando-se a maioria das metas estabelecidas tanto para o setor público quanto para o setor privado. A economia cresceu a taxas

---

<sup>15</sup> ORENSTEIN, Luiz; SOCHACZEWSKI, Antonio Cláudio. Democracia com Desenvolvimento: 1956-1961. In: ABREU, Marcelo de Paiva (Org.), *op. cit.*

aceleradas, com razoável estabilidade de preços e em um ambiente político aberto e democrático.

Quanto à política monetária instaurada, esta procurava simultaneamente assegurar o crédito à expansão dos investimentos públicos e atenuar as consequências mais perturbadoras da inflação, sendo o principal instrumento de combate à inflação, a Instrução 135 da Sumoc que restringia o crédito bancário ao setor privado.

O programa de Metas teve um grande número de metas consideravelmente ultrapassado, em relação aos objetivos previamente estipulados. A consecução dos objetivos propostos pelo plano efetuou-se graças a quatro peças básicas, dentre elas, o tratamento da estabilidade que permitiu o aumento da taxa de inflação – cerca de 20% a.a.

Entre os fatores inflacionários mais importantes, destacaram-se os gastos com o ritmo acelerado das obras, principalmente da construção de Brasília; o declínio dos preços dos produtos de exportação, a partir de 1955; a superprodução de café, que levava o governo a financiar os estoques invendáveis; os empréstimos ao setor privado através do Banco do Brasil, e o excesso de despesas públicas, sobretudo com reivindicações salariais sancionadas pelo Congresso em nível superior à possibilidade de crescimento da receita.

Durante o período desenvolvimentista do governo JK, a emissão e a expansão do crédito, somados, representaram 26,34% do produto real, isto é, uma proporção muito menor do que em vários períodos anteriores, que havia sido de 29,06% entre 1941 e 1945 e de 29,0% entre 1950 e 1954. Logo, o período não foi tão arrasador em termos da inflação, se comparado aos governos anteriores.

Em 1956, quando Juscelino assumiu, a inflação foi de 24,4%. No último ano, 1960, esta chegou a 30,5%. Só que o salário real do trabalhador brasileiro cresceu 36% no governo JK, em comparação com o quinquênio anterior e 6,7% maior do que o relativo quinquênio seguinte.

O esquema financeiro encontrado para financiamento do Plano de Metas – financiamento inflacionário – gerava através do aumento de lucros (de empresas públicas e privadas), do aumento da tributação nominal e diferencial e, é claro da emissão de moeda, o recurso necessário à sua consecução.

Os planos periódicos de estabilização, quando implementados, não foram mais do que tentativas de reduzir o ritmo inflacionário a níveis toleráveis, sem nunca sacrificar o

desenvolvimento pela estabilidade. As marchas e contramarchas da política monetária no período do Plano de Metas não representam mais do que tentativas de compatibilizar variáveis muitas vezes antagônicas como crescimento, estabilidade, altos lucros e baixo custo de vida. As tensões geradas nesse processo foram dissolvidas pelo crescimento do produto.

A forte ênfase na estratégia desenvolvimentista transferiu as questões relativas à política tanto monetária, quanto fiscal, para segundo plano, uma vez que praticamente durante todo o período de 1956-1961, a política econômica esteve vinculada ao processo de industrialização.

### **2.2.8 Jânio Quadros e João Goulart (1961-1964)<sup>16</sup>**

Para que o crescimento e o desenvolvimento econômico fossem assegurados, o governo Jânio Quadros teria que enfrentar esse legado de problemas caracterizado pela aceleração inflacionária, indisciplina fiscal e deterioração do balanço de pagamentos. No intuito de combater a inflação, foi necessário que a política econômica fosse ditada pelo FMI, restringindo o crédito e congelando os preços.

De 1961 a 1963, a República viveu o seu mais longo período de indefinição política desde o início da década de 1890, com conseqüências nas tomadas de decisões no terreno econômico. Assim que Jânio renunciou, foi criado o primeiro gabinete parlamentarista sob a presidência do deputado Tancredo Neves.

Na pasta da Fazenda encontrava-se Moreira Salles, que teve sua presença usada como forma de apaziguar as preocupações de círculos mais conservadores quanto às implicações econômicas da guinada à esquerda decorrente da posse de João Goulart.

O programa do governo definia como principal problema a ser enfrentado a insuficiente taxa de crescimento da economia devido ao baixo nível de investimento e à sua composição inadequada.

Para atingir os objetivos do programa, o governo teria que elevar a taxa de poupança através da reforma fiscal e contenção do déficit de custeio das empresas públicas; estabelecer prioridades e corrigiria técnicas de planejamento.

---

<sup>16</sup> ABREU, Marcelo de Paiva. Inflação, Estagnação e Ruptura: 1961-1964. In: \_\_\_\_\_, *op. cit.*

No que concerne às políticas monetária, bancária e financeira pública, o governo estabeleceu medidas de emergência e de reforma institucional. No terreno monetário e bancário, as medidas de emergência abrangiam controles quantitativos de crédito até o final de 1961, a fim de manter a oferta monetária constante em termos reais. Em particular, o governo mostrou-se preocupado com a expansão monetária ocorrida durante a crise política, estabelecendo mecanismos de depósito compulsório sobre depósitos à vista dos bancos privados e de controle de crédito.

Em 1961, quando Jânio Quadros renunciou, os resultados econômicos eram razoáveis com a inflação mantendo-se, grosso modo, estável em 30% e o PIB crescendo a 8,6%.

A perda de controle sobre a economia tornou-se clara a partir de maio, com o significativo aumento do déficit de caixa do governo gerado pelo aumento das despesas públicas e da taxa de expansão da oferta monetária. A crise culminou na renúncia coletiva do gabinete Tancredo Neves. O congresso aprovou, então, Brochado Rocha para Primeiro-Ministro, continuando na pasta da Fazenda, o banqueiro Moreira Salles.

O programa econômico de Brochado Rocha pretendia estabilizar a inflação em 60% em 1962 e reduzi-la para 30% em 1963.

As recusas de delegação de poderes especiais pelo Congresso provocaram a renúncia do gabinete Brochado Rocha em setembro de 1962. Hermes Lima foi o responsável pela chefia do gabinete provisório no período plebiscitário. Durante a transição, o programa econômico incluía um plano de controle da inflação, logo em seguida comprometido pela concessão do 13º salário aos trabalhadores urbanos.

No final de dezembro de 1962 foi apresentado o Plano Trienal de Desenvolvimento Econômico e Social, elaborado sob a Coordenação de Celso Furtado, ministro extraordinário para assuntos do Desenvolvimento Econômico, como resposta à deterioração externa e à aceleração inflacionária.

O Plano Trienal caracterizou-se por ser bastante ortodoxo quanto ao diagnóstico da aceleração inflacionária. Ainda sob esse aspecto, ressaltava-se sua preocupação com os gastos públicos, pois foi considerada a causa mais importante na geração de inflação. Logo, como receituário para correção de preços defasados, foi proposta a redução do déficit público e o controle da expansão do crédito ao setor privado. Estabeleceu-se como meta inflacionária para 1963, 25% e 7% como meta para o crescimento anual do produto.

Em meados de janeiro de 1963, o governo anunciou aumentos do trigo e derivados de petróleo de 70% e 100%, resultantes da abolição de subsídios, bem como reajuste de tarifas de transportes urbanos. Além dos cortes de gastos públicos foram estabelecidos limites nominais de expansão de crédito ao setor privado de 35% quando a taxa inflacionária anual e equivalente era de 60%.

No final de abril, Goulart deu os primeiros sinais de haver desistido de seus esforços de conciliação dos objetivos estratégicos consubstanciados nas reformas de base com a estabilização econômica. A recessão que se inicia em 1963 pode estar relacionada ao programa de estabilização. A restrição de liquidez afetou o desempenho dos gêneros industriais que dependiam do crédito, em especial os produtores de bens de consumo durável.

### **2.2.9 Castelo Branco (1964-1967)<sup>17</sup>**

O programa de estabilização implementado entre 1964 e 1968 logrou reduzir a taxa de inflação anual de algo próximo de 100% no primeiro trimestre de 1964 para algo em torno de 20% em 1969. Simultaneamente, o crescimento do produto, que em 1963 fora de apenas 0,6%, recuperou-se após 1966 e já em 1968 atingia a taxa de 9,8%.

O ministério econômico foi composto por Campos e Bulhões, respectivamente, no Planejamento e na Fazenda. Elaborado pelo recém-criado Ministério do Planejamento e Coordenação Econômica, em novembro, surge o Programa de Ação Econômica do Governo, o PAEG.

Este programa tinha como objetivos acelerar o ritmo de desenvolvimento econômico interrompido no biênio 1962/63, conter o processo inflacionário, atenuar os desníveis econômicos setoriais e regionais, assegurar oportunidades de emprego e corrigir a tendência a déficits descontrolados do balanço de pagamentos.

O combate à inflação estava sempre qualificado no sentido de não ameaçar o ritmo da atividade produtiva. A manutenção, ou a promoção da capacidade de poupança da economia é associada em todos os níveis ao sucesso na luta contra a inflação, deixando transparecer um diagnóstico heterodoxo que associa a inflação à poupança forçada. Tal diagnóstico fica mais explícito na descrição das bases do programa desinflacionário. A

---

<sup>17</sup> LARA RESENDE, André. Estabilização e Reforma: 1964-1967. In: ABREU, Marcelo de Paiva (Org.), *op. cit.*

inflação brasileira era diagnosticada como “resultado da inconsistência da política distributiva concentrada em dois pontos principais”. São estes dois pontos, o dispêndio governamental superior à retirada de poder de compra do setor privado, sob a forma de impostos ou de empréstimos públicos e a incompatibilidade entre a propensão a consumir, decorrente da política salarial, e a propensão a investir, associada à política de expansão de crédito às empresas.

A partir disto, prossegue o PAEG, sugerindo que as três causas tradicionais da inflação brasileira, os déficits públicos, a expansão do crédito às empresas e as majorações institucionais de salários em proporção superior à do aumento de produtividade, conduziam, inevitavelmente, à expansão dos meios de pagamento, gerando, destarte, o veículo monetário de propagação da inflação. Este diagnóstico atribuía à inconsistência na esfera distributiva da economia a causa da inflação e que via na expansão monetária não um fator autônomo de pressão inflacionária, mas o veículo de ratificação, ou de propagação dessas pressões.

Das normas do PAEG, a contenção dos déficits governamentais foi a mais bem-sucedida. No entanto, as políticas monetária e creditícia, foram extremamente folgadas em 1965. As taxas de expansão da moeda estiveram sempre acima da taxa de crescimento dos preços. A principal razão para este grau de descalibragem na política monetária parece ter sido o resultado do balanço de pagamentos.

Visto que os níveis de inflação estavam em níveis vigorantes que ameaçavam desorganizar os mercados pelos seus efeitos perversos sobre investimentos, consumo e bem-estar, nos últimos dois anos do governo, conhecidos como o período de “tratamento de choque” da inflação, a política monetária passou a ser extremamente restritiva. Para isto o governo definiu como prioridade a redução da taxa de inflação e incorreu no custo político de que poderia gerar desemprego, diminuição da produção e até mesmo falências. Com esta política, o governo logrou que a inflação, que ameaçava passar da casa dos 100% a.a. em 1964, fosse reduzida a níveis em torno de 25% a.a. a partir de 1967 com saudáveis efeitos posteriores sobre todos os agentes econômicos.

### **2.2.10 Costa e Silva e Início do Governo de Médici (1967-1971)<sup>18</sup>**

O governo, que tomara posse em março de 1967 diagnosticou que a economia encontrava-se com larga margem de capacidade produtiva não utilizada e “baixa liquidez”. A política monetária seria conduzida para a reativação da atividade econômica. A melhoria da liquidez certamente provocaria rápida expansão da produção com impactos inflacionários reduzidos, ou pelo menos em níveis aceitáveis. A expansão monetária que se viu entre 1967 e 1968 destinou-se, principalmente para recompor a liquidez “desejada” pelo sistema econômico, além de ser absorvida pelo aumento da produção, minimizando o seu efeito inflacionário. No período de 1969 a 1971, a expansão monetária foi adequadamente dosada tendo em mente alcançar-se elevado desempenho da economia, desde que assegurada a que não haveria reaceleração da taxa de inflação.

### **2.2.11 Médici (1972-1973)<sup>19</sup>**

O ritmo da expansão monetária desde fins de 1972 e ao longo de 1973 favoreceu a manutenção de intensa atividade econômica, mas era inconsistente com o objetivo de manter a inflação em declínio ou mesmo estabilizada. A elevação dos preços nestes dois anos, principalmente no último deles, foi fortemente contida através de controles diretos (CIP).

### **2.2.12 Geisel (1974-1975)<sup>20</sup>**

Em março de 1974, a conjuntura econômica era de “superaquecimento” por excesso de moeda, sendo as pressões inflacionárias intensas. Não havia dúvidas quanto à necessidade que existia então, de assegurar a desaceleração no ritmo de expansão dos meios de pagamento. No período de abril a julho daquele mesmo ano, procurou-se restringir a liquidez, o que contribuiu basicamente para que, passado o período de absorção dos “excessos de liquidez” herdados do ano anterior e “inflação corretiva” (preços controlados pelo CIP), os preços apresentassem incrementos bem razoáveis a partir de julho.

---

<sup>18</sup> FURUGUEM, Alberto S. Aspectos da Política Econômica. In: CARNEIRO, Dionísio Dias (Coord.). *Brasil: Dilemas da Política Econômica*. Rio de Janeiro: Campus, 1977.

<sup>19</sup> *Ibidem*.

<sup>20</sup> *Ibidem*.

Ainda não satisfeito com o desempenho da atividade econômica, o governo decidiu expandir mais a base monetária. Esta expansão realizada em 1974 parece ter levado à reativação da inflação ao final do período e início de 1975.

A tentativa de viabilizar os 30% de taxa de expansão monetária fixados no orçamento monetário através da colocação de títulos federais a partir de outubro foi frustrada e a expansão alcançou os 42,8%. Esse comportamento dos meios de pagamento contribuiu para o desempenho surpreendente da produção industrial em 1976, mas também para a re-aceleração da inflação e persistência de níveis elevados das importações.

Em 1976 houve um rompimento das expectativas do governo, dos empresários e analistas de conjuntura econômica.

Como a partir de março de 1975, face aos indicadores desfavoráveis da produção industrial, o Governo buscou enfaticamente estimular a economia, por meio da expansão de liquidez. Não se almejava desempenho brilhante da economia, mas temia-se a recessão e o desemprego.

A perpetuação de índices pouco expressivos para expansão da indústria de transformação animava as autoridades a praticar grande liberalidade creditícia, pelo menos até o mês de setembro. Com isso, o ritmo de expansão dos meios de pagamento ultrapassou largamente o fixado no orçamento monetário. Ao analista mais atento tornou-se bastante claro, a partir de agosto de 1975, que os 30% fixados no orçamento monetário dificilmente seriam cumpridos.

A tentativa de minimizar o excesso de expansão sobre a taxa prevista no orçamento culminou, a partir de outubro, com o que ficou celebrizada como crise do *open*. O resultado líquido foi, certamente, uma aceleração ainda maior da expansão monetária ao final de 1975, que alcançou 42,8% no ano.

Assim, os reajustes salariais foram-se elevando em decorrência de aceleração anterior da alta de preços. À esta altura, o próprio reajuste de custos de produção ajudava na perpetuação de taxas elevadas para a inflação observada desde o último reajuste. A tudo isso se adicionava ainda à frustração de algumas safras agrícolas e a disparada no preço externo do café que exigia reajustes internos.

### 2.2.13 Sarney (1985-1989)<sup>21</sup>

Depois de vinte anos governado por militares, o Brasil teria um líder civil. Com a morte de Tancredo Neves que havia sido eleito pelo povo, José Sarney assumia com o suporte e o apoio popular. Na época as expectativas de mudanças eram grandes, mas Sarney havia herdado uma coalizão caracterizada por pouca coesão interna.

Logo emergiram as divergências de filosofias com relação às políticas econômicas entre os membros do governo. Dornelles e Lemgruber deixaram o governo, sendo substituídos por Dílson Funaro e Fernão Bracher, respectivamente. Ambos defendiam uma política monetária mais relaxada e taxas de crescimento elevadas, mesmo que isso levasse a altas taxas de inflação.

A administração de Sarney optou por aumentar os gastos e aumentar a demanda interna se tornou uma fonte de pressão inflacionária. Ao final de 1985 já havia evidências de recuperação forte na demanda e na capacidade utilizada das indústrias, porém a ameaça de uma explosão inflacionária era iminente. O índice de preço ao consumidor no Rio de Janeiro subiu 9% nos meses de setembro e outubro e acelerou 12% em novembro e 16% em dezembro. A taxa de inflação anual estava próxima a 500%.

#### 2.2.12.1 O Plano Cruzado

Em fevereiro de 1986, o governo Sarney adotou um plano de estabilização que havia sido desenvolvido por Funaro, Sayad e conselheiros acadêmicos. O plano Cruzado, como era comumente chamado, destacou as dificuldades em alcançar a estabilização numa economia como o Brasil. Diante de uma aceleração da taxa de inflação e convencido de que a inflação se reproduziria por toda a economia, altamente indexada, os assessores de Sarney o convenceram de que um método radicalmente diferente de estabilização de preços estava em ação.

O Plano tinha como inspiração uma literatura internacional sobre “inflação inercial” e observações ao Plano Austral Argentino projetado sobre um alicerce heterodoxo. Os principais elementos do plano eram (i) congelamento de salários, acompanhado de um bônus de 8% de aumento; (ii) um congelamento geral dos preços do varejo, aluguéis e pagamento de hipotecas; (iii) proibição da indexação de novos contratos com menos de um

---

<sup>21</sup> COES, Donald V. The Post War. In: \_\_\_\_\_. *Macroeconomic Crises, Policies, and Growth in Brazil, 1964-1990*. Washington: International Bank for Reconstruction and Development, 1995.

ano de duração; (iv) um “*gatilho*”, que permitiria aumento de salários toda vez que o índice de preços ao consumidor acumulasse em 20% e (v) a substituição do cruzeiro por uma nova moeda, o cruzado, valendo 1.000 cruzeiros.

Quando a população começou a se acostumar e aceitar a novela dos preços estáveis, a demanda por moeda cresceu rapidamente. Em meados de 1986 ficou claro para o governo que o controle de preços não poderia ser mantido sem modificações. Já para o povo o fracasso do plano só ficou claro no final de 1986.

Sob as novas regras do governo, batizadas de Plano Cruzado II, os preços dos serviços de utilidade pública foram aumentados em 30%, o preço do combustível subiu 60%, dos automóveis 80% e os preços de laticínios, cigarros e bebidas alcoólicas dobraram de preços. O *crawling peg*<sup>22</sup> foi restaurado e foi permitido novamente que os contratos financeiros fossem ajustados pela inflação, desta vez atrelando a correção monetária às contas do Banco Central. A economia brasileira voltou ao sistema de indexação que o Plano Cruzado havia tentado acabar.

Com o aumento generalizado de preços em dezembro de 1986 e janeiro de 1987, o gatilho salarial foi ativado. Os ajustes mensais de preços foram re-introduzidos. No entanto, este mecanismo não durou muito, pois logo depois o gatilho salarial foi suspenso e os ajustes nominais se tornaram bimestrais.

Um ano depois da imposição do Plano Cruzado, o Brasil estava tendo a experiência de ter uma inflação anual de quase 1.000%.

Logo, com a deterioração da economia brasileira na metade de 1986, suas reservas internacionais encolheram e em fevereiro de 1987, o governo suspendeu os pagamentos das taxas de juros dos credores internacionais, declarando uma moratória unilateral.

#### **2.2.12.2 O Plano Bresser**

O fracasso do Plano Cruzado levou à saída de Funaro e no seu lugar, entrou Luiz Carlos Bresser Pereira. Este, ao chegar no governo anunciou que o objetivo do governo seria alcançar uma taxa de crescimento de 3,5% e permitiu a depreciação de 7,5% do cruzado.

---

<sup>22</sup> *Crawling Peg*: Sistema de desvalorização progressiva e controlada de uma moeda, implementado pelas autoridades monetárias de um país, na tentativa de ajustar o tipo de câmbio às variáveis de inflação e juros.

Mais tarde, um novo programa de estabilização foi introduzido, o Plano Bresser. Dada a história recente do Plano Cruzado, o Plano Bresser não tinha pretensões de almejar uma taxa de inflação zero e não propunha uma desindexação da economia. A taxa de câmbio nominal não era fixa e, na verdade, desvalorizada em 9,5%.

Entretanto, o Plano Bresser se assemelhou bastante com o Plano Cruzado. Os salários também foram congelados por três meses, assim como preços, mas somente alguns preços tinham permissão para serem aumentados. O governo criou um novo índice a ser ajustado de acordo com a inflação, trimestralmente, permitindo que as taxas de juros fossem elevadas e se comprometeu em reduzir o déficit público em aproximadamente 3,5% do PIB.

A inflação recuou no início do plano de mais de 25% para 5% em um período de dois meses. Todavia, quando os três meses de congelamento de salários terminaram, os trabalhadores começaram a pressionar para que os salários fossem aumentados. Qualquer reajuste de salário seria o suficiente para trazer de volta a inflação; como Bresser não conseguiu que isto não ocorresse, já que Sarney autorizara o aumento salarial para os funcionários públicos, a pressão sobre os preços voltou e a inflação no final de 1987 já era de 15%.

### **2.2.12.3 De 1988-1990**

Após a renúncia de Bresser, Mailson da Nóbrega assumiu como o novo Ministro da Fazenda. Como Ministro, propôs um plano, que vulgarmente foi chamado de *feijão com arroz*, e que tinha como objetivos estabilizar a taxa de inflação em 15% ao mês e reduzir gradualmente o déficit público.

Depois da taxa de inflação chegar a 29% no mês de dezembro de 1988, o governo tentou mais um plano de estabilização, agora batizado de Plano Verão. Uma nova moeda foi criada, o novo cruzado, equivalendo a 1.000 cruzados. Os preços seriam congelados por tempo indeterminado e uma taxa de câmbio atrelada ao dólar foi anunciada. No início, o plano trouxe resultados encorajadores, mas por volta de meados do ano de 1989 a inflação voltou aos patamares anteriores do plano.

### 2.2.13 Collor (1990-1992)<sup>23</sup>

O governo de Fernando Collor de Mello herdou uma economia desestruturada, com a taxa de inflação de 80% ao mês. Assim que assumiu, Collor anunciou um novo pacote de estabilização, chamado Plano Collor. A condução do plano ficou sob responsabilidade da ministra da Fazenda, Zélia Cardoso de Mello.

O plano consistiu, principalmente, no congelamento de 70% dos ativos financeiros por 18 meses com a intenção de reduzir liquidez e por consequência reduzir a inflação.

A nova estratégia do governo provocou muita discussão, tanto pela insatisfação da população quanto pela dúvida com relação à legalidade das medidas do plano. Por outro lado, o plano levou a uma redução drástica da inflação e a uma contração fiscal, pelo menos em nível federal.

Ainda com os resultados positivos conquistados, os críticos argumentavam que o plano havia feito confusão entre estoque e fluxo. Para eles, o corte nos ativos, com intenção de diminuir a liquidez, só produziria um recuo temporário da inflação. No longo prazo, a taxa de crescimento do estoque determinaria a taxa de inflação. Os meses que se seguiram confirmaram o que os críticos já defendiam, os preços voltaram a acelerar e a inflação em fevereiro de 1991 chegou a 20% ao mês.

Não obstante, em janeiro de 1991, um segundo pacote foi anunciado, o Plano Collor II. Além do controle de preços e salários, o elemento mais relevante do plano foi o aumento do número de preços administrados e a instituição de uma taxa de juros de referência<sup>24</sup>.

Assim como no primeiro plano, a taxa de inflação caiu, mas o descontentamento com a política monetária ainda do primeiro plano seguia presente. Conseqüentemente, Zélia renunciou ao cargo de ministra e no seu lugar entrou Marcílio Marques Moreira, que logo deixou claro que não tinha a intenção de fazer plano de estabilização.

Uma série de escândalos envolvendo os membros do governo e o próprio presidente levou ao *impeachment* de Collor em setembro de 1992.

---

<sup>23</sup> COES, Donald V, *op. cit.*

<sup>24</sup>TR: Instrumento de remuneração das aplicações financeiras de curto prazo.

### 2.2.14 Plano Real<sup>25</sup>

O sucesso eleitoral de Fernando Henrique se deu principalmente devido ao resultado do Plano Real, criado durante o período em que ele foi Ministro da Fazenda do governo de Itamar Franco, presidente que assumiu após a saída de Collor. O Plano foi anunciado em fevereiro de 1994, mas só foi efetivamente colocado em prática em julho de 1994.

Embora a inflação, as altas taxas de juros reais, a dívida externa e o desequilíbrio fiscal ainda prejudicassem a economia, as perspectivas econômicas aparentavam bem melhores no final de 1994 do que no início do ano. O Plano Real se distanciou em vários aspectos dos planos anteriores, por exemplo, não houve controle de preços mediante congelamento.

No que diz respeito aos salários, o dilema que se fez presente foi que os salários que haviam sido reajustados antes do plano de estabilização estavam mais elevados em relação aos que ainda tinham que ser reajustados. A solução veio com a conversão dos salários já reajustados em Unidades de Referência de Valor (URVs)<sup>26</sup>. A partir desta medida, os trabalhadores tinham liberdade para negociar aumentos salariais em URVs. Ademais, o Plano Real evitou garantir salários que seriam automaticamente ajustados pela inflação.

Em 1º de janeiro de 1994, o *real* substituiu de vez o cruzeiro real e os preços em URV foram convertidos no *real*, que iniciou em paridade com dólar. O fato do *real* ter sido criado atrelado ao dólar não significaria que haveria um comprometimento com esta paridade, como ocorria, na época, com a Argentina, por exemplo.

A questão sobre a “dolarização” do real foi bastante discutida desde o início do plano até a desvalorização de 1999. Muitos críticos alegavam que futuramente a taxa de câmbio deveria ser ajustada, porque uma política de sobrevalorização da moeda poderia levar a uma deterioração da balança comercial brasileira.

A inflação no início do plano foi significativamente baixa e acompanhando, houve uma queda vertiginosa das taxas de juros nominais. No final de 1994 já se via um aumento das vendas de bens de consumo, vendas de veículos e bens de consumo duráveis.

---

<sup>25</sup> COES, Donald V. Conclusion: What Has Been Learned - Epilogue. In: \_\_\_\_\_, *op. cit.* Washington: International Bank for Reconstruction and Development, 1995.

<sup>26</sup> URV: Unidade de conta indexada ao U.S. dólar.

Contrariamente ao que se pensava, ao menos no curto prazo, o Plano Real teve um impacto positivo no crescimento do PIB. Este cenário de controle da inflação mais crescimento do PIB se estenderam pelo primeiro mandato de Fernando Henrique, salvo algumas turbulências provenientes de choques externos.

O segundo mandato, que se iniciou em 1999, já começou sofrendo os impactos da desvalorização do câmbio e seus efeitos negativos sobre a economia.

## Capítulo 3 – A Desvalorização de 1999

### 3.1 Antes da Desvalorização

No início dos anos 90 nos defrontamos com um cenário de renda constante, níveis de investimento e de poupança baixos, aliado a um acesso ao mercado internacional limitado. Não só isso, mas a inflação estava alta e crescente, como forma de amenizar a Necessidade de Financiamento do Setor Público. Com a introdução do Plano Real, os instrumentos de política que auxiliam a condução da política monetária se tornam mais eficazes. Dessa maneira foi possível controlar a inflação e proporcionar uma melhora da renda, o que levou a estabilidade do cenário econômico como um todo. Em contra partida, as contas públicas e externas deterioraram nesse período. A Dívida Líquida do Setor Público, que em 1995, era de 30% do PIB, chega a quase 60% do PIB, hoje.

**Tabela 4: Cenário Macroeconômico Brasileiro de 1994-2002**

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
IPCA (%)	22,4	9,6	5,2	1,6	8,9	5,9	7,7	12,4
PIB (%)	4,2	2,8	3,3	0,2	0,8	4,5	1,5	1,5
Saldo Comercial (US\$ bi)	-3,3	-5,5	-8,4	-6,6	-1,2	-0,7	2,6	13,1
Conta Corrente (US\$ bi)	18,4	23,5	30,5	33,4	25,4	-24,7	-23,3	-7,7
Taxa de Câmbio	0,97	1,04	1,11	1,21	1,79	1,96	2,32	3,53
Dívida Líquida do Setor Público (% do PIB)	30,56	33,28	34,35	41,71	48,68	48,78	52,57	56,53
Reservas Internacionais (Liquidez Total)	51,8	60,1	52,2	44,5	36,3	33,0	35,8	37,8

Fonte: Banco Central, IBGE e Ipeadata

A iniciativa de introdução do Plano Real tinha como objetivo principal o controle inflacionário, visto que a inflação antes do plano era de 45% ao mês. Sendo assim, o plano contou com uma política monetária contracionista e com um mínimo de ajuste fiscal. Não obstante, era importante impor mudanças no sistema cambial.

Primeiro, deixou-se que o câmbio flutuasse e diante de taxas de juros elevadas, o fluxo de capital interessado em aplicações no Brasil aumentou, o que fez com que a moeda se apreciasse. No entanto, visando não perder o controle da política monetária, que mirava uma política antiinflacionária, logo depois de implementado o plano, o Banco Central passa a intervir no mercado de câmbio para estabilizar a taxa e assim, o sistema passa a funcionar como regime de câmbio fixo.

A partir de 1995, o Brasil sente o peso das crises internacionais e como elas podem abalar o resto do mundo. A primeira crise, que abala a economia brasileira pós-plano Real, é a crise do México. A economia mexicana considerada até o momento, pelas empresas de avaliação de risco e instituições multilaterais, “paradigma” na estabilização dos preços e do crescimento auto-sustentável, tornou-se insolvente pondo em xeque o modelo decantado. Em consequência, não deixando imune a economia brasileira, esta assistiu o forte repatriamento de capitais, resultando por sua vez em ligeira desvalorização do real frente ao dólar.

Com o passar do tempo, as causas que precipitaram a derrocada do modelo mexicano ficaram mais claras e o mercado avaliou que os fundamentos econômicos violados por aquele país não se faziam presentes na economia brasileira e, paulatinamente, o fluxo de capitais foi sendo restabelecido.

Em 1997, o Brasil se viu diante do segundo choque externo que foi a crise asiática. A crise leva à redução significativa das reservas internacionais, então, para compensar a perda, a taxa de juros é elevada a 43,4% a.a. em novembro de 1997. Ao lado da política monetária mais firme, o governo se comprometeu em realizar ajustes fiscais, através do aumento de receitas e contenção das despesas. Embora a política monetária tenha sido bem conduzida, os ajustes fiscais não foram feitos integralmente.

Outra crise internacional abala o país no ano que se segue, só que desta vez o motivo vem de um país europeu, a Rússia. Esta declara moratória em 1998 e como num “efeito dominó” os países emergentes passam a ter risco-país mais elevado. Houve novamente um comprometimento do governo com uma política monetária mais ortodoxa e com um ajuste fiscal mais intenso. Porém, desta vez, o país não pôde contar com a ajuda do mercado, pois não havia cumprido com os ajustes fiscais que prometeu quando houve a crise asiática. Logo, foi preciso recorrer ao FMI, com quem negociou um pacote de US\$ 41,5 bilhões. No entanto, esta medida não foi suficiente para conter as expectativas depreciativas com relação ao futuro da economia brasileira, já que as reformas que aliviariam a situação fiscal não passavam no congresso.

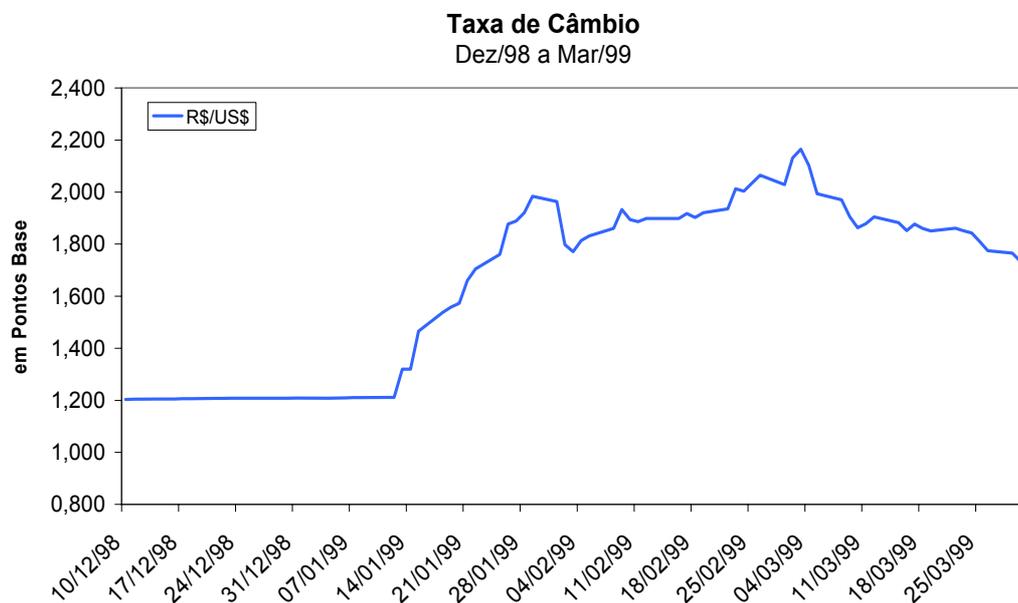
Chegando ao fim de 1998, tanto o FMI, quanto a comunidade financeira internacional, acreditavam que a desvalorização do real era inevitável para amenizar a crise que se aproximava da economia brasileira, já que o regime de câmbio fixo é mais vulnerável à crises cambiais. Por isto, o governo passou a discutir veementemente a liberalização do

câmbio, já que para manter o câmbio fixo o governo precisaria abrir mão cada vez mais de suas reservas.

Já em meados de janeiro de 1999, o governo muda o comando do Banco Central, quando o presidente na época, Gustavo Franco pede demissão e o governo nomeia o diretor de política monetária do Banco Central, Francisco Lopes para a presidência da instituição.

A modificação feita no Banco Central leva à mudanças também na política cambial que, após período de forte especulação, passa a ser flutuante. A taxa de câmbio oscila respeitando uma banda cambial, a chamada banda hexagonal endógena, com valores de piso e teto que são revisados a cada três dias úteis. Os primeiros piso e teto estipulados foram, respectivamente, R\$ 1,20 e R\$ 1,32.

Conseqüentemente, a alteração do regime cambial por si só fez com que o mercado reagisse, operando com o valor do dólar no teto de R\$ 1,32, representando uma desvalorização na moeda brasileira de 8,96% em relação à cotação do dia anterior à desvalorização.



Fonte: Ipeadata

### Gráfico 1

Segundo Francisco Lopes, o objetivo da equipe econômica era ter mais um elemento para determinar a redução das taxas de juros tornando a política monetária mais livre para

poder trazer equilíbrios interno e externo no curto prazo. Deve-se lembrar, que a política monetária sob taxas flutuantes tem mais flexibilidade do que em regime de taxas fixas.

A saída de Gustavo Franco da presidência do Banco Central atingiu também outros mercados financeiros, principalmente os emergentes como os latino-americanos que foram afetados por um temor de que a crise se alastrasse, tanto que a bolsa do México fechou em -4,60%, a da Argentina em -10,4% e a de Santiago, -4,97%.

### **3.2 As Conseqüências da Desvalorização**

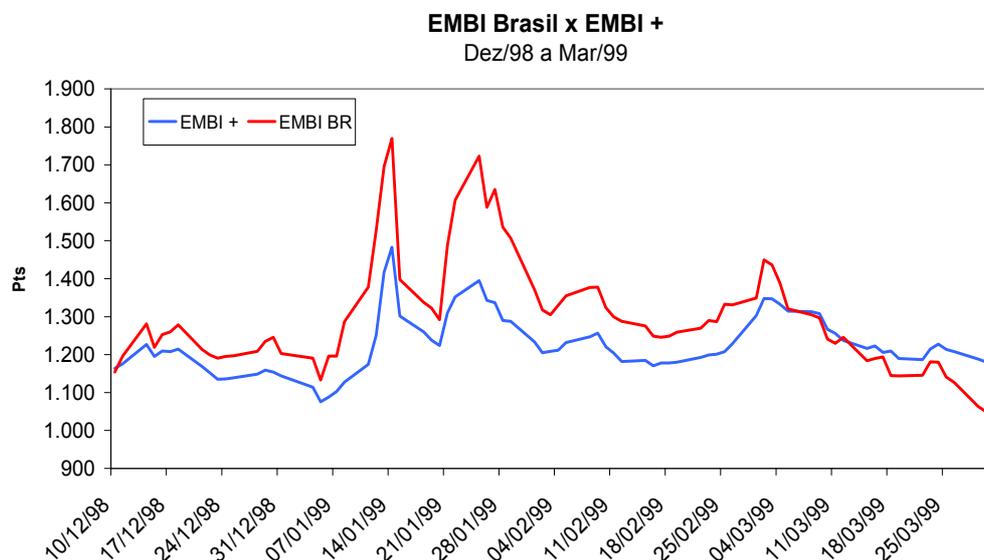
Embora tivesse havido a preocupação de se realizar uma mudança no regime cambial que tivesse o menor impacto negativo sobre os preços, deve-se destacar que a partir da desvalorização cambial verificou-se um descontrole inflacionário. Ainda assim, a aceleração da inflação no primeiro semestre de 1999 foi de uma dimensão bem menor que a desvalorização cambial.

A repassagem da desvalorização da moeda para a inflação é conhecida como *pass-through*. Mais precisamente, o *pass-through* é definido como o coeficiente da relação entre a inflação acumulada num período e a taxa de câmbio acumulada num outro período, mas existe uma defasagem de um mês entre a variação cambial e o reflexo na inflação. Um coeficiente de *pass-through* próximo de 1 é equivalente a uma total repassagem da depreciação da inflação, enquanto um coeficiente próximo de zero representa que os preços são inelásticos a uma variação nominal da taxa de câmbio. Detalhes técnicos sobre o *pass-through* serão tratados no capítulo quatro.

Os números de inflação mostram que a depreciação de 1999 não gerou uma aceleração tão forte na inflação, ou seja, que o *pass-through* não foi tão alto. O IPCA, índice de preços ao consumidor amplo, posteriormente escolhido pelo Banco Central como base para as metas de inflação, sai de 1,6% anuais para cerca de 3,5% anuais. O IPA-DI, índices de preços por atacado da Fundação Getúlio Vargas, reconhecidamente o índice mais sensível a variações na taxa de câmbio, de 1,5% anuais vai para algo como 12% anuais razoavelmente estabilizados no segundo trimestre. Ou seja, uma desvalorização de 40% acrescentou 1,7% de inflação no IPCA e cerca de 10,5% no IPA-DI.

No entanto, um cenário, de repiques inflacionários, somado a expectativas desanimadoras em relação ao país acabou gerando um ambiente cada vez mais conturbado

e turbulento. Este cenário está ilustrado no gráfico 2, que mostra o comportamento do risco do Brasil *versus* o risco dos países emergentes.



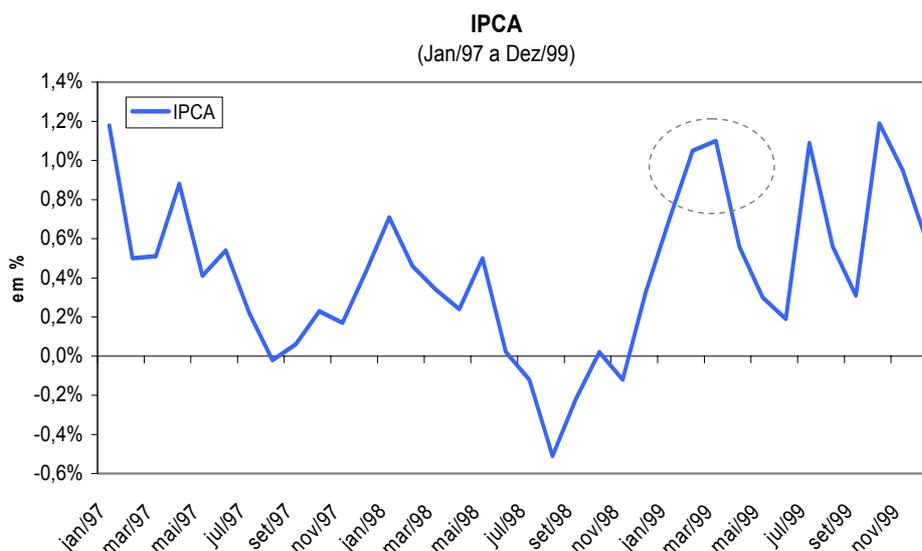
Fonte: Tendências Consultoria

### Gráfico 2

No dia 2 de fevereiro de 1999, o governo mudou novamente a direção do Banco Central. A causa para esta mudança repentina foi justificada pelo fato de no dia 29 de janeiro a instituição ter sido leniente, permitindo uma especulação desenfreada e uma desvalorização recorde do real. Sendo assim, para ocupar a presidência, no lugar de Francisco Lopes, foi indicado o economista Armínio Fraga que, mais recentemente, havia trabalhado com o megainvestidor George Soros, mas que também já tinha feito carreira no Banco Central como diretor de assuntos internacionais de 1991 a 1992.

Com a escolha de Armínio Fraga e a saída de Francisco Lopes, a equipe econômica passaria a trabalhar mais integrada, o que não vinha ocorrendo. As políticas cambial e monetária não vinham evoluindo em sintonia, pois o ministro Pedro Malan e Francisco Lopes vinham divergindo, tanto do ponto de vista operacional, quanto do conceitual.

Lopes resistia a uma puxada das taxas de juros, medida e defendida pelo FMI como forma de estancar o aumento de preços internos. A dificuldade na integração da política econômica se agravou no processo de mudança da política de câmbio controlado para o regime de taxas flutuantes. Francisco Lopes resistiu à decisão de liberar o câmbio, sendo necessário que o ministro da Fazenda se dirigisse ao Banco central para operar a mudança.



Fonte: IBGE

**Gráfico 3**

Em março de 1999, então, a nova equipe assume e como primeira necessidade, verificou que algo deveria ser feito no curto prazo que pudesse trazer um ambiente mais favorável para os mercados financeiros. No momento, as expectativas eram de que a inflação voltaria a assombrar o país e isso poderia facilmente provocar efeitos sobre a dívida.

Diante desta necessidade, o Comitê de Política Monetária (COPOM) decidiu subir a taxa de juros básica, a Selic, de 39% para 45% a.a., com viés de baixa. Este viés representa uma abertura para que o Copom possa intervir na taxa de juros sem ter que aguardar uma próxima reunião. Mais adiante, o Banco Central identificou que seria preciso dar uma maior atenção à política monetária, sendo plausível que esta fosse também modificada.

### **3.3 A Nova Política Monetária**

Desde o início de 1999, quando foi adotado um regime cambial flutuante, o Banco Central já havia admitido que para acompanhar a mudança cambial seria mais adequado mudar também a política monetária. De acordo com esta percepção e somando-se à necessidade de aplicar um regime rígido que pudesse oferecer um maior comprometimento com relação ao futuro econômico, as autoridades monetárias optaram por aderir ao regime de Metas de Inflação.

Basicamente, o sistema de metas de inflação é definido como uma administração monetária em que o governo estabelece uma meta para o índice de inflação em um

determinado período. Logo, a nova política consistiria de metas estipuladas para a inflação a serem perseguidas pelo Banco Central com responsabilidade e independência operacional nos anos seguintes. Mirando a meta predeterminada, manipulam-se outras variáveis, ou melhor, os mecanismos de transmissão para alcançar o objetivo. Assim sendo, o anúncio da nova meta ficou programado para junho de 1999 e a partir de julho deste mesmo ano o regime passou a vigorar.

Mais ainda, o regime de metas de inflação requer que as autoridades monetárias tomem decisões olhando para frente, pois há defasagem entre a decisão política e os efeitos sobre produção e preços. Mediante a isso, os formadores de políticas devem se basear em projeções de inflação, nas projeções da curva de juros e no desenvolvimento futuro de variáveis exógenas.

Desta forma, deve-se utilizar um modelo básico, cujo objetivo é permitir que os pressupostos dos formadores de política tenham fundamentos e assim possam fazer previsões de inflação. Outro ponto fundamental para que se obtivesse sucesso com a implementação do regime de metas de inflação era que as ações do Banco Central fossem transparentes dando suporte às expectativas de inflação.

Além disso, como o Brasil havia fechado um acordo com o FMI, para que este apoiasse a transição, era necessário que o programa de apoio do fundo fosse revisado. Ou seja, o que já havia sido estabelecido entre o fundo e a equipe econômica com relação ao nível de reservas internacionais e ativos internos a serem mantidos, deveria agora ser ajustado ao regime de metas de inflação.

O programa revisado em 1999 foi significativo para o desenvolvimento da meta de superávit primário, que tinha como objetivo ajustar as contas fiscais. Esta reestruturação no programa fiscal foi crucial para o sucesso da transição da política monetária e para o novo regime de taxas cambiais flutuantes. Porém, ainda assim, a razão dívida pública com relação ao PIB aumentou substancialmente.

Entretanto, em termos do controle de preços, o regime de metas de inflação foi bem sucedido, reduzindo a inflação para 8,9% durante 1999, bem abaixo das expectativas. Em 2000, mais uma redução foi alcançada, com a inflação chegando a 6%, mas, com o os problemas no setor energético e o *pass-through* da taxa de câmbio que surgiram posteriormente, a inflação subiu e excedeu o limite da banda estipulada para a meta.

## Capítulo 4 – Metas de Inflação

### 4.1 Metodologia<sup>27</sup>

Na Resolução<sup>28</sup> de 30 de junho de 1999, o Conselho Monetário Nacional (CMN) definiu o IPCA divulgado pelo IBGE como o índice de preços a ser usado no sistema de metas de inflação. As metas foram estabelecidas em 8% para 1999, 6% para 2000 e 4% para 2001 – variações acumuladas no final de cada ano.

Quando adotado o regime de metas de inflação outro ponto fundamental é que as decisões de política monetária devem ser tomadas com base na mais ampla gama de informações disponíveis. Por isso, uma mistura de modelos deve ser levada em consideração, para poder analisar a função de reação das decisões, para produzir as previsões de inflação e suas distribuições de probabilidade.

Finalmente, destaca-se a questão sobre a transparência do sistema de metas de inflação. Fazendo parte da primeira iniciativa a ser tomada, um conjunto de ferramentas de comunicação foi estabelecido para que os agentes econômicos fossem capazes de entender e monitorar as decisões do Banco Central. No caso da inflação acumulada estar se desviando da meta, seria possível que os interessados ficassem cientes do motivo.

O COPOM se encontra regularmente todo mês e as decisões são tomadas de acordo com voto da maioria. Inicialmente, as decisões seriam anunciadas imediatamente após a reunião e, ainda no segundo semestre de 1999, a Ata da reunião era divulgada duas semanas depois da reunião. No entanto, atualmente, a reunião do COPOM tem duração de dois dias e a decisão é anunciada no final do segundo dia e não logo após o término da reunião. A partir de 2000, a Ata passou a ser divulgada apenas uma semana depois da reunião, explicando as decisões e as informações por trás destas.

Foram criados relatórios de inflação que discutem os principais assuntos relacionados à performance do regime de metas de inflação<sup>29</sup>. Estes incluem explicações detalhadas dos resultados das reuniões anteriores e análises sobre a inflação futura, com ênfase especial para as suposições feitas na previsão que levou aos instrumentos de decisões monetárias.

---

<sup>27</sup> A seção referente à metodologia se baseia em BOGDANSKI, Joel; TOMBINI, Alexandre Antonio e WERLANG, S. R. C. *Implementing Inflation Target in Brazil*. Brasília: Banco Central do Brasil, 2000.

<sup>28</sup> Resolução nº 2.615.

<sup>29</sup> Disponível em <http://www.bcb.gov.br>. Acesso em set. 2003.

Os relatórios de inflação são publicados ao fim de cada trimestre, servindo de referência para o mercado ter uma melhor visão do cenário que as autoridades estão considerando e as hipóteses de possíveis mudanças e como isso pode afetar as projeções de inflação.

#### 4.1.1 Estrutura Operacional

O Departamento de Pesquisa do Banco Central, criado a partir da introdução do regime de metas de inflação, desenvolveu algumas ferramentas para dar suporte às decisões de política monetária. Entre elas está uma estrutura de modelos de mecanismo de transmissão da política monetária para os preços, complementando com modelos de projeção de inflação de curto-prazo, conduzindo indicadores de inflação e medidas de núcleo de inflação. Há também pesquisas de expectativas de inflação, de crescimento e outras variáveis econômicas relevantes, coletados pelo Departamento Econômico.

Com a intenção de construir pequenos modelos estruturais macroeconômicos, o Banco Central estudou os vários canais de transmissão da política monetária, incluindo desde taxa de juros até salário e renda.

A política monetária consiste de alguns instrumentos para ser colocada em prática, sendo os principais: taxa de juros, taxa de câmbio, preços dos ativos, crédito e expectativas. Qualquer mudança significativa nestas variáveis provoca efeitos sobre os níveis de poupança, investimento e gasto de pessoas e empresas, afetando a demanda agregada e, conseqüentemente, a taxa de inflação.

Dadas as características macroeconômicas da economia brasileira, chega-se a algumas conclusões como a de que as taxas de juros afetam o consumo de bens duráveis e investimentos num período de três a seis meses. Em suma, a transmissão da política monetária através do canal da demanda agregada leva entre seis e nove meses para operar integralmente. Outra conclusão é que através de um canal direto, mudanças na taxa de juros nominal afetam contemporaneamente a taxa de câmbio nominal e, posteriormente, a taxa de inflação, devido à alterações nas importações.

Complementando os modelos estruturais, seriam utilizados modelos de curto prazo, como o VAR<sup>30</sup> e o ARMA<sup>31</sup> bem como três premissas básicas: (i) provê uma previsão de

---

<sup>30</sup> VAR: Modelo econométrico de estimação e previsão que se denomina *Vector Autoregressive* ou em português, modelo de auto-regressão vetorial.

<sup>31</sup> ARMA: outro modelo econométrico que se denomina *Autoregressive Moving Average* e é utilizado para estimar ou prever séries temporais.

curto prazo para a taxa de inflação e permite comparar com as previsões resultantes do modelo estrutural. (ii) permite o uso da previsão da inflação resultante dos modelos como instrumento de estimação da taxa de juros real *ex ante*<sup>32</sup>, assim como a regra de taxa de juros *forward-looking*<sup>33</sup> e (iii) permite simular os choques para específicos componentes do IPCA, como por exemplo, variações nos preços fixados pelo setor público.

O modelo estrutural básico desenvolvido pelo departamento de pesquisa do Banco Central utiliza as seguintes equações: Demanda Agregada, representada pela curva IS; Oferta Agregada, representada pela curva de Phillips; Câmbio e Regra de Juros.

#### 4.1.1.1 Curva IS

A especificação básica da Curva IS calculada em frequência trimestral é:

$$(I) h_t = \beta_0 + \beta_1 h_{t-1} + \beta_2 h_{t-2} + \beta_3 r_{t-1} + pr_{t-1} + \iota^h$$

Sendo:

h: hiato do produto

r: taxa real de juros

$\iota^h$ : choque de demanda

$pr_{t-1}$ : necessidade de financiamento do setor público

Obs.: os valores estão em logaritmos (logs).

A partir de 2001, introduziu-se a inclinação da estrutura a termo na demanda agregada. As taxas de juros mais longas foram inseridas, pois os agentes tomam as suas decisões de consumo e investimento considerando-as também.

Logo, a curva IS tomou a seguinte especificação:

$$(II) h_t = \beta_0 + \beta_1 h_{t-1} + \beta_2 h_{t-2} + \beta_3 r_{t-1} + pr_{t-1} + \beta_4 e_{t-1} + \beta_5 IC_{t-1} + \iota^h$$

Sendo:

IC: a inclinação da curva de juros (diferença entre os logs do SWAP de seis meses e a Selic).

---

<sup>32</sup> Variável explicativa da equação de demanda agregada em um dos modelos estruturais de estimação.

<sup>33</sup> Uma das equações dos modelos estruturais.

### 4.1.1.2 Curva de Phillips

- *Backward-Looking:*

$$(II) \Pi_t = \alpha_1 \Pi_{t-1} + \alpha_2 \Pi_{t-2} + \alpha_3 h_{t-1} + \alpha_4 \Delta(p_{tf} + e_t) + \varepsilon_t$$

Sendo:

$\Pi_t$ : inflação

$p_{tf}$ : índice de preços ao produtor estrangeiro

$e$ : taxa de câmbio

$\Delta$ : operador de primeira diferença

Obs.: Valores em log

Teoria das Expectativas Adaptativas: A inflação passada explica a inflação corrente combinadamente com a taxa de câmbio,  $p_f$ ,  $h$  e choques de oferta..

- *Forward-looking:*

$$(III) \Pi_t = \alpha_1 \Pi_{t-1} + \alpha_2 E_t (\Pi_{t+1}) + \alpha_3 h_{t-1} + \alpha_4 \Delta (p_{tf} + e_t) + \varepsilon_t$$

Obs.: Variáveis em log.

$E(.)$  corresponde ao operador das expectativas com base nas informações disponíveis em  $t$ .

**Combinando as duas anteriores:**

$$(IV) \Pi_t = (\alpha_{1f} + \alpha_{1b})/2 \Pi_{t-1} + \alpha_{2f}/2 E_t (\Pi_{t+1}) + \alpha_{2b}/2 \Pi_{t-2} + (\alpha_{3f} + \alpha_{3b})/2 h_{t-1} + (\alpha_{4f} + \alpha_{4b})/2 \Delta (p_{tf} + e_t) + \varepsilon_{th}$$

### 4.1.1.3 Câmbio

O câmbio nominal é determinado pela equação que relaciona mudanças esperadas na taxa de câmbio entre dois países com os seus diferenciais de taxas de juros e prêmio de risco:

$$(V) \Delta e_t = \Delta i_{tf} + \Delta x_t - \Delta i_t + \varepsilon$$

$i$ : taxa de juros doméstica

$i_t$ : taxa de juros externa

$x_t$ : prêmio de risco

Como há a hipótese de que o prêmio de risco responde à situação fiscal, é feita uma ligação da curva IS dada em (I) com a equação (V):

$$(VI) \Delta X_t = \alpha_1 \Delta X_{t-1} + \alpha_2 \Delta PR_{t-3} + \sum_{j=3}^n \alpha_j \Delta Z_{j,t-t_j}$$

#### 4.1.1.4 Regras de Política Monetária

O primeiro instrumento de política monetária é a taxa de juros de curto prazo controlada pelo Banco Central. Para fazer uma simulação de qualquer variável do modelo, é necessário escolher uma regra de política monetária a ser seguida. A regra de taxa de juros pode ser dividida em: trajetória futura exógena de taxa de juros nominais ou reais, ou uma regra de combinações linear entre as variáveis do sistema, ou ainda uma regra de reação ótima.

#### Combinação Linear do Sistema de Variáveis

$$i_t = (1-\gamma)i_{t-1} - \gamma (\omega_1(\Pi_t - \Pi^*) + \omega_2 h_t + \omega_3)$$

$\Pi^*$ : meta para inflação

Obs.: Valores em log

O modelo é, então, determinado pela combinação das equações (I'), (IV'), (V) e (VI) mais a especificação do *pass-through*, a formação das expectativas e as regras de política monetária.

#### 4.1.1.5 O Pass-Through

Para melhor analisar a Curva de Phillips é preciso olhar com mais detalhe para o *pass-through* da taxa de câmbio sobre a inflação doméstica. Por isso, é interessante analisar o estudo feito por Goldfajn e Werlang<sup>34</sup>, onde o *pass-through* é calculado a partir da estimação da equação que tem a inflação como função da depreciação acumulada da taxa de câmbio real, da sobrevalorização da taxa de câmbio nominal, do desvio do PIB, da taxa de inflação inicial e da abertura da economia.

---

<sup>34</sup> *The Pass-Through From Depreciation to Inflation: A Panel Study*. Brasília: Banco Central do Brasil, 2010

A equação, uma especificação de uma equação da curva de Phillips não-linear, é a seguinte:

$$\pi_{t,t+j} = \beta_0 + \beta_1(e_t - e_{t-1}) + \beta_2 RER_{t-1} + \beta_3 h_{t-1} + \beta_4 \pi_{t-1} + \beta_5 OPE_{t-1} + u_t$$

$$\text{onde } \beta_1 = \beta_6 + \beta_7 RER_{t-1} + \beta_8 h_{t-1} + \beta_9 \pi_{t-1} + \beta_{10} OPE_{t-1}$$

$(e_t - e_{t-1})$ : primeira diferença do câmbio nominal;

Sendo:

RER: desvio da taxa de câmbio real em relação a uma taxa de equilíbrio (calculado a partir do filtro H-P)

$h_{t-1}$  : hiato do produto

$\pi$  : inflação medida pelo IPC

OPE : abertura da economia - exportações e importações em relação ao PIB.

A regressão utiliza *dummies* para os choques e planos de estabilização do período analisado. Da equação, gerada pela regressão, obtém-se a estimação do coeficiente  $\beta_1$  (*pass-through*), em que se vê um *lag* de um ou mais períodos para que a mudança na taxa de câmbio surta efeito na inflação<sup>35</sup>.

Poderíamos pensar que mudanças cambiais pudessem afetar diretamente o preço dos importados e em conseqüência, a inflação, entretanto, O resultado é menor do que o esperado inicialmente.

A taxa de câmbio real afeta o *pass-through*, tendo importância na determinação de futuras desvalorizações. No entanto, as desvalorizações mencionadas nem sempre acarretam alta inflação, porém, se a moeda já está desvalorizada, então, é possível que haja um repasse, pois assim a moeda se aprecia, como efeito da inflação.

---

<sup>35</sup> O conceito com relação ao coeficiente do *pass-through* está explicado no Capítulo 3.

## 4.2 Governo FHC<sup>36</sup>

### 4.2.1 Ano de 1999: a partir da adoção do sistema de metas de inflação

O cenário descrito pelo Relatório de Inflação de setembro, que inclui análise dos meses de julho, agosto e setembro, os países emergentes, embora com alguma fragilidade, já mostram menos instabilidade e os países industrializados indicam evolução favorável na economia.

Na análise da atividade econômica brasileira, esta se mostrava mais intensa, mas ainda inferior ao mesmo período no ano anterior. Na mesma linha, notou-se que os níveis de utilização da capacidade instalada, assim como o nível de produtividade e o do custo unitário do trabalho, não indicavam pressões inflacionárias. Também não se previa aumento de preços significativos pelo lado da demanda interna.

A inflação analisada foi mais alta nos meses de julho, outubro, novembro e dezembro. No primeiro mês a alta foi justificada pelo aumento dos preços administrados, que sazonalmente se elevam no mês de julho. Porém, no final do terceiro trimestre houve uma desaceleração dos preços, principalmente pelo esgotamento dos efeitos dos reajustes nos combustíveis e nas tarifas públicas. Já em outubro e novembro, os preços voltaram a acelerar, pressionados pelo aumento dos preços agrícolas.

Os índices gerais que, além dos preços ao consumidor também incluem os preços no atacado, registraram alta ainda maior do que o IPCA no segundo semestre de 1999. As variações destes índices se explicam pelos preços agrícolas e pelos preços industriais, pressionados pelas cotações das matérias-primas e pela desvalorização cambial.

No final do ano, a taxa de câmbio já apresentava sinais de valorização e a demanda estava se recuperando de forma lenta. No auxílio da estabilidade dos preços, destacou-se também a política fiscal que estava sendo conduzida com seriedade. Diante deste cenário, o Copom, em dezembro, optou por manter a Selic em 19% a.a.

No primeiro ano do sistema de metas de inflação, o IPCA fechou o ano em 8,9%, o que permitiu o cumprimento da meta anual, lembrando que a meta fixada para 1999 era de 8,0% para o IPCA, admitindo desvios de dois pontos percentuais.

---

<sup>36</sup> Relatório de Inflação do Banco Central do Brasil, dez. 1999. Disponível em <http://www.bcb.gov.br>. Acesso em set. 2003.

#### 4.2.2 Ano de 2000<sup>37</sup>

A economia brasileira mostrou bom desempenho durante o primeiro semestre de 2000, tendo o PIB crescido 3,84% no primeiro semestre em comparação com o mesmo período de 1999. O crescimento da economia foi bastante favorecido pela recuperação da indústria que, no ano anterior havia tido bom desempenho.

No primeiro semestre, apesar da retomada do bom resultado do nível da atividade econômica, a inflação mostrou desaceleração. No entanto, a taxa de inflação registrou alta em julho e agosto, o que era esperado, mas não na magnitude que se evidenciou.

A alta neste período foi explicada pelas condições climáticas adversas que levaram ao aumento dos preços dos alimentos *in natura* e estimularam os preços de carnes e de leite e derivados. Houve também repique nos preços de derivados da cana-de-açúcar.

Como o crescimento da massa salarial se deu gradualmente, a produção de bens de consumo não-duráveis e semiduráveis teve resposta lenta. Por conseguinte, a demanda e oferta agregada apontavam para manutenção da estabilidade de preços.

Com base no relatório de dezembro de 2000, constatou-se que aquele ano foi, no geral, caracterizado por recuo da inflação com crescimento da economia. Segundo o IBGE, o PIB acumulava no ano 3,8% até o terceiro trimestre, liderado pela indústria. Esse aumento do nível de atividade foi proporcionado pela expansão do crédito, crescimento das exportações de manufaturados, melhora das expectativas e do investimento e pela recuperação dos preços agrícolas. Em consequência do aumento do produto, houve melhora também no mercado de trabalho, com criação de novos postos de trabalho.

No final de 2000, a inflação chegou a 5,97%, acumulada em 12 meses terminados em dezembro, logo, mais um ano em que a meta de inflação estipulada foi cumprida, pois a meta para o ano de 2000 era de 6,0% a.a., com limite de tolerância de 2,0 pontos percentuais.

---

<sup>37</sup> Relatórios de Inflação do Banco Central do Brasil, mar., jun. set. e dez. 2000. Disponível em <http://www.bcb.gov.br>. Acesso em set. 2003

### 4.2.3 Ano de 2001

O ano de 2001 foi o primeiro ano em que não foi possível cumprir com a meta estabelecida para a inflação. Alguns fatores externos e domésticos foram os responsáveis pelo descumprimento da meta.

Conforme havia sido estabelecido no Decreto nº 3.088, de 21 de junho de 1999, que instituiu formalmente o regime de metas para a inflação no Brasil, o presidente do Banco Central da época, Armínio Fraga, escreveu uma carta, chamada de Carta Aberta<sup>38</sup>, ao Ministro da Fazenda, Pedro Malan. No decreto, ficou decidido que, em caso de não cumprimento da meta:

*(...) o Presidente do Banco Central do Brasil divulgará publicamente as razões do descumprimento, por meio de carta aberta ao Ministro da Fazenda, que deverá conter:*  
*I - descrição detalhada das causas do descumprimento*  
*II - providências para assegurar o retorno da inflação aos limites estabelecidos; e o prazo no qual se espera que as providências produzam efeito.*

Na carta foi feita uma análise da conjuntura econômica no ano de 2001. De acordo com esta análise, domesticamente, o país enfrentou uma crise no setor de energia e, no âmbito externo, houve a desaceleração da economia mundial, o ataque terrorista de 11 de setembro nos Estados Unidos e a crise da Argentina.

Todos estes eventos contribuíram para fortes pressões sobre a taxa de câmbio, que chegou ao mês de dezembro com uma desvalorização acumulada do real de 20,9%. Logo após o atentado de 11 de setembro, em outubro, a cotação do real atingiu o seu pico de R\$ 2,84 por dólar. Mesmo diante de um evento como este, o Copom preferiu manter a Selic, que estava em 19% a.a. inalterada até o final do ano. Esta política foi defendida tanto na Carta Aberta, quanto por Minella, Freitas, Goldfajn e Muinhos<sup>39</sup> argumentando:

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

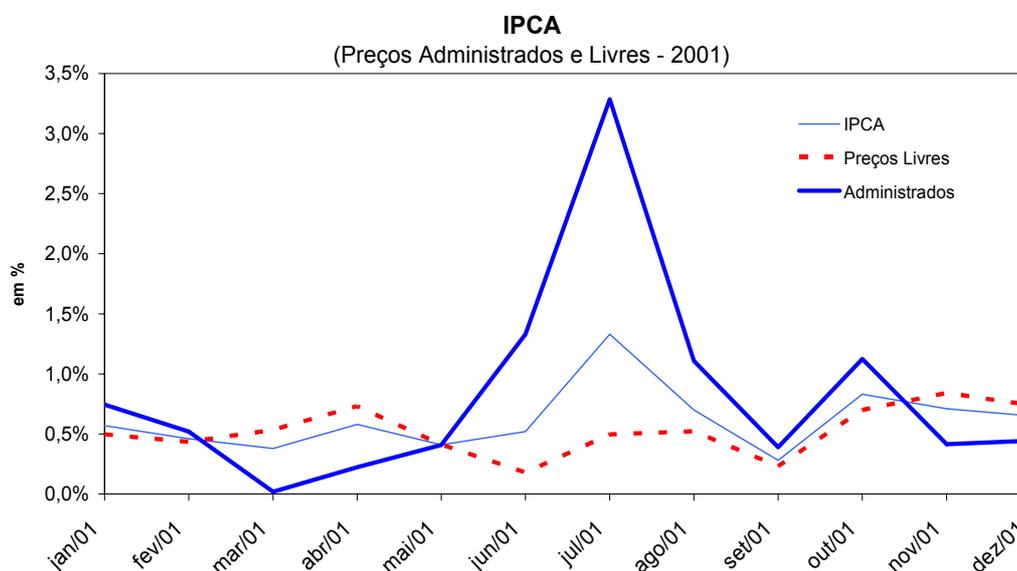
Naturalmente, a desvalorização do real levou a pressões inflacionárias, mas além disso, internamente houve uma forte pressão advinda dos preços administrados. Os preços

---

<sup>38</sup> *Carta Aberta*. Brasília: Banco Central do Brasil, 2002.

<sup>39</sup> *Inflation Targeting in Brazil: Constructing Credibility under Exchange Rate Volatility*. Brasília: Banco Central do Brasil, 2003.

administrados<sup>40</sup> como já mencionados anteriormente são os preços diretamente regulados pelo governo, dentre eles estão incluídas, as tarifas de energia elétrica e a gasolina que foram os principais responsáveis pelo repique inflacionário deste grupo.



Fonte: IBGE

**Gráfico 4**

Portanto, a inflação de 2001 foi desviada da meta basicamente por causa da depreciação cambial e devido ao aumento dos preços administrados. Já que esses dois eventos podem ser considerados não recorrentes, se excluídas essas variações, a inflação do IPCA, como foi calculada pelo Banco Central, seria de 4,3%, valor que se aproxima da meta.

#### **4.2.4 Ano de 2002**

Com base na análise feita na Carta Aberta<sup>41</sup> do atual Presidente do Banco Central ao Ministro da Fazenda, avaliava-se que no início do ano a conjuntura econômica era favorável, caracterizada pela estabilidade do câmbio em patamar próximo a R\$ 2,40 e pela projeção da inflação para 2002 em linha com a meta ajustada. Diante disto, o Copom decidiu relaxar a política monetária, promovendo reduções na taxa de juros.

<sup>40</sup> A definição de preços administrados foi alterada pelo Copom em julho de 2001 para incluir um conjunto ampliado de itens com peso 30,7% no IPCA. Os pesos dos itens ficaram: eletricidade (3,87%), gasolina (4,43%), telefone fixo (3,02%), ônibus urbano (4,61%), plano de saúde (2,55%), água e esgoto (1,64%), gás de bujão (1,35%), entre outros.

<sup>41</sup> Carta Aberta do Banco Central do Brasil. Brasília: Banco Central do Brasil, 2003.

Na 68ª Ata do Copom, referente ao mês de fevereiro, a decisão de corte de juros é explicada abaixo:

*A administração do sistema de metas para a inflação requer do Copom um esforço de entendimento e quantificação dos vários choques inflacionários de forma a se calibrar adequadamente a política monetária. (...). Assim sendo, o desvio entre a inflação projetada e o centro da meta para 2002 é aproximadamente equivalente à contribuição do choque primário dos preços administrados por contrato e monitorados. Este desvio não deve ser necessariamente corrigido pela política monetária na medida em que esta deva ser orientada no sentido de eliminar apenas o efeito secundário dos choques de oferta sobre a inflação, preservando o realinhamento inicial dos preços relativos.*

*Além disso, em função da magnitude dos choques de oferta ocorridos em 2001, o Copom entende que o prazo apropriado para se eliminar a inércia herdada pode se estender além do ano calendário. (...)*

Seguindo a análise da Carta Aberta, chegando aos meses de agosto e setembro, o Copom manteve a taxa de juros em 18% a.a. uma vez que as projeções de inflação para 2003 estavam em linha com a meta ajustada. O relatório de inflação de setembro de 2002 tinha como cenário básico, uma taxa de câmbio a R\$ 3,20 e mediana das expectativas para a inflação de 2003 em 5,20%.

Entretanto, o cenário doméstico deteriorou-se substancialmente a partir dos últimos dias de setembro, com a taxa de câmbio atingindo R\$ 3,90 ao final do mês. A permanência do câmbio em níveis depreciados e a publicação de indicadores preliminares de índices de preços projetando aumento da inflação em outubro, contaminaram as expectativas de inflação para 2003. Entre 16 de setembro e 11 de outubro, a mediana das expectativas para 2003 coletadas pela Gerin elevou-se de 5,20% para 5,58%. As projeções de inflação do Copom também aumentaram naquele período, levando o Comitê a realizar reunião extraordinária, na qual se decidiu aumentar a meta para a taxa Selic em 300 pontos bases, situando-se a em 21% ao ano.

O cenário doméstico foi bruscamente alterado, pois a moeda sofreu uma depreciação decorrente de uma aversão ao risco nos mercados de capital internacional e, principalmente, por causa da crise de confiança gerada pelas dúvidas com relação ao futuro das políticas macroeconômicas brasileiras sob o novo governo. As taxas de rolagem da dívida pública doméstica caíram consideravelmente e a economia brasileira se deparou com uma súbita parada de fluxos de capital, o que gerou uma significativa depreciação nominal na taxa de câmbio. A taxa de câmbio em 2002 elevou-se 53,5% e o risco-país aumentou de 750 pontos base em abril de 2002 para 2.400 pontos no final de setembro do mesmo ano.



Fonte: Tendências Consultoria

**Gráfico 5**

Em novembro e dezembro houve elevação da Selic novamente, pois caso isso não ocorresse, a taxa de juros real *ex-ante* cairia, o que facilitaria a propagação dos choques de oferta e permitiria que aparecessem seus efeitos secundários na inflação.

**Tabela 5**

<b>Reuniões do Copom em 2002</b>			
	Data		Selic
jan/02	23.01.2002	24.01.2002	19,00
fev/02	20.02.2002	21.02.2002	18,75
mar/02	20.03.2002	21.03.2002	18,50
abr/02	17.04.2002	18.04.2002	18,50
mai/02	22.05.2002	23.05.2002	18,50
jun/02	19.06.2002	20.06.2002	18,50
jul/02	17.07.2002	18.07.2002	18,00
ago/02	21.08.2002	22.08.2002	18,00
set/02	18.09.2002	19.09.2002	18,00
Extraordinária	14.10.2002	15.10.2002	21,00
out/02	23.10.2002	24.10.2002	21,00
nov/02	20.11.2002	21.11.2002	22,00
dez/02	18.12.2002	19.12.2002	25,00

Fonte: Banco Central

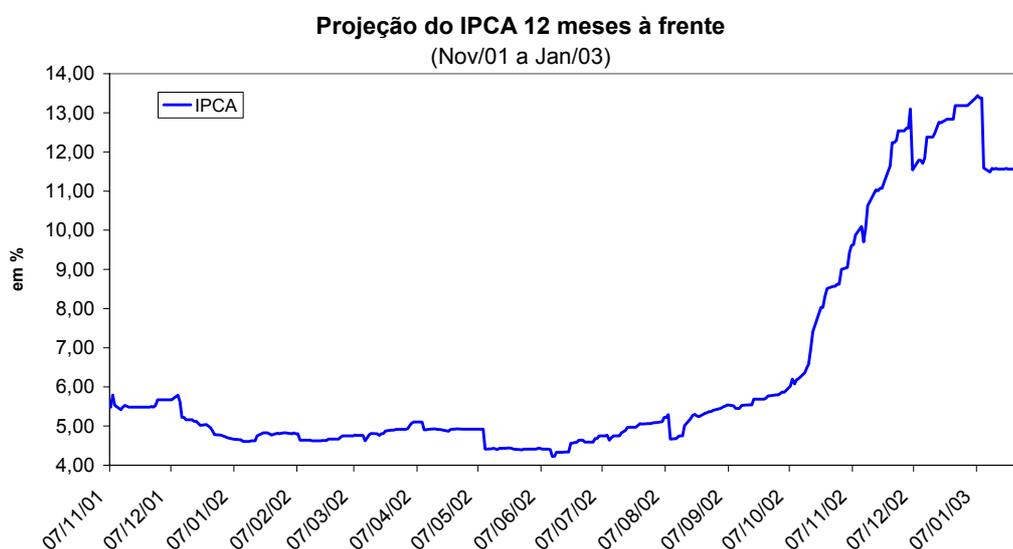
Deve-se destacar que, mesmo tendo sido observados reajustes positivos para a maioria dos itens que compõem o IPCA, a inflação observada no último trimestre de 2002 pode ser bem mais caracterizada como uma mudança de preços relativos entre bens comercializáveis e não comercializáveis. Desta forma, a elevação de taxa de juros teve por objetivo inibir os reajustes de preços, contribuir para a coordenação das expectativas de

inflação e evitar a propagação dos choques de oferta, restringindo o aumento generalizado dos preços.

Para avaliar a condução da política monetária em 2002, devem ser levados em consideração três fatores importantes. Em primeiro lugar, a trajetória da taxa de câmbio, dos preços administrados e das expectativas de inflação ocorrida em 2002, foi bastante diferente daquela prevista no início do ano.

Em segundo lugar, em função desse desvio de trajetória, o choque ocorrido no quarto trimestre foi muito maior do que o esperado.

Por último, a atuação da política foi capaz de controlar as expectativas de inflação na maior parte do ano. O gráfico 6, a seguir, mostra a evolução das expectativas de inflação 12 meses à frente desde o final de 2001. Como vemos, somente no último trimestre de 2002, com o agravamento da crise de confiança, a mediana das expectativas descolou-se da tendência que vinha seguindo e bateu 13,38%. Esta deterioração das expectativas ensejou os aumentos da taxa de juros no último trimestre do ano, que permitiram que as expectativas retornassem para níveis compatíveis com meta para a inflação.



Fonte: Banco Central

**Gráfico 6**

O Banco Central executou a política monetária com base na avaliação da tendência futura da inflação. Para tanto, utiliza as melhores informações disponíveis tanto quantitativas, processadas através de modelos estruturais, simulações e outras medidas estatísticas, quanto qualitativas e desagregadas, que exigem uma avaliação mais subjetiva.

Ou seja, o Banco Central não segue uma política de atingir a meta para inflação a qualquer custo; o Banco Central leva em consideração a natureza e persistência dos choques e os custos associados sobre o nível de atividade.

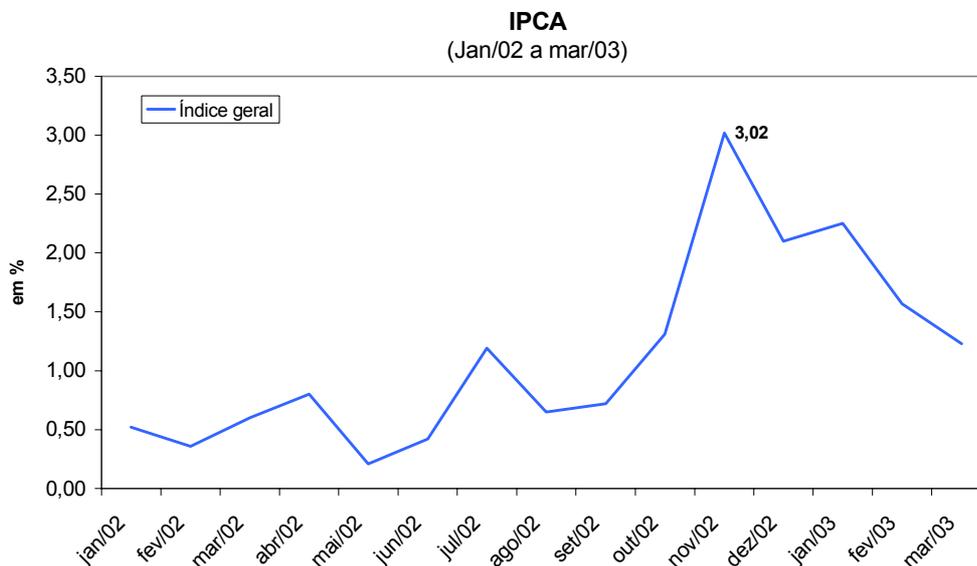
Para tanto, o Copom trabalha com o conceito de meta ajustada, no qual, à meta preestabelecida pelo CMN, adicionam-se a inércia da inflação herdada do ano anterior a ser acomodada naquele ano e o efeito primário do choque dos preços administrados por contrato e monitorados.

## 4.3 Governo Lula

### 4.3.1 A Transição de Governo

Em 2003, ano marcado por mudanças relevantes no sistema de metas, completam-se cinco anos de metas. Dentro deste período, a meta não foi cumprida em dois anos — 2001, 2002 — e possivelmente não será cumprida em 2003.

No ano de 2002, a taxa de inflação, o IPCA, chegou a 12,53% ao ano, enquanto que a meta era de 3,5%, com tolerância de 2 pontos percentuais.



Fonte: IBGE

### Gráfico 7

Como não houve o cumprimento da meta para 2002, assim como em 2001, o Presidente do Banco Central precisaria explicar o porquê. A Carta Aberta foi escrita em 21 de janeiro de 2003, pelo então Presidente do Banco Central, Henrique Meirelles, que havia assumido no dia primeiro de janeiro. Isto mostra como a transição do governo de Fernando

Henrique para o governo Lula foi amena, não causando mudanças bruscas, como se imaginava.

Meirelles esclareceu que 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. Estes fatores se refletiram em turbulências no mercado financeiro doméstico, em dificuldades na administração da dívida pública e em quedas bruscas no financiamento externo do país, com conseqüências negativas sobre a inflação e o nível de atividade na economia. Alguns pontos que merecem destaque:

- Diminuição da demanda por títulos públicos; as taxas de rolagem reduziram-se fortemente;
- Queda do financiamento externo;
- Os fluxos de capital para os países emergentes caíram de US\$ 140,4 bilhões em 2001 para US\$ 124,7 bilhões em 2002;
- A crise de confiança interna aliada à crescente aversão global ao risco teve impactos relevantes sobre a economia; a conta corrente do Balanço de Pagamentos sofreu um forte ajuste, com o déficit caindo de US\$ 23,2 bilhões em 2001 (4,6% do PIB) para cerca de US\$ 7,8 bilhões em 2002 (1,7% do PIB);
- As dificuldades refletiram-se principalmente sobre a taxa de câmbio e as expectativas de inflação. A depreciação acentuada da taxa de câmbio e a deterioração das expectativas tiveram fortes impactos sobre a inflação, levando ao descumprimento da meta para o ano de 2002;
- Nesse sentido, o não cumprimento da meta em 2002 pode ser atribuído a três fatores: i) forte depreciação cambial; ii) evolução dos preços administrados por contrato e monitorados; e iii) deterioração das expectativas para a inflação.

**Tabela 6**

<b>Inflação em 2002</b>	
Inflação ocorrida (IPCA)	12,53
excluindo o repasse cambial	8,92
excluindo preços administrados	5,98
excluindo impacto expectativas	4,3

Fonte: Carta Aberta, Banco Central.

Depois de tanta especulação e expectativas em relação ao novo governo, principalmente no que se referia às medidas econômicas que seriam tomadas, veio a

surpresa. O governo petista, tanto temido pelos investidores de todo o mundo, assumindo em 2003, levou em consideração os pontos desfavoráveis de um sistema de metas em um país como o Brasil, mas optou pela continuidade. Entre outras decisões, no que tange à questão de controle de preços, as autoridades econômicas escolheram seguir utilizando o sistema de metas de inflação.

Na Carta Aberta, Meirelles explica os motivos que levaram ao descumprimento da meta em 2002, esclarecendo as providências e prazos para a convergência da inflação para as metas.

O principal objetivo da política monetária em 2003 fica definido que será perseguir uma trajetória de convergência para as metas definidas anteriormente pelo CMN e recentemente reafirmadas pelos ministros da área econômica (4% em 2003 e 3,75% em 2004, com tolerância de 2,5 p.p.), considerando que essa convergência não se dará instantaneamente. Neste sentido, a política monetária é calibrada de forma a conduzir a inflação a níveis compatíveis com as metas no médio prazo e evitar que a inflação se acomode em um patamar mais elevado.

Diante disso, a convergência é definida com base nas metas ajustadas para os próximos anos, que consiste na soma de três componentes: i) a meta para a inflação preestabelecida pelo CMN; ii) os impactos inerciais da inflação do ano anterior; e iii) o efeito primário dos choques de preços administrados por contrato e monitorados. O efeito primário corresponde à parte da inflação dos administrados por contrato e monitorados que excede a meta, descontando dos efeitos do câmbio e da inércia inflacionária. A meta ajustada poderá ser alterada, à medida que ocorram novas estimativas para o efeito primário do choque dos preços administrados por contrato e monitorados.

Com o cálculo de que a inflação dos preços administrados seja de 14% e que um terço da inércia seja combatido neste ano, a meta ajustada para 2003 ficou determinada em 8,5%. Já para 2004, a meta ajustada de inflação é de 5,5%, utilizando como hipótese a inflação dos preços administrados de 7,6%. A tabela 7, a seguir, mostra a composição da meta ajustada para a inflação de 2003 e 2004.

**Tabela 7**

<b>Tabela: Meta Ajustada para a Inflação de 2003 e 2004</b>		
Item	2003	2004
1 Meta para a Inflação Decidida pelo C.M.N	4,0	3,8
2 Choque dos Preços Administrados e Monitorados	1,7	1,1
3 Inércia a Ser Combatida nos Anos Seguintes	2,8	0,6
Inércia Herdada do Ano Anterior (total)	4,2	1,0
Sobre os Preços Administrados	1,4	0,4
Sobre os Preços Livres	2,8	0,6
4 Meta Ajustada (= 1 + 2 + 3)	8,5	5,5

Fonte: Carta Aberta – Banco Central

A decisão de perseguir uma trajetória de inflação com base nessas metas ajustadas leva em conta que a política monetária será capaz de fazer com que a inflação convirja para o intervalo de tolerância da meta de dois anos. Outras trajetórias com quedas de inflação mais acentuadas implicam perdas expressivas do crescimento do produto. Simulações baseadas em um conjunto de hipóteses indicam que uma trajetória de convergência da inflação que alcançasse em 2003 o limite superior do intervalo de tolerância da meta, 6,5%, resultaria em uma queda do PIB de 1,6%. Mais ainda, uma trajetória que alcançasse o centro da meta de 2003, 4%, implicaria uma contração do PIB ainda maior, de 7,3%.

Para se atingir as metas ajustadas, a inflação acumulada em 12 meses deveria permanecer em torno de 14% até o terceiro trimestre de 2003. Esse patamar elevado se justificaria, em primeiro lugar, porque a inflação anormalmente elevada ocorrida no último trimestre de 2002, estaria incorporada ao cálculo da inflação acumulada. Além disso, nos primeiros meses de 2003, a inflação dos preços livres provavelmente sofreria os efeitos inerciais da inflação do ano anterior.

Por fim, os reajustes das tarifas de energia elétrica e dos serviços telefônicos, que se concentram em junho e julho, deveriam incorporar a depreciação cambial e a elevada inflação medida pelos IGPs durante o segundo semestre de 2002. Com a dissipação desses efeitos e à medida que fossem retiradas do cálculo as inflações elevadas de novembro e dezembro de 2002, a inflação acumulada em 12 meses deveria cair rapidamente no último trimestre de 2003.

A partir de 2004, a inflação continuaria em queda até atingir 5,5% em dezembro. A inflação menor em 2004 do que em 2003 se justifica, pois as expectativas melhorariam ao longo do tempo, a inércia seria mais baixa e a depreciação cambial não estaria mais tão

presente, logo, haveria uma redução dos preços livres e sobre os preços administrados por contrato e monitorados.

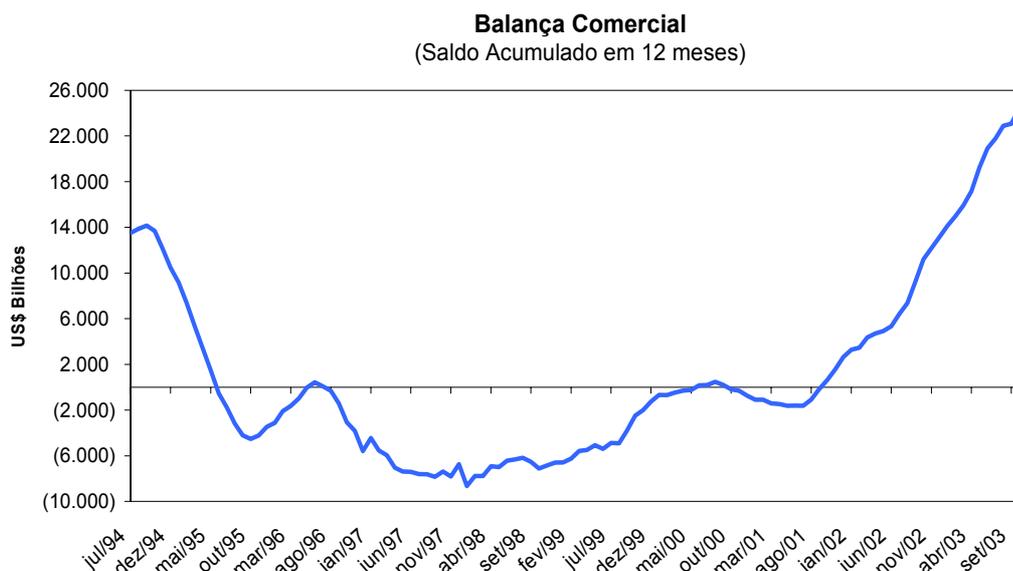
#### **4.3.2 Um Ano de Governo**

O choque sofrido no segundo semestre de 2002 trouxe conseqüências não só para os preços, como também em outras áreas da economia. Ainda que o novo governo tenha adotado políticas econômicas que mantenham, basicamente, a proposta de manter o modelo econômico do governo anterior, até que isto ficasse claro e que o governo conseguisse transmitir a segurança de que isto seria possível, a economia passou por um período de ajuste árduo.

No último trimestre de 2002, o nível de atividade mostrou trajetória de crescimento, tendência observada desde o início do ano. Sobretudo no segundo semestre, os saldos crescentes da balança comercial constituíram-se na principal sustentação deste comportamento.

Apesar deste desempenho, alguns indicadores divulgados nos três primeiros meses de 2003, revelaram que a atividade econômica estava diminuindo o ritmo e até mesmo recuando. Entre os fatores que levaram a este resultado, assinalam-se, as perdas do poder aquisitivo dos rendimentos, sobretudo com o recrudescimento da inflação no último trimestre do ano passado, a elevação das taxas de juros e a persistência de incertezas, também decorrentes do contexto internacional.

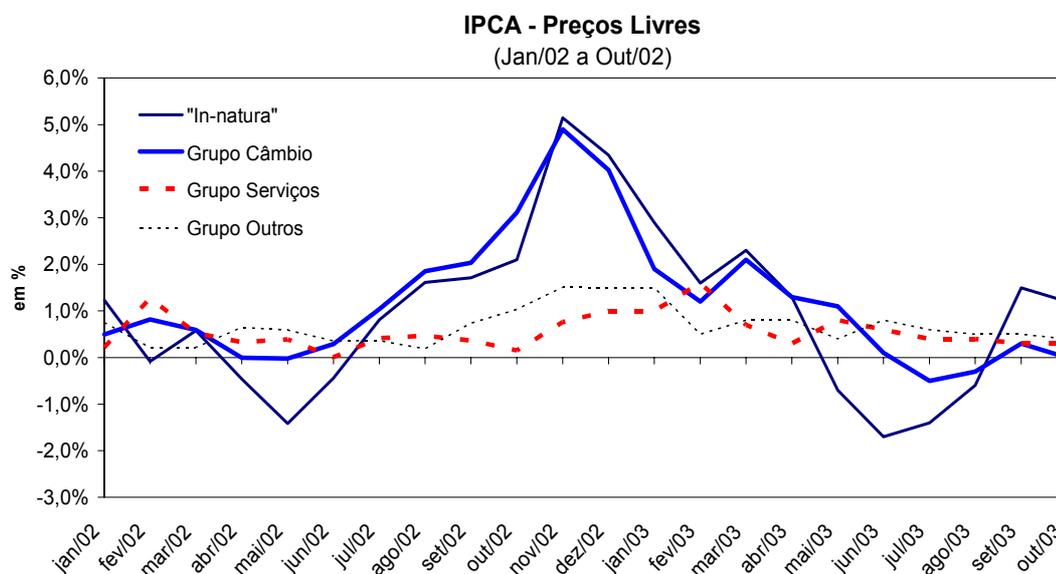
Em contrapartida, existiam alguns fatores que atenuavam estes efeitos negativos sobre a economia, como a própria balança comercial (veja Gráfico 8), o desempenho positivo do setor agrícola e os desembolsos do FGTS.



Fonte: Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior

### Gráfico 8

A contribuição favorável da safra agrícola sobre a trajetória de preços foi relativamente discreta. As variações de preços dos produtos industrializados, em parte influenciados pelo câmbio e taxas de inflação, não mostraram arrefecimento, assim como os produtos *in natura*, por razões sazonais.



Fonte: IBGE

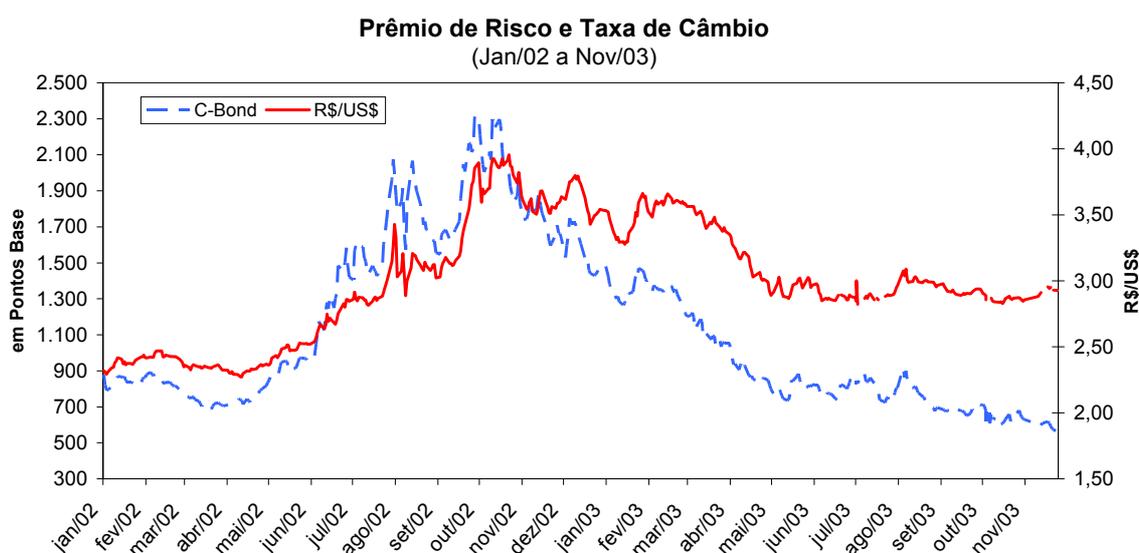
### Gráfico 9

Ao lado da política monetária, o novo governo se comprometeu a respeitar e dar continuidade às conquistas do governo anterior com relação à política fiscal. O

comprometimento do governo com a disciplina fiscal pode ser evidenciado pelo aumento de 0,5 p.p. do PIB para a meta de superávit primário para o ano; os números das contas públicas indicam que a meta será cumprida. Este aumento contribui para a estabilidade do estoque da dívida pública.

Adicionalmente, o governo também afirmou que pretendia colocar em prática as reformas, pelo menos a da previdência e a tributária. As reformas foram encaminhadas e até aprovadas nos primeiros estágios. Esta atitude responsável do atual governo gerou e tem gerado benefícios para a eficácia da política monetária no ano de 2003, principalmente porque tem criado confiança e dado credibilidade às ações do governo.

Ao contrário do que ocorreu no final do ano passado, verifica-se o restabelecimento de captações de títulos e a progressiva melhora na taxas de rolagem, associada à recuperação do crédito de curto prazo. O prêmio de risco C-Bond, título externo brasileiro mais negociado, caiu vertiginosamente durante o ano de 2003, estando hoje num patamar em torno de 500 pontos, como pode ser visto no Gráfico 10, a seguir<sup>42</sup>. Aliado a isso a recuperação das taxas de rolagem levaram a estabilidade na taxa de câmbio. Logo, a evolução da taxa de câmbio com menos volatilidade favoreceu significativamente o arrefecimento da inflação, pois o câmbio deixou de exercer pressão sobre os preços, como pode ser visto no mesmo Gráfico.

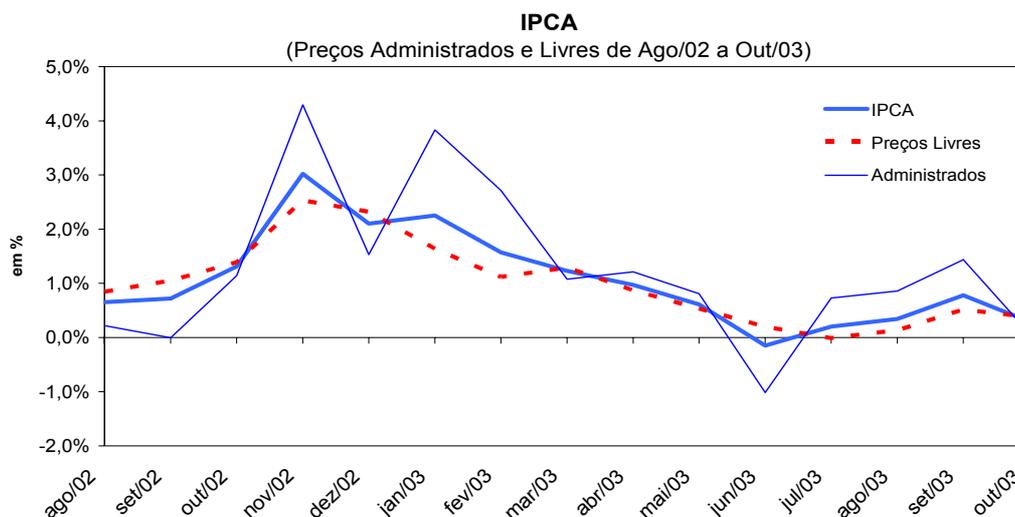


Fonte: Banco Central e Tendências Consultoria

### Gráfico 10

<sup>42</sup> No dia 1º de dezembro de 2003 chegou a ficar abaixo de 500, registrando 493 pontos.

A inflação dos primeiros meses ainda registrava altas taxas, tanto que em janeiro, o IPCA foi de 2,3% ao mês e, em fevereiro, a taxa foi de 1,6% no mês. Embora a inflação acumulada em 12 meses alcançasse 15,6%, as projeções associadas ao cenário básico estavam abaixo das projeções da Carta Aberta de 21 de janeiro. Ou seja, apesar de a inflação projetada para 2003 estar acima da meta ajustada de 8,5%, esta discrepância decorre do fato de a inflação do primeiro trimestre de 2003 ter sido mais elevada do que o previsto.



Fonte: IBGE

**Gráfico 11**

Já no segundo trimestre de 2003 verificou-se um recuo das taxas de inflação, sugerindo que o choque cambial causara um menor impacto sobre os preços. Além da melhora dos preços em função da valorização cambial, houve menor pressão dos preços do setor alimentício decorrente da safra e condições climáticas e também uma ajuda do grupo dos preços administrados (ver Gráfico 11).

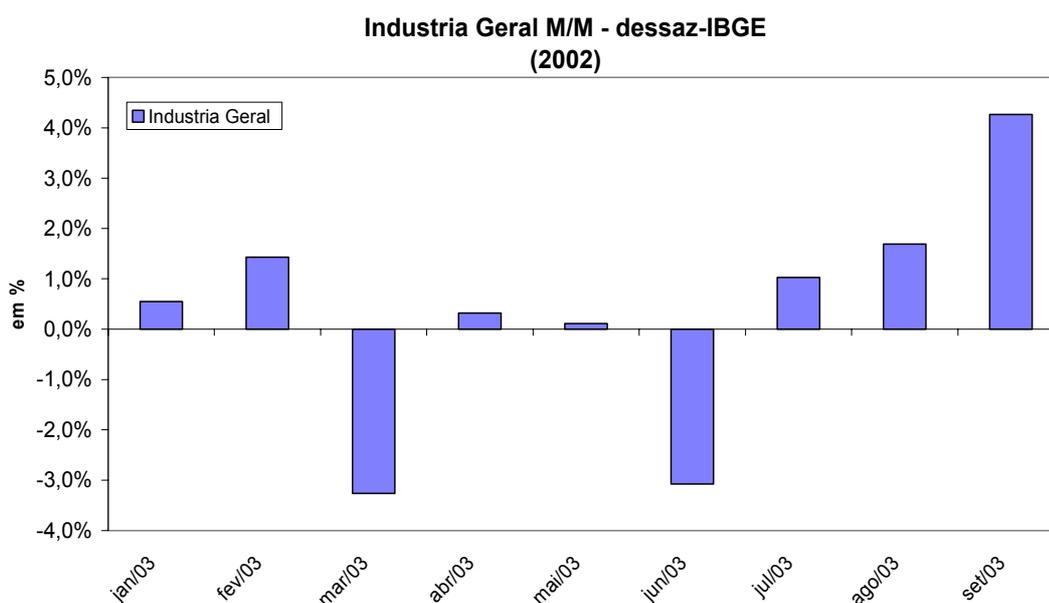
Neste mesmo período, o nível de atividade mostrou desaceleração, tanto que o PIB do primeiro trimestre, comparativamente ao trimestre anterior, registrou queda de 0,6%. Como reflexo da demanda reprimida, a produção industrial recuou no primeiro trimestre 1,1% em relação ao último trimestre de 2002. Conforme mostra o Gráfico 12, a indústria geral caiu 3,3% no mês de março contra o mês de fevereiro do mesmo ano.

No relatório de inflação publicado em setembro,<sup>43</sup> o cenário era de resultado positivo nas transações correntes, impulsionado pelo crescente saldo da balança comercial. Ainda sobre as contas externas, os investimentos estrangeiros diretos durante todo o ano foram fracos, mas em alguns meses, como julho e agosto, vislumbrou-se uma recuperação.

O nível de atividade econômica seguiu em desaceleração, apesar da reversão da produção industrial evidenciada em julho (vide Gráfico 12).

<sup>43</sup> Relatório de Inflação, Banco Central do Brasil, set. 2003. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br>. Acesso em out. 2003.

Quanto aos preços, o grau de inércia foi se reduzindo ao longo do ano, o que viabilizou um afrouxamento da política monetária a partir do mês de junho, como foi defendido na Ata da reunião do Copom de junho de 2003. Com a queda dos juros no segundo semestre, alguns setores da economia começaram a mostrar sinais de retomada. Porém, a recuperação tem sido bastante discreta, tanto que não permitiu que o PIB do terceiro trimestre crescesse nas taxas esperadas.



Fonte: IBGE

### **Gráfico 12**

Com estes dados, conclui-se que a política monetária tem sido eficaz na redução da inflação, revertendo as expectativas, que foram altíssimas no final de 2002. A inflação acumulada em 12 meses, encerrados em dezembro, não deve ficar dentro da meta ajustada de 8,5%, mas deverá ficar bem próxima desta. Em contrapartida ao sucesso da política monetária, o controle do nível da demanda agregada trouxe custos para o nível de atividade que só passou a mostrar retomada de crescimento a partir do segundo semestre.

## Capítulo 5 - Conclusão

Um país como o Brasil é muito questionado com relação à adoção do sistema de metas de inflação. As críticas, geralmente, se baseiam na crença de que o Brasil não dispõe das condições propícias para que o regime seja adequadamente conduzido. Esta discussão veio à tona no final de 2002 e no início de 2003 por causa da turbulenta fase que o país viveu durante o período pré-eleitoral e devido à transição de um governo de direita para um de esquerda.

Um das condições, às quais os críticos se referem para que o funcionamento do sistema de metas seja eficiente está relacionada à política monetária. Neste caso, o Banco Central deve ter autonomia para utilizar os instrumentos à sua disposição – o principal é a taxa básica de juros – no controle da inflação. A segunda condição é a política fiscal, pois deveria haver uma viabilidade maior por parte do Banco Central em elevar a taxa de juros sem que onerasse a dívida pública.

A última condição estaria relacionada ao câmbio, pois este deveria poder flutuar sem causar graves transtornos econômicos. Porém, isto não ocorre no Brasil, tanto que, a incerteza gerada pela tensão das eleições de 2002 levou a uma violenta desvalorização do câmbio e, conseqüentemente, o Banco Central não conseguiu cumprir a meta de inflação, como já havia ocorrido em 2001.

Uma situação, em que há altas taxas de juros reais, câmbio desvalorizado e dívida pública alta, acaba criando um círculo vicioso. Como boa parte da dívida é atrelada ao câmbio e aos juros, a incerteza sobre a solvência pública aumenta. O nervosismo gerado faz com que o câmbio dispare, obrigando o Banco Central a aumentar ainda mais o juro para tentar cumprir as metas e também para atrair capitais e conter a desvalorização do real. A alta do juro, por sua vez, realimenta a incerteza sobre a dívida pública que impulsiona o dólar e assim por diante. No limite, o Banco Central poderia ser obrigado a desistir totalmente de perseguir as metas ou, caso insistisse, levar o país à moratória.

Os defensores do sistema não negam que esses problemas existem, mas argumentam que não há nada melhor para se colocar no lugar das metas. Além disso, se o Brasil desperta dúvidas sobre a solvência pública e se aumentos da taxa de juro real agravam dita solvência, é preciso que se pratique uma política fiscal rígida para tranquilizar o mercado. Sendo assim, a política fiscal tem de ser condicionada à monetária.

Na verdade, o sistema de metas tenta fazer com que as expectativas dos agentes econômicos converjam para as projeções anunciadas pelo Banco Central. Quanto mais convergência existe, menores serão os juros necessários para manter a inflação sob controle. Sem metas, não há convergência, pois não se persegue um objetivo comum. A inflação acaba sendo mais alta, ou o Banco Central aumenta ainda mais os juros para segurá-la. Outro ponto que contribui para a defesa do regime de metas é que este mecanismo é mais flexível do que, por exemplo, a fixação da taxa de câmbio. Apesar do descumprimento da meta não ser desejável, no caso de ocorrência de grandes choques, como os sofridos em 2001 e 2002, é aceitável.

O sucesso do regime de metas de inflação indubitavelmente depende da construção de credibilidade. Sendo assim, os agentes privados devem acreditar no Banco Central e na sua atuação, de forma que esta seja consistente com a estrutura do regime. Como credibilidade para ser conquistada leva um certo tempo, cada choque que o Brasil teve que enfrentar durante todo esse tempo em que o regime tem vigorado, serve como teste em que o país pôde mostrar como se recupera de situações difíceis.

O primeiro choque descrito no capítulo 2, mostra as dificuldades com que o país teve que se defrontar e as conquistas bem sucedidas que vieram como recompensa pelas decisões corretamente adotadas. Uma das medidas importantes para a economia do Brasil, tomada depois da desvalorização cambial, foi a adoção do regime de metas de inflação que também foi uma forma de adquirir credibilidade, em um período de grande incerteza com relação ao futuro do país e principalmente com o futuro da inflação.

Com o regime houve uma maior integração do público com as decisões freqüentemente tomadas pelas autoridades monetárias, ampliando a comunicação entre os dois. Com a preocupação em ser cada vez mais transparente, pois o regime exigia isso, o Banco Central do Brasil é hoje um dos mais transparentes bancos centrais do mundo. Dessa forma, a cobrança sobre a política monetária fica mais acirrada, o que faz com que haja mais empenho e responsabilidade na condução desta.

Embora, depois desses anos, ainda haja trabalho a ser feito para ter uma economia mais sólida e crível, o Banco Central muito tem feito durante esses anos e conseguido êxito. As expectativas de mercado têm se mantido sob controle mesmo na presença de choques inflacionários. Adicionalmente, é preciso destacar que a transição para o regime de metas de inflação foi bem sucedida, pois houve uma melhoria considerável no âmbito

fiscal. Praticamente nulo em 1998, um superávit de 3,9% do PIB em 2002 foi alcançado, importantíssimo para os resultados positivos da política monetária neste período.

Ademais, mesmo depois da última crise de confiança pela qual o país passou em 2002, o regime de metas de inflação foi capaz de segurar o fardo da crise, permitindo que a taxa nominal de câmbio se ajustasse e a taxa de juros fosse elevada, prevenindo a permanência da inflação em alto patamar.

Por fim, acima de todas os pontos positivos que o regime de metas pôde proporcionar, o mais importante foi que ele tem mostrado ser eficiente na manutenção de baixas taxas de inflação, mesmo em caso de choques que abalam substancialmente toda a economia. Mais uma vez a existência de um compromisso com uma inflação predeterminada tem funcionado como um importante coordenador das expectativas, gerando um cenário econômico mais estável.

## REFERÊNCIAS

- ABREU, Marcelo de Paiva (Org.). *A Ordem do Progresso: Cem Anos de Política Econômica Republicana, 1889/1989*. Rio de Janeiro, Campus, 1990.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Site*. Disponível em <http://www.bcb.gov.br>. Acesso em: set./out. 2003.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Ata do COPOM*. Diversas Edições. Disponível em <http://www.bcb.gov.br> Acesso em set./out. 2003.
- \_\_\_\_\_. *Carta Aberta*. 2002-2003. Disponível em <http://www.bcb.gov.br> Acesso em set./out. 2003
- \_\_\_\_\_. *Relatório de Inflação*. Diversas Edições. Disponível em <http://www.bcb.gov.br> Acesso em set./out. 2003.
- BOGDANSKI, J.; TOMBINI, A. A.; WERLANG, S. R. C. *Implementing Inflation Targeting in Brazil*. Working Paper n. 1. Brasília: Banco Central do Brasil, 2000.
- \_\_\_\_\_.; FREITAS, Paulo Springer; GOLDFAJN, I.; TOMBINI, A. A. *Inflation Targeting in Brazil: Shocks, Back-Looking Prices and IMF Conditionality*. Working Paper n. 24. Brasília: Banco Central do Brasil, 2001.
- CARNEIRO, Dionísio Dias (Coord.). *Brasil: Dilemas da Política Econômica*. Rio de Janeiro: Campus, 1977.
- COES, D. V. *Macroeconomic Crisis, Policies and Growth in Brazil, 1964-1990*. Washington: International Bank for Reconstruction and Development, 1995.
- FACHADA, P. *Inflation Targeting in Brazil: Reviewing two years of Monetary Policy 1999-2000*. Working Paper n. 25 . Brasília: Banco Central do Brasil, 2001.
- FIGUEIREDO, F. M. R. *Evaluating Core Measures for Brazil*. Working Paper n. 14. Brasília: Banco Central do Brasil, 2001.
- FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS. *Site*. Disponível em <http://www.fgv.br>. Acesso em set./out. 2003.
- FUNDAÇÃO INSTITUTO DE PESQUISAS ECONÔMICAS. *Site*. Disponível em <http://www.fipe.com.br>. Acesso em: set./out. 2003.
- GOLDFAJN, I.; MINELLA, A.; MUINHOS, M. K.; FREITAS, Paulo Springer de. *Inflation Targeting in Brazil: Constructing Credibility under Exchange Rate Volatility*. Working Paper n. 77. Brasília: Banco Central do Brasil, 2003.

\_\_\_\_\_; WERLANG, S. R. C. *The Pass-through from Depreciation to Inflation: A Panel Study*. Working Paper n. 423. Rio de Janeiro: PUC, 2000.

IPEADATA. Site. Disponível em: <http://www.ipeadata.gov.br>. Acesso em: set./out. 2003.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA. Site. Disponível em: <http://www.ibge.gov.br>. Acesso em: set./out. 2003.

MINISTÉRIO DO DESENVOLVIMENTO, INDÚSTRIA E COMÉRCIO EXTERIOR. Disponível em <http://www.mdic.gov.br>. Acesso em: set.out. 2003.

MISHKIN, F. S. *Moedas, Bancos e Mercados Financeiros*. Rio de Janeiro: LTC, 2000.

\_\_\_\_\_. *The Channels of Monetary Transmission: Lessons for Monetary Policy*. Cambridge, Ma: National Bureau Economic Research, 1995.

MUINHOS, M. K. *Inflation Targeting in an Open Financially Integrated Emerging Economy: the case of Brazil*. Working Paper n. 26. Brasília: Banco Central do Brasil, 2001.

TAYLOR, J. *Monetary Policy Rules*. Chicago: University of Chicago Press, 2000.

## **ANEXOS**

Anexo1: Reuniões do Copom desde o Início do Regime de Metas de Inflação						
Reunião	Viés	Data			Selic	
36 <sup>a</sup>	<u>v.r.</u>	23.06.1999	24.06.1999	a	28/07/99	21
37 <sup>a</sup>		28.07.1999	29.07.1999	a	01/09/99	19,5
38 <sup>a</sup>		01.09.1999	02.09.1999	a	22/09/99	19,5
39 <sup>a</sup>		22.09.1999	23.09.1999	a	06/10/99	19
40 <sup>a</sup>	<u>v.r.</u>	06.10.1999	07.10.1999	a	10/11/99	19
41 <sup>a</sup>		10.11.1999	11.11.1999	a	15/12/99	19
42 <sup>a</sup>		15.12.1999	16.12.1999	a	19/01/00	19
43 <sup>a</sup>		19.01.2000	20.01.2000	a	16/02/00	19
44 <sup>a</sup>		16.02.2000	17.02.2000	a	22/03/00	19
45 <sup>a</sup>	<u>v.r.</u>	22.03.2000	23.03.2000	a	28/03/00	19
	<u>viés</u>		29.03.2000	a	19.04.2000	18,5
46 <sup>a</sup>		19.04.2000	20.04.2000	a	24/05/00	18,5
47 <sup>a</sup>		24.05.2000	25.05.2000	a	20/06/00	18,5
48 <sup>a</sup>	<u>v.r.</u>	20.06.2000	21.06.2000	a	07/07/00	17,5
	<u>viés</u>		10.07.2000	a	19.07.2000	17
49 <sup>a</sup>		19.07.2000	20.07.2000	a	23/08/00	16,5
50 <sup>a</sup>		23.08.2000	24.08.2000	a	20/09/00	16,5
51 <sup>a</sup>		20.09.2000	21.09.2000	a	18/10/00	16,5
52 <sup>a</sup>		18.10.2000	19.10.2000	a	22/11/00	16,5
53 <sup>a</sup>		22.11.2000	23.11.2000	a	20/12/00	16,5
54 <sup>a</sup>		20.12.2000	21.12.2000	a	17/01/01	15,75
55 <sup>a</sup>		17.01.2001	18.01.2001	a	14/02/01	15,25
56 <sup>a</sup>		14.02.2001	15.02.2001	a	21/03/01	15,25
57 <sup>a</sup>		21.03.2001	22.03.2001	a	18/04/01	15,75
58 <sup>a</sup>		18.04.2001	19.04.2001	a	23/05/01	16,25
59 <sup>a</sup>		23.05.2001	24.05.2001	a	20/06/01	16,75
60 <sup>a</sup>	<u>v.r.</u>	20.06.2001	21.06.2001	a	18/07/01	18,25
61 <sup>a</sup>		18.07.2001	19.07.2001	a	22/08/01	19
62 <sup>a</sup>		22.08.2001	23.08.2001	a	19/09/01	19
63 <sup>a</sup>		19.09.2001	20.09.2001	a	17/10/01	19
64 <sup>a</sup>		17.10.2001	18.10.2001	a	21/11/01	19
65 <sup>a</sup>		21.11.2001	22.11.2001	a	19/12/01	19
66 <sup>a</sup>		19.12.2001	20.12.2001	a	23/01/02	19
67 <sup>a</sup>		23.01.2002	24.01.2002	a	20/02/02	19,00
68 <sup>a</sup>		20.02.2002	21.02.2002	a	20/03/02	18,75
69 <sup>a</sup>		20.03.2002	21.03.2002	a	17/04/02	18,50
70 <sup>a</sup>		17.04.2002	18.04.2002	a	22/05/02	18,50
71 <sup>a</sup>		22.05.2002	23.05.2002	a	19/06/02	18,50
72 <sup>a</sup>	<u>v.r.</u>	19.06.2002	20.06.2002	a	17/07/02	18,50
73 <sup>a</sup>		17.07.2002	18.07.2002	a	21/08/02	18,00
74 <sup>a</sup>	<u>v.r.</u>	21.08.2002	22.08.2002	a	18/09/02	18,00
75 <sup>a</sup>		18.09.2002	19.09.2002	a	14/10/02	18,00
76 <sup>a</sup>	<u>ex.</u>	14.10.2002	15.10.2002	a	23.10.2002	21,00
77 <sup>a</sup>		23.10.2002	24.10.2002	a	20/11/02	21,00
78 <sup>a</sup>		20.11.2002	21.11.2002	a	18/12/02	22,00
79 <sup>a</sup>		18.12.2002	19.12.2002	a	22/01/03	25,00
80 <sup>a</sup>		22.01.2003	23.01.2003	a	19/02/03	25,50
81 <sup>a</sup>		19.02.2003	20.02.2003	a	19/03/03	26,50
82 <sup>a</sup>	<u>viés</u>	19/03/03	20/03/03	a	22/04/03	26,50
83 <sup>a</sup>		22/04/03	23/04/03	a	20/05/03	26,50
84 <sup>a</sup>		21/05/03	22/05/03	a	17/05/03	26,50
85 <sup>a</sup>		17/06/03	18/06/03	a	22/07/03	26,00
86 <sup>a</sup>		22/07/03	23/07/03	a	19/08/03	24,50
87 <sup>a</sup>		19/08/03	20/08/03	a	16/09/03	22,00
88 <sup>a</sup>		16/09/03	17/09/03	a	21/10/03	20,00
89 <sup>a</sup>		21/10/03	22/10/03	a	18/11/03	19,00
90 <sup>a</sup>		19/11/03	20/11/03	a	16/12/03	17,50

Fonte: Banco Central do Brasil.

<b>Anexo 2: Inflação (Ago/99-Out/2003)</b>						
<b>Mês</b>	<b>IPCA</b>	<b>INPC</b>	<b>IGP-M</b>	<b>IGP-10</b>	<b>IGP-DI</b>	
ago/99	0,56	0,81	1,56	1,58	1,45	
set/99	0,31	0,47	1,45	1,49	1,47	
out/99	1,19	0,80	1,70	1,54	1,89	
nov/99	0,95	0,99	2,39	2,21	2,53	
dez/99	0,60	0,91	1,81	2,35	1,23	
jan/00	0,62	0,65	1,24	1,22	1,02	
fev/00	0,13	0,34	0,35	0,55	0,19	
mar/00	0,22	0,09	0,15	0,13	0,18	
abr/00	0,42	0,47	0,23	0,35	0,13	
mai/00	0,01	0,09	0,31	0,18	0,67	
jun/00	0,23	0,08	0,85	0,76	0,93	
jul/00	1,61	0,78	1,57	1,22	2,26	
ago/00	1,31	1,99	2,39	2,52	1,82	
set/00	0,23	0,45	1,16	1,52	0,69	
out/00	0,14	0,18	0,38	0,51	0,37	
nov/00	0,32	0,17	0,29	0,35	0,39	
dez/00	0,59	0,60	0,63	0,51	0,76	
jan/01	0,57	0,63	0,62	0,63	0,49	
fev/01	0,46	0,50	0,23	0,40	0,34	
mar/01	0,38	0,36	0,56	0,36	0,80	
abr/01	0,58	0,50	1,00	0,94	1,13	
mai/01	0,41	0,49	0,86	1,10	0,44	
jun/01	0,52	0,38	0,98	0,69	1,46	
jul/01	1,33	0,94	1,48	1,32	1,62	
ago/01	0,70	1,18	1,38	1,67	0,90	
set/01	0,28	0,38	0,31	0,63	0,38	
out/01	0,83	0,37	1,18	0,87	1,45	
nov/01	0,71	0,99	1,10	1,27	0,76	
dez/01	0,65	0,55	0,22	0,42	0,18	
jan/02	0,52	0,62	0,36	0,26	0,19	
fev/02	0,36	0,44	0,06	0,14	0,18	
mar/02	0,60	0,40	0,09	0,18	0,11	
abr/02	0,80	0,78	0,56	0,36	0,70	
mai/02	0,21	0,42	0,83	0,70	1,10	
jun/02	0,42	0,33	1,54	1,35	1,74	
jul/02	1,19	0,77	1,95	1,86	2,05	
ago/02	0,65	1,00	2,32	2,26	2,36	
set/02	0,72	0,62	2,40	2,40	2,64	
out/02	1,31	0,90	3,87	3,32	4,21	
nov/02	3,02	2,08	5,19	4,73	5,84	
dez/02	2,10	3,05	3,75	4,87	2,70	
jan/03	2,25	1,98	2,33	2,29	2,17	
fev/03	1,57	2,19	2,28	2,42	1,59	
mar/03	1,23	1,14	1,53	1,58	1,66	
abr/03	0,97	1,14	0,92	1,24	0,41	
mai/03	0,61	0,85	-0,26	0,02	-0,67	
jun/03	-0,15	0,22	-1,00	-0,59	-0,70	
jul/03	0,20	-0,18	-0,42	-0,73	-0,20	
ago/03	0,34	0,27	0,38	0,21	0,62	
set/03	0,78	0,57	1,18	0,95	1,05	
out/03	0,29	0,66	0,37	0,67	0,44	

Fonte: ANDIMA e IBGE.

Anexo 3:	IPCA	Livres	Trad	Non Trad	"In-natura"	Grupo Câmbio	Grupo Serviços	Grupo Outros	Adm
jan/01	0,6%	0,5%	0,5%	0,5%	0,8%	0,3%	0,5%	0,4%	0,7%
fev/01	0,46%	0,4%	0,2%	0,8%	-0,6%	0,6%	0,9%	0,3%	0,5%
mar/01	0,38%	0,5%	0,7%	0,3%	2,1%	0,3%	0,3%	0,2%	0,0%
abr/01	0,58%	0,7%	0,9%	0,4%	3,3%	0,4%	0,3%	0,3%	0,2%
mai/01	0,41%	0,4%	0,4%	0,5%	0,4%	0,2%	0,4%	0,6%	0,4%
jun/01	0,52%	0,2%	0,1%	0,4%	-1,0%	-0,1%	0,3%	0,8%	1,3%
jul/01	1,33%	0,5%	0,4%	0,6%	-0,8%	1,1%	0,5%	0,6%	3,3%
ago/01	0,70%	0,5%	0,6%	0,4%	-0,1%	1,2%	0,5%	0,3%	1,1%
set/01	0,28%	0,2%	0,1%	0,4%	-0,6%	0,7%	0,4%	0,1%	0,4%
out/01	0,83%	0,7%	0,9%	0,3%	1,4%	1,0%	0,2%	0,7%	1,1%
nov/01	0,71%	0,8%	1,1%	0,4%	1,0%	1,2%	0,4%	0,9%	0,4%
dez/01	0,65%	0,7%	0,9%	0,4%	0,7%	0,9%	0,4%	0,9%	0,4%
jan/02	0,52%	0,6%	0,8%	0,3%	1,2%	0,5%	0,2%	0,7%	0,4%
fev/02	0,36%	0,6%	0,3%	1,2%	-0,1%	0,8%	1,3%	0,2%	-0,3%
mar/02	0,60%	0,4%	0,4%	0,5%	0,6%	0,6%	0,5%	0,2%	1,0%
abr/02	0,80%	0,2%	0,2%	0,3%	-0,5%	0,0%	0,3%	0,6%	2,1%
mai/02	0,21%	0,1%	0,0%	0,4%	-1,4%	0,0%	0,4%	0,6%	0,4%
jun/02	0,42%	0,1%	0,1%	0,1%	-0,4%	0,3%	0,0%	0,4%	1,1%
jul/02	1,19%	0,6%	0,7%	0,4%	0,8%	1,0%	0,4%	0,4%	2,5%
ago/02	0,65%	0,8%	1,0%	0,5%	1,6%	1,9%	0,5%	0,2%	0,2%
set/02	0,72%	1,1%	1,3%	0,5%	1,7%	2,0%	0,4%	0,7%	0,0%
out/02	1,31%	1,4%	2,0%	0,2%	2,1%	3,1%	0,2%	1,0%	1,1%
nov/02	3,02%	2,5%	3,6%	0,7%	5,1%	4,9%	0,8%	1,5%	4,3%
dez/02	2,10%	2,3%	3,1%	0,9%	4,3%	4,0%	1,0%	1,5%	1,5%
jan/03	2,25%	1,6%	1,9%	1,1%	2,9%	1,9%	1,0%	1,5%	3,8%
fev/03	1,57%	1,1%	0,9%	1,5%	1,6%	1,2%	1,6%	0,5%	2,7%
mar/03	1,23%	1,3%	1,6%	0,7%	2,3%	2,1%	0,7%	0,8%	1,1%
abr/03	0,97%	0,9%	1,2%	0,4%	1,3%	1,3%	0,3%	0,8%	1,2%
mai/03	0,61%	0,5%	0,5%	0,6%	-0,7%	1,1%	0,8%	0,4%	0,8%
jun/03	-0,15%	0,2%	0,0%	0,5%	-1,7%	0,1%	0,6%	0,8%	-1,0%
jul/03	0,20%	0,0%	-0,2%	0,4%	-1,4%	-0,5%	0,4%	0,6%	0,7%
ago/03	0,34%	0,1%	-0,2%	0,7%	-0,6%	-0,3%	0,4%	0,5%	0,9%
set/03	0,78%	0,5%	0,6%	0,4%	1,5%	0,3%	0,3%	0,5%	1,4%
out/03	0,29%	0,4%	0,3%	0,5%	1,2%	0,0%	0,3%	0,4%	0,1%

Fonte: IBGE

<b>Anexo 4: Taxa de câmbio - R\$ / US\$ comercial - Venda - Média</b>									
1999		2000		2001		2002		2003	
jan/99	1,5019	jan/00	1,8037	jan/01	1,9545	jan/02	2,3779	jan/03	3,4384
fev/99	1,9137	fev/00	1,7753	fev/01	2,0019	fev/02	2,4196	fev/03	3,5908
mar/99	1,8968	mar/00	1,742	mar/01	2,0891	mar/02	2,3466	mar/03	3,4469
abr/99	1,6941	abr/00	1,7682	abr/01	2,1925	abr/02	2,3204	abr/03	3,1187
mai/99	1,6835	mai/00	1,8279	mai/01	2,2972	mai/02	2,4804	mai/03	2,9557
jun/99	1,7654	jun/00	1,8083	jun/01	2,3758	jun/02	2,714	jun/03	2,8832
jul/99	1,8003	jul/00	1,7978	jul/01	2,466	jul/02	2,9346	jul/03	2,8798
ago/99	1,8807	ago/00	1,8092	ago/01	2,5106	ago/02	3,1101	ago/03	3,0025
set/99	1,8981	set/00	1,8392	set/01	2,6717	set/02	3,342	set/03	2,9228
out/99	1,9695	out/00	1,8796	out/01	2,7402	out/02	3,8059	out/03	2,8619
nov/99	1,9299	nov/00	1,948	nov/01	2,5431	nov/02	3,5764	nov/03	2,9138
dez/99	1,8428	dez/00	1,9633	dez/01	2,3627	dez/02	3,6259		

Fonte: IPEADATA