

UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS

Instituto de Economia



Vanessa Moraes Lugli

**Política monetária e estabilidade de preços pós-crise de 2008: o caso do Banco Central
Brasileiro**

Campinas

2011

Vanessa Moraes Lugli

Política monetária e estabilidade de preços pós-crise de 2008: o caso do Banco Central Brasileira

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado à Graduação do Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas para obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas, sob orientação da Profa. Dra. Ana Rosa Ribeiro de Mendonça Sarti.

Campinas

2011

DEDICATÓRIA

Dedico este trabalho a todas as pessoas que estiveram ao meu lado durante os cinco anos de minha graduação.

Agradeço aos meus pais Djair Lugli e Thereza Paula de Moraes Lugli, e à minha irmã Daniele Moraes Lugli, por todo amor, apoio e compreensão incondicionais ao longo de minha vida. Agradeço ao meu namorado Roberto Bizaco pelo suporte e acolhimento de minhas decisões, e por todo o amor que recebi desde que estamos juntos.

Agradeço aos professores por todo conhecimento transmitido e por contribuírem para o meu crescimento pessoal e profissional, fazendo com que me apaixonasse cada vez mais pela ciência que escolhi. Em especial, agradeço à minha orientadora Ana Rosa Ribeiro de Mendonça Sarti, pela contribuição para o desenvolvimento deste trabalho, através da orientação, das aulas e das discussões, fundamentais para que pudesse atingir meu objetivo com sucesso.

Sou grata também pelas pessoas que conheci e pelas amizades que construí durante esses anos e que com certeza ajudaram a tornar o caminho mais prazeroso.

LUGLI, Vanessa Moraes. **Política monetária e estabilidade de preços pós-crise de 2008: o caso do Banco Central Brasileiro**. 2011. 43 folhas. Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação) – Instituto de Economia. Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2011.

RESUMO

A crise de 2008, conhecida como a maior crise mundial desde 1929, teve impacto sobre grande parte dos países, afetando o lado financeiro e também a economia real. As atenções se voltaram para os Bancos Centrais, então na linha de frente no combate à crise, sendo questionado não apenas o papel que desempenham na economia, mas também os pilares teóricos que têm norteado sua atuação nos últimos anos. Este trabalho tem como objetivo analisar a atuação do BCB após a crise, no que se refere à sua orientação para a busca da estabilidade de preços e os instrumentos de política monetária. Embora a própria autoridade monetária brasileira descarte o abandono do regime de metas de inflação, podemos sugerir que o BCB esteja caminhando no sentido de uma política monetária mais flexível (*framework*), com maior espaço para a acomodação de choques e utilização de instrumentos auxiliares (medidas macroprudenciais) na busca pela estabilidade de preços.

Palavras-Chaves: Banco Central do Brasil (BCB), medidas macroprudenciais, política monetária.

ABSTRACT

The crisis of 2008, known as the biggest global crisis since 1929, had an impact on many countries, affecting the financial side and also the real economy. Attention turned to Central Banks, then at the forefront in combating the crisis, being questioned not only their role in the economy, but also the theoretical pillars that have guided its operations in recent years. This study aims to analyze the performance of the BCB after the crisis, with regard to its guidance for the pursuit of price stability and monetary policy instruments. Although the Brazilian monetary authority itself dispose of the abandonment of inflation targeting regime, we suggest that the BCB is moving towards a more flexible monetary policy (*framework*), with more space for the accommodation of shocks and use of auxiliary instruments (measures macroprudential) in the pursuit of price stability.

Key Words: Central Bank of Brazil (BCB), macroprudential measures, monetary policy.

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1: Curva IS-LM.....	7
Gráfico 2: Curva de Phillips aceleracionista.....	11
Gráfico 3: Curva de Phillips vertical – versão Lucas.....	14

LISTA DE QUADROS

Quadro1: Interação entre as variáveis relevantes para a política monetária.....	24
---	----

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Meta de inflação x inflação efetiva no período de 1999 a 2010	30
Tabela 2: Taxa Selic no período de jan/2008 a ago/2011.....	36

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	1
1. Uma breve discussão teórica sobre política monetária	4
1.1. A revolução Keynesiana.....	4
1.2. Os velhos keynesianos	7
1.3. Monetaristas	8
1.4. Os novos-clássicos	12
1.4.1. A tese da independência do Banco Central.....	14
1.4.2. O regime de metas de inflação.....	16
1.5. Novo Consenso Macroeconômico.....	18
2. O Banco Central do Brasil.....	21
2.1. A autoridade monetária brasileira.....	21
2.2. Os canais de transmissão da política monetária.....	22
2.3. A adoção do regime de metas de inflação no Brasil.....	25
2.3.1. O IPCA.....	28
2.3.2. A operacionalização do regime de metas pelo BCB.....	30
2.4. Instrumentos de política monetária.....	33
2.4.1. Selic.....	34
2.4.2. Medidas macroprudenciais.....	36
2.5. O período atual.....	38
CONCLUSÃO.....	42
REFERÊNCIAS.....	44

Introdução

A crise de 2008 teve impacto sobre grande parte dos países, afetando não apenas o lado financeiro, mas também a economia real. As moedas se desvalorizaram, as taxas de crescimento caíram bruscamente e o comércio, assim como a liquidez internacional, se retraiu fortemente. Nesse momento, foram abertas várias discussões na tentativa de encontrar as fontes e também os responsáveis pelo que ficou conhecida como a maior crise mundial desde 1929.

As atenções se voltaram para os bancos centrais, então na linha de frente no combate à crise, sendo questionado não apenas o papel que desempenham na economia, mas também os pilares teóricos que têm norteado sua atuação nos últimos anos. Até então, muitas autoridades monetárias ao redor do mundo passaram a adotar a busca da estabilidade de preços, através da manipulação da taxa de juros de curto prazo, como objetivo único de política monetária, por acreditarem que esta não tem poder de influenciar as variáveis reais da economia, como o emprego e a renda. Dessa forma, muitos governos passaram a isolar a política monetária e o próprio Banco Central da interação com as demais políticas econômicas, defendendo a independência da autoridade monetária na execução de seus objetivos.

A crise de 2008 não apenas abriu espaço para o questionamento dessa conduta, e seu papel na fragilização do sistema financeiro, mas também a coloca como um empecilho à recuperação econômica de muitos países fortemente afetados. No Brasil, como em muitos outros países emergentes, a crise causou muitos danos. Não pelo envolvimento do sistema financeiro nacional com os problemas internacionais, mas através dos canais de transmissão como: o câmbio, o comércio internacional e a fuga de capitais que geraram escassez de liquidez uma vez que o momento era de deterioração das expectativas e aumento da aversão ao risco. A economia brasileira sofreu perdas de postos de trabalho, tendo a taxa de desemprego, segundo dados do IPEA, alcançado 9,1% em 2009 e o PIB fechou o mesmo ano com retração de 0,2% em relação ao ano anterior (BCB, 2009, p.16). Neste cenário, o Banco Central do Brasil, de agora em diante BCB, atuou com o objetivo de prover a liquidez necessária para destravar o mercado interbancário o garantir que recursos chegassem às mãos do público, estimulando a demanda por consumo e investimento.

Porém, em 2010, a economia retoma sua trajetória de crescimento e novamente surgem as pressões inflacionárias. O mercado, esperando uma política monetária contracionista por meio

da elevação da taxa de juros se surpreende com o anúncio da adoção de medidas macroprudenciais como um complemento à política tradicional. Ainda sob desconfiança dos agentes, em 2011 o novo presidente do BCB opta pela continuidade da política, aprofundando as medidas macroprudenciais como uma forma alternativa de combater a inflação e também diminuir a fragilização das instituições financeiras. As medidas macroprudenciais têm sido discutidas pelos formuladores de política de diversos países como um instrumento de reforço ao arcabouço regulatório e de supervisão. No caso das economias emergentes como o Brasil, as medidas macroprudenciais, como por exemplo, a elevação das alíquotas do compulsório, podem ser utilizadas como uma alternativa à elevação dos juros domésticos que poderiam estimular a entrada de fluxos de capital externos, expandindo o crédito local e assim anulando os efeitos da política contracionista (BCB, 2011c).

Este trabalho tem como objetivo analisar a atuação do BCB após a crise financeira internacional de 2008, no que se refere à sua orientação para a busca da estabilidade de preços e os instrumentos de política. Embora a própria autoridade monetária brasileira descarte o abandono do regime de metas de inflação, vigente no país desde 1999, podemos sugerir que o BCB esteja caminhando no sentido de uma política monetária mais flexível, dentro do chamado *framework*, com maior espaço para a acomodação de choques. Podemos perceber também a discussão sobre o uso das políticas macroprudenciais, nas palavras do próprio BCB “... como instrumento complementar, embora acessório, no controle da demanda agregada” (BCB, 2011c)

O trabalho está dividido em dois capítulos. O primeiro apresenta uma discussão teórica sobre a política monetária segundo a visão de diversas escolas do pensamento econômico, com o objetivo de facilitar o entendimento do modelo de atuação BCB. O ponto de partida é a revolução keynesiana e as principais contribuições de Keynes para a macroeconomia. Em seguida é abordado o pensamento dos autores que ficaram conhecidos como velhos keynesianos ou ainda, a escola da síntese neo-clássica uma vez que, além dos esforços de formalização da teoria de keynesiana, esses economistas buscaram uma fusão entre as idéias de Keynes e o pensamento clássico. A oposição ao receituário keynesiano é feita por Friedman e os monetaristas sendo seguida pela escola novo-clássica que serviu de base para o desenvolvimento da tese de independência do Banco Central e do regime de metas de inflação. Finalmente, o capítulo termina com uma breve apresentação do novo consenso

macroeconômico (NCM) ou ainda nova síntese neo-clássica, considerado, mesmo que não de forma consensual, o mainstream do período atual.

O segundo capítulo trata do BCB e está dividido em quatro subitens. O primeiro apresenta formalmente a autoridade monetária brasileira, o segundo trata dos canais de transmissão da política monetária executada pelo BCB. O terceiro subitem descreve o funcionamento do regime de metas de inflação no Brasil, iniciando com um breve histórico sobre sua adoção, passando pela apresentação do IPCA e a forma como se dá a operacionalização do regime. No quarto subitem, é feita uma breve descrição da crise financeira de 2008, tratada como um pano de fundo para a discussão da atuação do BCB no período recente, através de seu instrumento tradicional – a taxa Selic – e as medidas macroprudenciais.

1. Uma breve discussão teórica sobre a política monetária

Até a década de 70, os princípios do keynesianismo predominavam em grande parte das economias mundiais, como resposta aos principais problemas enfrentados por diversos países após a grande crise de 1929. O fenômeno, até então desconhecido, chamado estagflação – a existência de estagnação econômica e elevado desemprego, simultaneamente a altas taxas de inflação – contrariava os princípios da teoria macroeconômica de Keynes, já duramente criticada pelo monetarismo de Friedman, e da curva de Philips, defendida pela síntese neoclássica, que postulava a correlação negativa entre inflação e desemprego, demonstrando o *trade-off* enfrentado até então pela autoridades monetárias (MODENESI, 2005).

A partir da década de 80, as mudanças no cenário financeiro internacional, trazidas pela desregulamentação e pelas inovações financeiras, aumentaram bruscamente o fluxo de recursos entre países, dificultando o controle dos agregados monetários. Os Bancos Centrais abandonaram o regime de metas monetárias, proposto por Friedman e os monetaristas, passando a adotar o regime de metas de inflação, defendido, junto com a tese de independência do Banco Central, por economistas novo-clássicos (MODENESI, 2005).

1.1. A revolução Keynesiana

Com a publicação em 1936 da Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda, Keynes revolucionou o pensamento econômico ao se contrapor às idéias e postulados do pensamento clássico¹, denominação esta que atribuiu à Marx, que primeiramente a empregou. Com a crise de 1929 e a dificuldade por parte dos governos ao redor do mundo de recolocar suas economias nos trilhos, surgiu a necessidade novas idéias, novas explicações e novas soluções que não puderam ser dadas pelos economistas do mainstream (BLANCHARD, 2007; MODENESI, 2005).

Em sua teoria, Keynes trata da demanda efetiva, que seria a responsável, no curto prazo, pela determinação do produto – e aqui vale ressaltar que toda teoria de Keynes ocupa-se do

¹ Keynes, em sua Teoria Geral define: “‘Os economistas clássicos’ é uma denominação inventada por Marx para designar Ricardo e James Mill e seus predecessores, isto é, os fundadores da teoria que culminou em Ricardo. Acostumei-me, talvez perpetrando um solecismo, a incluir na ‘escola clássica’ os seguidores de Ricardo, ou seja, os que adotaram e aperfeiçoaram sua teoria, compreendendo (por exemplo) J. S. Mill, Marshall, Edgeworth e o Prof. Pigou” (Keynes, 2007, p.23)

curto prazo, uma vez que, em suas palavras, “no longo prazo estaremos todos mortos”. Para Keynes, o equilíbrio clássico do pleno emprego apresenta-se como um caso particular dentre muitas situações em que a economia pode estar (KEYNES, 2007). Sendo assim, na maior parte do tempo, a economia encontra-se abaixo do pleno emprego de seus fatores por não haver decisões de gasto, como as decisões capitalistas de produção e investimento, suficientes para sustentar a demanda agregada, o que possibilita a existência de desemprego involuntário, algo impossível dentro da teoria clássica, e que se mostrou muito real durante os anos posteriores à Grande Depressão (MODENESI, 2005). A demanda efetiva de Keynes é composta pelos gastos esperados em consumo e investimento. O nível de investimento é determinado pela eficiência marginal do capital (EMgK) em contraposição à taxa de juros. A EMgK, entendida como sendo a soma dos rendimentos esperados com a aplicação do capital, depende do preço de oferta do capital e das rendas monetárias esperadas com as vendas futuras. A taxa de juros, por sua vez, representa o retorno dos ativos líquidos e sua determinação depende das condições de liquidez.

Outro conceito trabalhado por Keynes é o “animal spirit”², que coloca as expectativas como algo fundamental uma vez que afetam as decisões de consumo e investimento. Segundo esse autor, as oscilações no nível de investimento e nas decisões de produção, ditadas pelas expectativas dos empresários, são as grandes responsáveis pelas oscilações dos níveis de produto e emprego das economias capitalistas. Essas variáveis são extremamente instáveis por estarem sujeitas às expectativas quanto ao desempenho futuro da economia e ao comportamento da demanda agregada. Desta forma, as políticas monetária e fiscal devem ser utilizadas como instrumentos anticíclicos para estimular o gasto, como afirmado por Keynes: “*The State will have to exercise a guiding influence on the propensity to consume partly through its scheme of taxation, partly by fixing the rate of interest, and partly, perhaps, in other ways*” (SNOWDON, 2005, p.76).

Diferentemente do pensamento clássico, em que os juros seriam o preço cobrado pelos agentes por abdicar de consumo presente em troca de um maior consumo futuro, Keynes entende a taxa de juros como o prêmio por abrir mão da liquidez, uma vez que os agentes, por diversos motivos, podem optar por reter sua riqueza na forma de moeda, o ativo mais líquido que existe, capaz de acalmar suas inquietações frente a cenários adversos (KEYNES, 2007).

² Animal Spirit é uma expressão criada pelo próprio Keynes para definir o estado de ânimo ou de confiança dos agentes em relação ao ambiente em que estão agindo. No caso dos empresários, o animal spirit definiria a propensão a investir.

Essa mudança no entendimento da taxa de juros é muito importante, pois abre espaço para a atuação da política monetária com o objetivo de afetar a demanda agregada e assim o produto da economia. Para Keynes, os bancos desempenham papel fundamental ao prover os empresários dos recursos necessários para a realização de investimentos produtivos tornando a capacidade de antecipação dos recursos diretamente relacionada com o produto gerado pelas firmas (CARVALHO, 2007).

Para tratar da política monetária, Keynes separa a economia em duas esferas entre as quais a moeda estaria sempre oscilando: a esfera de circulação industrial e a esfera de circulação financeira. Na esfera financeira, a moeda faz girar os ativos financeiros, tornando-se ela mesma um ativo, cuja posse é desejável pelos agentes. Já na esfera da circulação industrial, a moeda desempenharia o papel de meio de troca, fazendo girar os bens e serviços. Sendo assim, pra Keynes e para os pós-keynesianos, a política monetária age de forma distinta da política fiscal uma vez que não atua diretamente sobre o produto, ela apenas estimularia a viagem da moeda de uma esfera para a outra, transformando a moeda-ativo em meio de troca (CARVALHO, 2007).

Ao Banco Central caberia, por meio das operações de *open-market*, aumentar o estoque de moeda na esfera financeira, reduzindo assim a taxa de juros, estimulando uma recomposição de portfólio, na qual os ativos líquidos seriam trocados por ativos ilíquidos na esfera industrial, elevando o investimento e geração de empregos. A política monetária dependeria então, além de seus instrumentos, da avaliação e da ação dos agentes frente às decisões da autoridade monetária, tão bem ilustrada por Keynes em sua metáfora da taça e dos lábios.³ Em outras palavras, dada a ação do Banco Central, atuando sobre a economia por meio de seus instrumentos de política monetária, a redução do desemprego e o aumento da renda dependem de como os agentes, e neste caso, estão incluídos bancos, firmas e indivíduos, desejaram recompor seus portfólios. Uma política monetária expansionista seguida da decisão de retenção de moeda ou aquisições em mercado secundário não tem efeito algum sobre o produto. Por outro lado, a utilização da liquidez extra na aquisição de ativos no mercado primário (lançamento de ações de empresas não-financeiras) ou na aquisição de ativos ilíquidos (investimento em máquinas e equipamentos produtivos) tem efeito pleno sobre a renda e o emprego (CARVALHO, 2007).

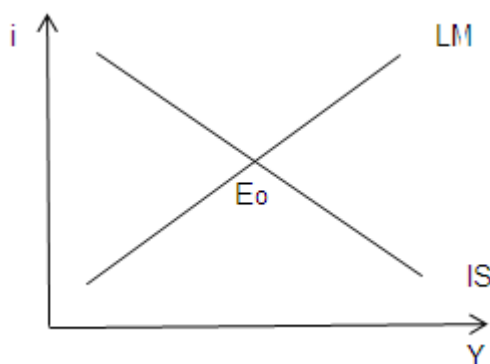
³ Na Teoria Geral, Keynes diz: “Contudo, se nos vemos tentados a considerar a moeda como a bebida que estimula a atividade do sistema, não nos esqueçamos que podem surgir muitos percalços entre a taça e os lábios” (KEYNES, 2007, p.141).

1.2. Os velhos keynesianos

Após a publicação da Teoria Geral, diversos economistas se voltaram a formalização das idéias de Keynes, utilizando-se de modelos matemáticos, com destaque para aqueles pertencentes à corrente de pensamento que ficou conhecida como velhos keynesianos, síntese neo-clássica ou ainda keynesianos ortodoxos. Essa escola de pensamento tem como base três pressupostos: (i) a economia é inerentemente instável, sujeita a choques (ii) e demora a voltar ao seu estado de equilíbrio; (iii) também aceitam, por conta dos pressupostos anteriores, que o nível de produção e de emprego são determinados pela demanda agregada e que esta, por sua vez, é afetada por políticas econômicas como a fiscal e a monetária; e (iv) a política fiscal mostra-se superior à política monetária uma vez que é mais direta, previsível e de ação mais rápida (SNOWDON, 2005).

Com relação à formalização deste pensamento, foi desenvolvido por Hicks em 1937 em seu artigo “Mr. Keynes and the “Classics”: a suggested Interpretation” e posteriormente elaborado por Modigliani e popularizado por Hansen, o modelo conhecido como IS-LM que influenciou o pensamento e as políticas econômicas durante décadas. O modelo demonstra o equilíbrio entre o mercado de bens, representado pela curva IS, que tem seu nome derivado da idéia de que, em uma economia fechada sem governo prevalece a igualdade entre poupança, savings (S) e investimento, investment (I); e o mercado monetário, representado pela curva LM, cujo nome deriva da idéias de Keynes de equilíbrio entre a demanda por liquidez, liquidity (L) e a oferta de moeda (M). A intersecção das duas curvas mostraria o ponto em que a economia se encontra em equilíbrio (E_0), bem como os efeitos das políticas monetária e fiscal sobre a taxa de juros e a renda, como mostra o gráfico abaixo (SNOWDON, 2005).

Gráfico 1: Curva IS-LM



A curva LM se movimenta de acordo com a variação do estoque de moeda resultante da política monetária adotada pelo Banco Central, elevando ou reduzindo a taxa de juros de equilíbrio. A inclinação da curva IS determinaria a potência dessa política uma vez que quanto menos inclinada, maior o efeito de uma expansão monetária sobre a renda. Para os velhos keynesianos a curva IS seria praticamente vertical, pois a elasticidade do investimento em relação à taxa de juros é muito baixa. Nesse caso, uma política monetária expansionista não seria apenas impotente, mas também muito custosa, uma vez que os efeitos sobre a renda mostrariam-se muito pequenos vis-à-vis a redução requerida dos juros. Contrariando assim o receituário de política monetária do próprio Keynes, o ideal para esses economistas seria a atuação do governo por meio de uma política fiscal de expansão dos gastos ou de redução de impostos, o que deslocaria a curva IS para a direita elevando a renda e a taxa de juros. Nesse caso, os juros se elevariam como resposta ao aumento da demanda transacional por moeda, uma vez que a oferta é fixada exogenamente pelo BC, reduzindo a demanda especulativa o que permite a liberação de recursos para transações (CARVALHO, 2007).

Portanto, para os velhos keynesianos, a moeda e a política monetária devem ficar em segundo plano, uma vez que a tentativa de estimular a economia por meio de uma política monetária expansionista (redução da taxa de juros) teria impacto reduzido sobre as decisões empresariais de investimento dada a baixa elasticidade-juros da demanda por bens de capital. Já uma política de expansão dos gastos do governo, deve ser preferível uma vez que impacta diretamente o emprego e a renda (MODENESI, 2005).

1.3. Monetaristas

O monetarismo surgiu em contraposição ao keynesianismo – mainstream durante quase 40 anos – por meio do resgate da Teoria Quantitativa da Moeda⁴. As principais idéias defendidas pelos monetaristas, tendo Milton Friedman como seu principal expoente, podem ser resumidas como: (i) as mudanças no estoque de moeda são o fato predominante na explicação das mudanças na renda monetária; (ii) na presença de estabilidade da demanda por moeda, a maior parte da instabilidade observada na economia pode ser atribuída a flutuações na oferta de moeda induzida pelas autoridades monetárias; (iii) o *lag* (atraso) entre as mudanças no

⁴ A equação de Fisher, formalização mais conhecida da Teoria Quantitativa da Moeda, postula por meio da conhecida fórmula $MV=PT$ que sendo tomadas como constantes a velocidade de circulação da moeda (V) e a quantidade de transações de bens e serviços (T), todo o aumento na quantidade de moeda em circulação (M) levaria a aumentos do nível de preços (P). Para mais informações ver Carvalho 2007.

estoque de moeda e na renda monetária é longo e variável, por isso, tentar usar a PM discricionária para ajustar (fine-tune) a economia pode se tornar desestabilizador e (iv) a oferta monetária deveria crescer a uma taxa fixa em linha com o crescimento do produto para garantir estabilidade de preços de longo prazo (SNOWDON, 2005).

Uma das idéias centrais na teoria monetarista é a taxa natural de desemprego⁵. Segundo Friedman, uma economia em repouso⁶ apresenta uma taxa de desemprego correspondente com seu nível natural, nível este compatível com as características institucionais e estruturais dos mercados de trabalho e de bens, apresentando apenas desemprego friccional e voluntário⁷. Vale ressaltar que o nível natural de desemprego não é imutável, ele pode ser alterado ao longo do tempo de acordo com as mudanças na sociedade e nas preferências, mas ele sempre expressará a plena satisfação das necessidades de todos os agentes, estejam eles dentro ou fora do mercado de trabalho. Sendo assim, a teoria nos diz que existe apenas um ponto de equilíbrio para o qual a economia tende a convergir na ausência de intervenções monetárias, sendo esse equilíbrio possível através do ajuste de preços e salários que para os monetaristas, são plenamente flexíveis (SNOWDON, 2005).

Friedman também desafiou a curva de Phillips tradicional⁸ negando a existência de um *trade-off* no longo prazo entre desemprego e inflação. Para ele, a curva de Phillips só seria possível se os trabalhadores fossem irracionais e sofressem de uma ilusão monetária constante, baseando suas decisões de oferta de trabalho de acordo com os salários monetários ou nominais sem se preocuparem com a inflação. Para os monetaristas, embora a negociação entre trabalhadores e empregadores fixe o salário nominal, o que realmente interessa para

⁵ Segundo Blanchard, “a taxa natural de desemprego é a taxa de desemprego tal que o salário real escolhido na fixação de salários seja igual ao salário real resultante da fixação de preços” (2007, p.117), sendo essa fixação de salários dependente de diversos fatores como o mark-up definido pelas empresas, a taxa de desemprego e diversos outros fatores que afetam os salários e são característicos de cada economia a cada momento no tempo. Ou ainda, para Friedman, a taxa natural de desemprego seria um conceito de market-clearing, em que a NAIRU (Nonaccelerating Inflation Rate of Unemployment) “... is that rate of unemployment which generates consistency between the target real wage of workers and the feasible real wage determined by labour productivity and the size of a firm’s mark-up” (SNOWDON, 2007, p.403).

⁶ Uma economia em repouso seria uma economia que não está sob os efeitos de políticas macroeconômicas intervencionistas

⁷ O desemprego friccional seria o período em que os trabalhadores permanecem desempregados quando estão na transição entre um emprego e outro, já o desemprego voluntário seria o reflexo de uma decisão do indivíduo por não trabalhar ao salário corrente, uma vez que o considera insuficiente.

⁸ A curva de Phillips foi desenvolvida a partir dos estudos e exercícios econométricos de William Phillips (1958) utilizando os dados da economia do Reino Unido no período de 1861 a 1913. A curva demonstra a relação inversa existente entre a taxa de variação do salário nominal e a taxa de desemprego.

ambas as partes são os salários reais, considerando a taxa de inflação esperada para o período de vigência do contrato de trabalho. Essa expectativa de inflação, por sua vez, é formulada pelos agentes através da observação do passado, o chamado backward-looking, tornando-os formadores de expectativas adaptativas. Este conceito central na teoria de Friedman, que posteriormente seria questionado pelos novos-clássicos e a escola das expectativas racionais, afirma que a expectativa quanto à inflação no período corrente seria igual à inflação no período anterior acrescida de uma fração dos erros cometidos anteriormente (*error-learning hypothesis*), dada pela equação a seguir (CARVALHO, 2007).

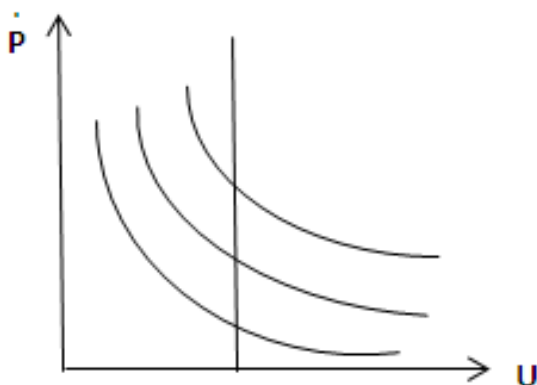
$$P_t^e = P_{t-1} + e$$

Desta forma, os agentes tomam suas decisões de oferta de trabalho com base no salário real. Se este proporcionar um nível maior de satisfação do que o lazer, aceitarão se juntar à força de trabalho, caso contrário, permanecerão voluntariamente desempregados. Em um cenário de equilíbrio, onde a taxa de desemprego corresponde à sua taxa natural e a variação de preços é nula, uma política monetária cujo objetivo seja aumentar o emprego só será efetiva temporariamente uma vez que operará através da ilusão dos agentes. Uma expansão monetária poderia levar os empresários à percepção errônea de que os preços de seus produtos se elevaram em relação aos produtos de seus concorrentes. Essa percepção os estimularia a elevar sua produção através da contratação de novos trabalhadores aumentando os salários nominais. Os trabalhadores anteriormente desempregados seriam atraídos para o mercado, acreditando que a elevação se deu sobre os salários reais, uma vez que a inflação anteriormente observada é nula (CARVALHO, 2007).

No período seguinte, os empresários, percebendo que a elevação dos preços foi generalizada, decidem pela redução do nível de produção, voltando ao patamar anterior. Os trabalhadores por sua vez, também percebem que o salário recebido não é capaz de proporcionar a satisfação esperada, uma vez que a expansão monetária causou a elevação da inflação e esta corroeu seu salário. Sentindo que foram iludidos pelo governo em sua tentativa de reduzir o desemprego com uma inflação surpresa, os trabalhadores abandonam o mercado de trabalho e a taxa de desemprego volta ao seu nível natural. A partir de então, Friedman propõe uma nova curva, chamada de curva de Phillips aceleracionista, demonstrando que a manutenção da taxa de desemprego abaixo da taxa natural só seria possível através de uma ilusão permanente dos agentes (CARVALHO, 2007). Como mostra o gráfico 2, para os monetaristas, existiria uma família de curvas de Phillips de curto prazo para cada nível de

expectativa de inflação, havendo apenas uma curva de longo prazo fixada ao nível da taxa natural de desemprego (MODENESI, 2005).

Gráfico 2: Curva de Phillips aceleracionista



Por isso os monetaristas se opõem ao uso política monetária como instrumento para reduzir o desemprego e aumentar o produto, uma vez que ela seria efetiva apenas no curto prazo, gerando no futuro tão somente a elevação dos preços. Outra razão seria a existência de defasagens interna e externa, sendo a primeira o *gap* temporal entre a ocorrência do choque e a reação da autoridade monetária enquanto a segunda transcorreria entre a implementação das medidas e seus efeitos sobre as variáveis reais, transformando assim a política monetária em uma potencial fonte desestabilizadora (CARVALHO, 2007). Isso faz com que estes economistas também vejam a política monetária como um instrumento poderoso em sua capacidade de causar distúrbios na economia⁹ (MODENESI, 2005).

É importante destacar ainda que de acordo com a visão monetarista, a política monetária pautada por regras – não sendo conduzida de forma discricionária – pressupõe uma economia intrinsecamente estável, ou seja, na ausência de distúrbios, tudo converge para sua taxa natural. O que se afirma é que a atuação dos agentes privados é estável e que as políticas do governo, tanto fiscal quanto monetária, não devem perturbar esta estabilidade macroeconômica inerente ao sistema. Para que isso seja possível, Friedman propõe que a autoridade monetária adote regras para a gestão da moeda, através de metas de expansão

⁹ Friedman e Schwartz, em um estudo de 1963 chamado: “A monetary history of the United States, 1867 – 1960” analisam as recessões na economia norte-americana nesse período. Na conclusão do estudo, a responsabilidade pela recessão em ambos os períodos recai sobre uma política monetária contracionista transmitida à economia real de forma ativa pela moeda através dos efeitos da variação dos estoques monetários sobre a renda real (MODENESI, 2005).

monetária publicamente pré-anunciadas evitando assim perturbações amplas e irregulares causadas pelo discricionarismo (CARVALHO, 2007)

1.4. Os Novos-clássicos

A partir do final da década de 70 surge um novo movimento na história econômica, o chamado monetarismo tipo II ou modelo novo-clássico, ou ainda a escola das expectativas racionais, cujos principais representantes são Robert Lucas Jr, Thomas Sargent, Neil Wallace e Robert Barro¹⁰. Esta corrente de pensamento é chamada de monetarismo tipo II por aceitar determinados pressupostos do monetarismo tipo I de Friedman, como a hipótese da taxa natural de desemprego e a concepção de inflação como um fenômeno monetário, porém, se opõem à idéia das expectativas adaptativas e atacam qualquer tipo de intervenção macroeconômica Keynesiana. As principais contribuições do modelo novo-clássico ficam por conta da idéia de viés inflacionário¹¹ e do regime de metas de inflação, sendo este último um desdobramento da tese de Independência do Banco Central (IBC) que será tratada posteriormente (MODENESI, 2005).

A base do pensamento novo-clássico está na crença de que os agentes maximizam suas funções de utilidade e lucro e na existência de um *market clearing*¹² onde não existem rigidezes¹³. Sendo assim, alterações no nível de produto e emprego só seriam possíveis através de mudanças nas preferências dos agentes ou por meio de choques tecnológicos, não havendo espaço para políticas econômicas, uma vez que estas são ineficazes. Os monetaristas tipo II também promoveram a chamada revolução das expectativas racionais, em contraposição às expectativas adaptativas de Friedman, e se diferenciam do modelo anterior ao defenderem a existência de vários equilíbrios uma vez que os agentes estariam maximizando sua função de utilidade com as informações disponíveis a cada momento do tempo. No modelo das expectativas racionais as flutuações econômicas também são resultado de erros

¹⁰ Robert Lucas foi vencedor do prêmio Nobel em 1995 e Thomas Sargent em 2011.

¹¹ Viés inflacionário seria o incentivo que as autoridades monetárias têm para criar inflação-surpresa com o objetivo de derrubar o nível de desemprego abaixo de sua taxa natural o que, segundo esta corrente de pensamento, falharia no longo prazo, uma vez que a expansão monetária apenas resulta em inflação e o desemprego volta ao seu nível natural.

¹² Market clearing é um termo usado pelos economistas novo-clássicos para designar o equilíbrio automático dos mercados via preço.

¹³ Aqui, rigidez significa lentidão de ajuste, não quer dizer que as variáveis são fixas.

expectacionais. Contudo, o modelo traz a suposição de que, embora os agentes cometam erros, isto não acontece de forma sistemática já que incorporam informações novas a todo momento, não olhando apenas para o passado (*backward-looking*), como defende Friedman, mas também o *forward-looking*, tentando se antecipar ao futuro (CARVALHO, 2007; MODENESI, 2005).

Duas proposições podem ser consideradas como principais resultados do modelo novo-clássico: a política monetária não é capaz de afetar as variáveis reais nem mesmo no curto prazo e o problema da inconsistência temporal. A prova de que a política monetária não tem eficácia sobre as variáveis reais no modelo novo-clássico é dada pela chamada curva de oferta de Lucas, partindo da aceitação da existência da uma taxa natural de desemprego. Para os novos-clássicos, quando a taxa de desemprego coincide com a taxa natural, a economia está em equilíbrio, embora seja válido destacar que o equilíbrio, para esses economistas, pode ser múltiplo, desde que os agentes estejam tomando decisões coerentes com seus objetivos (CARVALHO, 2007).

A função de oferta de Lucas, representada abaixo, mostra que as ações do governo com o objetivo de reduzir a taxa de desemprego para valores abaixo de sua taxa natural mostram-se ineficazes. Na equação, a taxa atual de desemprego (U_t) seria igual à taxa natural quando a variação dos preços no período atual (P_t) correspondessem exatamente às expectativas de inflação (P_t^e) formadas a partir da consideração de todas as informações disponíveis no período anterior (CARVALHO, 2007).

$$U_t = U_n - \alpha (P_t - P_t^e)$$

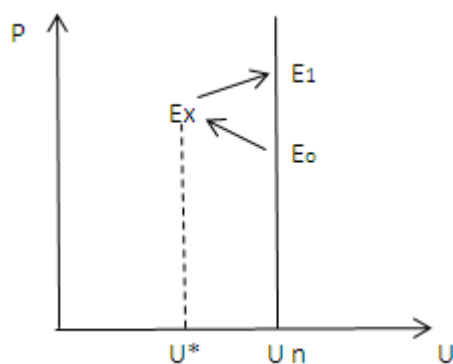
Sendo:

$$P_t^e = E (P_t / I_{t-1})$$

A função de oferta de Lucas nos mostra então que, na ausência de choques de demanda, a taxa de desemprego seria sempre igual à taxa natural uma vez que os agentes conhecem a regra de variação dos estoques monetários utilizada pelo Banco Central. Sendo assim, um anúncio de elevação dos estoques monetários levaria a uma simples elevação dos preços, sem a geração de nenhum emprego ou renda adicionais. Afetar as variáveis reais só seria possível através de desvios à regra, quando a autoridade monetária decidisse surpreender

os agentes, o que, segundo esses economistas, não seria recomendável, por criar um ambiente de incerteza e desconfiança. A chamada curva de Phillips vertical, na versão de Lucas, mostra que a política monetária poderia causar impacto no curto prazo apenas, quando os agentes são enganados pelo governo. Porém, este engano não ocorreria de forma sistemática, sendo o resultado futuro o desemprego em sua taxa natural e a economia operando com um nível maior de inflação, como mostra o gráfico abaixo (CARVALHO, 2007).

Gráfico 3: Curva de Phillips vertical – versão Lucas



Já o problema da inconsistência temporal significa que uma decisão política considerada como ótima em um determinado período pode deixar de sê-lo em um momento futuro, mesmo sem novas informações relevantes que poderiam alterá-la (MODENESI, 2005). Esse fato abre a possibilidade da autoridade monetária utilizar-se do poder discricionário e reformular a política previamente anunciada, criando espaço para o surgimento do problema do viés inflacionário. Para os monetaristas tipo II, a adoção de uma política monetária discricionária que apresenta o problema da inconsistência temporal e, conseqüentemente, do viés inflacionário, afetaria a credibilidade e a reputação¹⁴ da autoridade monetária. Os agentes racionais antecipariam esse comportamento, incorporando-o às suas expectativas, o que tornaria a política monetária ineficaz, sendo a adoção de regras a única solução viável e possível (CARVALHO, 2007).

1.4.1. A tese da Independência do Banco Central

A tese da Independência do Banco Central foi desenvolvida a partir da aceitação da existência do viés inflacionário e da evidência de uma correlação negativa entre a

¹⁴ Entenda-se credibilidade como sendo a confiança dos agentes em determinada política e a reputação como a confiança nos policymakers com base em seus comportamentos passados.

independência do Banco Central e os níveis de inflação, objeto dos estudos de Charles Goodhart e Alex Cukierman. Na medida em que foi construída a partir do esforço de economistas novo-clássicos, na tentativa de organizar os Bancos Centrais e reduzir os estímulos às políticas surpresas, a tese da IBC apóia-se fortemente em seus pilares, aceitando os pressupostos da: i) curva de Phillips vertical e, assim, da existência de uma taxa natural de desemprego; e ii) da neutralidade da moeda, uma vez que é aceita a possibilidade de uma política monetária discricionária afetar as variáveis reais apenas temporariamente, ao custo de um patamar mais elevado de inflação futura (CARVALHO, 2007).

A independência do Banco Central pode ser entendida como a “... delegação da condução da política monetária a um agente independente, com o objetivo de controlar a inflação, mantendo-se, assim, a credibilidade da política monetária e a reputação da autoridade monetária.” (MODENESI, 2005, p.179). Os estudos de Cukierman resultam em três formas de avaliar tal independência¹⁵: através da rotatividade do dirigente, dos estatutos dos Bancos Centrais e através de questionários, que segundo o autor se mostraram mais efetivos. Segundo o autor, a análise da rotatividade dos presidentes do Banco Central pode apresentar resultados inconclusivos, uma vez que um longo mandato pode significar tanto a não interferência do governo, quanto o oposto, sendo o dirigente mantido na instituição por ser subserviente às decisões governamentais. Os estatutos, onde constam o objetivo do Banco Central e os limites da intervenção externa, também não são considerados pelo autor como uma boa medida pela incompletude das leis frente a uma diversidade de situações, nas quais são criados espaços para a atuação política, mas também pela grande possibilidade de divergências entre a regra estatutária e a realidade. Sendo assim, Cukierman considera a forma mais efetiva de medição do grau de independência do Banco Central um questionário, enviado a especialistas de cada país, indagando-os sobre os objetivos do BC e sua relação com o governo (CARVALHO, 2007).

A tese da IBC ainda possui duas concepções diferentes com relação ao conceito de independência e à pessoa escolhida para dirigir o Banco Central. Rogoff defende a independência de objetivos e instrumentos, sendo o Banco Central dirigido por um presidente conservador, no sentido da aversão à inflação, eliminando assim o problema do viés inflacionário. Já Walsh, por acreditar que se trata de uma situação de risco moral – o presidente teria incentivos para acionar o mecanismo do viés inflacionário – defende a criação, pelo

¹⁵ Embora o terceiro seja considerado pelo autor como sendo o de maior confiança, o índice elaborado por ele foi construído a partir da média das três medidas apresentadas (Carvalho, 2007).

governo, de metas de inflação a serem alcançadas e a possibilidade de penalização caso não sejam, ou seja, existe a liberdade de instrumentos, mas não de objetivos (MODENESI, 2005).

Outra questão importante para os defensores da IBC é o trinômio credibilidade-reputação-delegação. A idéia está relacionada com o viés inflacionário que se expressa através de políticas monetárias inconsistentes com o equilíbrio da taxa natural de desemprego. Os políticos tenderiam a buscar resultados imediatos, reduzindo o desemprego e aumentando o produto, através de políticas discricionárias, não se preocupando com a credibilidade das mesmas e assim perdendo sua reputação com os agentes, ou seja, a confiança. Sendo assim, os defensores da IBC acreditam que a reputação torna as políticas críveis, capazes de reduzir a inflação e levar a taxa de desemprego ao seu valor natural com um custo social zero. Ao anunciar uma política de contenção da expansão dos estoques monetários, responsáveis pela inflação segundo esta escola, os agentes desistirão de reajustar os preços e salários, fazendo com que o objetivo seja atingido sem custar à economia uma recessão com elevação brusca da taxa de desemprego. Este argumento reforça ainda mais a idéia da independência da autoridade monetária uma vez que a interferência do governo poderia prejudicar a reputação (CARVALHO, 2007).

É importante destacar que nem todos os economistas que defendem a taxa natural de desemprego e a curva de Phillips com expectativas aceitam a tese de IBC. Friedman, por acreditar que a política monetária é um instrumento muito poderoso, se opõe à idéia de que todo este poder se concentre nas mãos de alguns poucos indivíduos. Tanto os velhos quanto os pós-keynesianos se opõem à IBC por acreditarem que a política monetária tem poder de influência também sobre as variáveis reais da economia, sendo fundamental a coordenação com outras políticas para atingir não apenas a estabilidade de preços, mas também a redução do desemprego. Sendo assim, "... não há qualquer sentido em subutilizar a política monetária aprisionando-a em um Banco Central independente que possui somente objetivos nominais" (CARVALHO, 2007, p.134).

1.4.2. O regime de metas de inflação

O regime de metas de inflação tem suas bases nos preceitos novo-clássicos da neutralidade da moeda, das expectativas racionais, do equilíbrio de mercado com preços flexíveis e da oferta de trabalho baseada em salários reais (FARHI, 2007). Para os defensores da tese da IBC, o regime de metas de inflação deve ter como objetivo único a estabilidade de

preços uma vez que outras demandas causariam a perda do foco, podendo gerar conflitos que seriam solucionados por decisões políticas que por sua vez, tornariam o Banco Central novamente submisso (CARVALHO, 2007; MODENESI, 2005).

A condução da política monetária que adota o regime de metas de inflação é feita através (i) do anúncio de uma meta pré-definida, a ser alcançada no médio prazo; (ii) da subordinação dos demais objetivos ou metas intermediárias à meta principal que seria a estabilidade de preços; (iii) da maior transparência e comunicação entre o Banco Central e os agentes, chamado *accountability*¹⁶; (iv) da liberdade para escolher os instrumentos a serem utilizados para atingir sua meta e (v) acima de tudo, pressupõe a aceitação da neutralidade da moeda. Sendo assim, o que fica definido no regime de meta de inflação é o alvo a ser perseguido, não havendo uma regra fixa para a condução da política monetária uma vez que o Banco Central tem liberdade para definir a trajetória dos instrumentos (CARVALHO, 2007; MODENESI, 2005).

A discussão sobre o regime de metas de inflação tem como um importante ponto de debate a preferência pela adoção de um quadro de referência, o chamado *framework* em detrimento a um modelo mais engessado, conhecido como *ironclad rules*. “Um formato muito rígido do regime de metas de inflação pode ter um efeito perverso sobre os custos relativos à convergência das taxas de inflação para a meta” (FARHI, 2007, p.35). Sendo assim, em um regime de *framework*, as decisões do Banco Central devem ter como base as informações correntes sobre a economia, o que possibilita a absorção de choques e também um escopo para objetivos de curto prazo como a estabilização, nível de emprego e produto e taxa de câmbio. Seria importante ainda a existência de cláusulas de escape que possibilitem desvios em relação à meta em situações de choques de oferta, o que confere ainda mais flexibilidade à política monetária sem que esta perca sua credibilidade (MODENESI, 2005).

Outras críticas feitas ao regime de metas de inflação apontam uma série de desvantagens em sua adoção como: o aumento da volatilidade do produto e redução do crescimento, a dificuldade de prever a inflação e o fato desta fugir ao controle direto do Banco Central e a necessidade de um câmbio extremamente flexível podendo causar crises financeiras. Além disso, há muita discordância quanto ao nível correto de inflação a ser estipulado como meta e a

¹⁶ A tradução de *accountability* seria “responsabilidade”, no sentido do dever do Banco Central em agir sabendo que existe a possibilidade de monitoramento e avaliação de desempenho por parte dos agentes.

questão da dominância fiscal¹⁷ que pode comprometer a independência do Banco Central. Os pós-keynesianos, que não aceitam a neutralidade da moeda nem no curto nem no longo prazo, utilizam o argumento da existência de diversos tipos de inflação de fontes diferentes como a de oferta – inflação de salários, de lucros, de rendimentos decrescentes, importada, oriunda de choques de oferta e de impostos – e a de demanda. Desta forma, o regime de metas de inflação, ao não admitir a existência de diversas fontes de pressão inflacionária, mostra-se menos eficiente no combate da mesma, abrindo a possibilidade para a utilização errônea de instrumentos ou a ação precipitada sobre a fonte errada, causando ainda mais distúrbios e agravando os problemas econômicos (MODENESI, 2005).

1.5. Novo Consenso Macroeconômico

Os autores do chamado Novo Consenso Macroeconômico (NCM) ou Nova Síntese Neoclássica defendem a neutralidade da moeda no longo prazo (curva de Phillips vertical), porém aceitam a possibilidade da política monetária gerar impactos no curto prazo (curva de Phillips negativamente inclinada). No entanto, a política monetária para os adeptos do NCM tem de ser necessariamente pautada por regras, em clara contraposição às políticas keynesianas discricionárias que, por negarem a neutralidade da moeda a qualquer tempo, são utilizadas para a redução do desemprego (FARHI, 2007). A teoria do NCM se aproxima muito do monetarismo de Friedman pois, além dos formatos da curva Phillips e da neutralidade da moeda apenas no longo prazo, ambos defendem a existência do viés inflacionário que levaria o Banco Central a conduzir uma política monetária inconsistente temporalmente. O que os diferenciaria, entre outras coisas, seria o fato de Friedman defender uma regra de crescimento dos agregados monetários, enquanto que os economistas do NCM optam pela utilização da taxa de juros como forma de fazer com que os preços convirjam para uma meta pré-estabelecida (FARHI, 2007).

Para o novo consenso macroeconômico os preços são rígidos, mas não fixos, ou seja, choques de demanda agregada podem levar à elevação dos preços, o que levaria a uma resposta do BC através da elevação da taxa de juros. O modelo trabalha com a combinação de três equações:

¹⁷ Segundo Modenesi, a dominância fiscal ocorre quando a condução da política monetária é pautada pela política fiscal. Nesse caso, o governo, por problemas de financiamento e/ou arrecadação pode decidir recorrer ao Banco Central para financiar-se inflacionariamente através da chamada “receita de senhoriagem”.

(1) Uma curva IS que deriva de uma curva de demanda agregada.

(2) Uma curva chamada de MP, política monetária, que seria uma curva de reação do BC, uma vez que é aceito pela teoria que o BC faz política monetária através da taxa de juros de curto prazo com o objetivo de estabilizar os preços.

(3) Uma curva de Phillips, considerada uma curva de oferta agregada, que relaciona a taxa de inflação contra a taxa de crescimento considerando o produto potencial (ARESTIS, 2011).

A curva IS pode ser descrita pela equação abaixo em que y representa o *gap* existente entre o produto corrente, dado pelo PNB e o produto potencial da economia. A variável r , neste modelo, representa a taxa de juros fixada pelo BC, que não é uma taxa de juros resultante do equilíbrio entre a oferta e a demanda por moeda. O modelo traz ainda a variável μ , que representaria as demais variações exógenas que poderiam afetar a demanda, e podemos citar como um exemplo, mudanças na política fiscal do governo que, ao reduzir impostos, pode ter efeitos sobre o consumo (ARESTIS, 2008).

$$y = -a.r + \mu$$

A curva MP seria uma curva de reação do BC, explicitando as decisões da autoridade monetária com relação à taxa de juros tendo em vista seu objetivo de manter a estabilidade dos preços (ARESTIS, 2011).

$$r = b.P + \gamma$$

Na equação acima, a taxa de juros (r) fixada pelo BC é função da variação de preços (P) e de uma variável (γ) que expressa fatores exógenos. Podemos observar que a equação acima seria uma versão simplificada da regra de Taylor que trabalha com a determinação da taxa de juros a partir de uma taxa de juros “natural” ou neutra, ideal para uma economia sem desequilíbrios, acrescida de expectativas quanto aos desvios da taxa de inflação com relação à sua meta e desvios do produto em relação ao seu valor potencial (ARESTIS, 2011).

A terceira equação seria uma curva de Phillips que considera a inflação no período atual, ou a taxa de variação dos preços, em função da inflação passada acrescida do hiato do produto no período anterior e uma variável de ajuste (ARESTIS, 2011).

$$P_t = P_{t-1} + cy_{t-1} + w$$

Sendo assim, dada a rigidez dos preços e a demora para a ocorrência do ajuste, políticas econômicas podem desviar o produto de seu nível natural no curto prazo, pois o ajuste ocorre via quantidade. Porém, o que observaríamos no longo prazo seria o ajuste de preços e a volta do produto para seu nível natural, tendo como resultado um patamar mais elevado de preços, o que confirmaria o pressuposto da neutralidade da moeda no longo prazo.

Todo o caminho percorrido neste primeiro capítulo tem o intuito de servir de base para a análise do BCB com relação à sua forma de atuação nos anos recentes, ajudando a entender a sua opção pela adoção do regime de metas de inflação feita em 1999. O arcabouço teórico também ajuda a discutir as mudanças na forma de atuação do BCB ocorridas nos três anos seguintes ao estouro da crise financeira internacional de 2008, quando a forma de fazer política monetária conduzida até então mostrou-se insuficiente para atender às demandas da economia.

2. O Banco Central do Brasil

À luz da discussão anterior, este capítulo tem como objetivo a análise e o questionamento da atuação do BCB após a crise de 2008, quando os problemas nos mercados financeiros internacionais que abalaram a economia brasileira, demandaram uma resposta diferenciada da autoridade monetária. O BCB que, desde 1999, adota o regime de metas de inflação, aceitando os preceitos base do pensamento novo-clássicos tratados no capítulo anterior, tem, ao longo dos quase três anos desde a quebra do Lehman Brothers¹⁸, ido além do receituário tradicional. Essa mudança na forma de fazer política monetária causaram um alvoroço nos mercados, sendo levantados diversos questionamentos, que vão desde a possibilidade de abandono do regime de metas, negado pelo próprio presidente do BCB, até a possibilidade de uma flexibilização das regras, caminhando talvez para o regime de framework, como discutido no capítulo anterior.

O capítulo está dividido em quatro subitens. O primeiro apresenta formalmente a autoridade monetária brasileira, o segundo trata dos canais de transmissão da política monetária executada pelo BCB. O terceiro subitem descreve o funcionamento do regime de metas de inflação no Brasil, iniciando com um breve histórico sobre sua adoção, passando pela apresentação do IPCA e a forma como se dá a operacionalização do regime. No quarto subitem, é feita uma breve descrição da crise financeira de 2008, tratada como um pano de fundo para a discussão da atuação do BCB no período recente, através de seu instrumento tradicional – a taxa Selic – e as medidas macroprudenciais.

2.1. A autoridade monetária brasileira

O Banco Central do Brasil (BCB) foi criado em 31 de dezembro de 1964 pela Lei n° 4.595 para ser a autoridade monetária do país, assumindo o papel anteriormente desempenhado em conjunto pela Superintendência da Moeda e do Crédito (SUMOC), pelo Banco do Brasil e pelo Tesouro Nacional, cada qual com a função de controle monetário (e preparação para a criação de um Banco Central), banco do Governo e emissão de papel-moeda respectivamente. A mesma lei criou o Conselho Monetário Nacional (CMN), órgão superior do Sistema Financeiro Nacional (SFN), composto pelo Ministro da Fazenda, pelo Ministro do Planejamento e pelo

¹⁸ Banco de investimentos e outros serviços financeiros, com atuação global, sediado em Nova Iorque que declarou concordata em 2008.

Presidente do BCB, responsáveis pela definição do centro da meta de inflação (e do intervalo de tolerância) a ser perseguida no período de referência.

Em 20 de junho de 1996, foi criado o Comitê de Política Monetária (COPOM) com o objetivo de determinar as diretrizes de política monetária¹⁹, definindo a meta mensal da Selic²⁰ (e o seu viés²¹) a ser perseguido pelo BCB por meio das operações de mercado aberto (*open market*). O COPOM é formado por oito membros da Diretoria Colegiada do BCB e presidido pelo presidente da instituição, que tem o chamado voto de Minerva, ou seja, o voto de desempate²². Cabe também ao COPOM a publicação trimestral do Relatório de Inflação, iniciado em 1999 quando da adoção do regime de metas de inflação, contendo uma análise da conjuntura econômica e financeira do país e projeções feitas com respeito à taxa de inflação²³.

2.2. Os canais de transmissão da política monetária

Na construção do modelo de metas de inflação, o BCB partiu da percepção de cinco canais pelos quais a política monetária, feita através da fixação da Selic, afetaria a taxa de inflação: a estrutura a termo da taxa de juros²⁴, a taxa de câmbio, as expectativas, o crédito e o preço dos ativos. A Selic afeta as decisões dos agentes quanto ao consumo, ao investimento e à

¹⁹ O COPOM possui funções semelhantes ao Federal Open Market Committee (FOMC) norte-americano.

²⁰ A taxa Selic é a taxa de juros média que incide sobre os financiamentos diários com prazo de um dia útil, também chamados de overnight, lastreados por títulos públicos registrados no Sistema Especial de Liquidação e Custódia (Selic), ou seja, é a taxa de juros que equilibra o mercado de reservas bancárias. Cabe à mesa de operações do mercado aberto do Banco Central manter a taxa Selic diária próxima à meta definida pelo COPOM.

²¹ O viés, uma autorização de alteração da taxa Selic a qualquer momento entre reuniões, pode ser neutro, de alta ou de baixa. Um viés de alta significa que o COPOM autoriza o presidente do Banco Central a elevar os juros, caso necessário, antes de uma próxima reunião do Comitê. O viés de baixa autoriza a redução e o viés neutro significa que a taxa previamente definida será mantida inalterada até que o Comitê se reúna novamente.

²² Desde 2006 são oito reuniões ao ano, ocorrendo em duas etapas: a primeira às terças-feiras e a segunda às quartas-feiras. No primeiro dia, os chefes de departamento e o gerente-executivo apresentam uma ampla análise da conjuntura doméstica, no segundo dia, com a participação restrita dos membros do Comitê e o chefe do Depop, departamento de estudos e pesquisas (sem direito a voto), os diretores de Política Monetária e de Política Econômica apresentam alternativas para a Selic e fazem recomendações de política monetária, seguida pela ponderação e alternativas dos demais membros. Ao final, ocorre a votação das propostas e a divulgação à imprensa dos resultados finais da Selic e do viés e a expedição do Comunicado através do Sisbacen, sistema de informações do Banco Central, sendo a ata da reunião divulgada na quinta-feira da semana seguinte.

²³ Informações mais detalhadas a respeito da composição e operação do COPOM podem ser encontradas na página da internet do BCB pelo endereço: <http://www.bcb.gov.br/?COPOMHIST>

²⁴ A estrutura a termo da taxa de juros é o conjunto das taxas de juros para todos os prazos, representada pela chamada curva de juros que relaciona a taxa de juros e o prazo de maturação da aplicação.

produção, ou seja, afetando a demanda agregada e assim o nível de preços da economia (MODENESI, 2005).

A partir da determinação da Selic, são fixadas as demais taxas de juros da economia que servem de base para os financiamentos, os empréstimos, o crédito ao consumo, a remuneração de títulos, entre outras modalidades. Uma redução (elevação) da Selic refletiria em uma queda (aumento) nas demais taxas de juros induzindo, a uma elevação (redução) na demanda agregada que, posteriormente levaria a uma maior (menor) pressão sobre os preços. É claro que estes efeitos não ocorrem de forma imediata e o BCB estima que, entre a decisão de fixação da Selic e seu real impacto sobre a inflação, a defasagem seja de seis a nove meses, sendo o hiato do produto modificado com um *lag* temporal de três a seis meses e, adicionalmente, o hiato do produto afetaria a inflação com mais três meses de diferença (MODENESI, 2005).

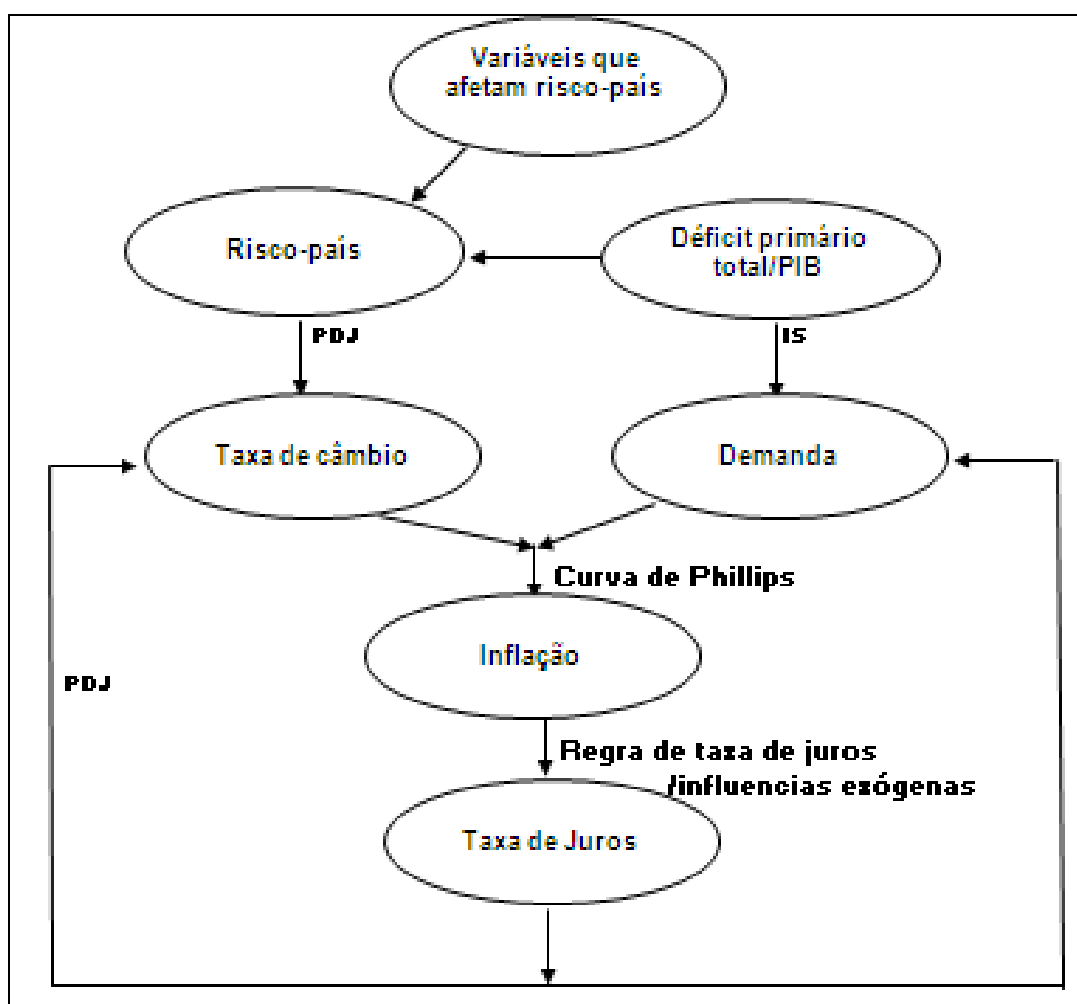
Outro efeito importante do movimento da taxa Selic pode ser sentido sobre a taxa de câmbio, por meio de sua influência sobre o fluxo de capitais externos de curto prazo, sendo estes atraídos ou repelidos, entre outros determinantes, de acordo a magnitude do diferencial entre juros internos e externos. Por sua vez, a taxa de câmbio exerce impactos diretos ou indiretos sobre o IPCA. Os efeitos diretos se dão por meio da modificação dos preços dos produtos que compõem o índice como: as commodities, energia elétrica, telefonia e derivados de petróleo. Os efeitos indiretos se propagam através do encarecimento dos insumos importados por alguns setores e pela alteração na competitividade da produção doméstica em relação aos produtos internacionais, afetando assim o poder de *mark-up*²⁵ das empresas (MODENESI, 2005). Segundo Farhi, os movimentos dos índices de preço no Brasil têm mantido estreita relação com a taxa de câmbio desde a adoção do Plano Real em 1994. Esta vinculação tornou-se ainda maior quando o câmbio passou a flutuar livremente em janeiro de 1999 levando à aceleração inflacionária nos momentos de aversão ao risco. Sendo assim, quanto maior o *pass-through*²⁶ da volatilidade cambial aos preços, maiores os impactos do câmbio sobre a inflação e sobre os juros resultantes da política monetária (FARHI, 2007).

²⁵ O poder de mark-up seria o poder de determinação dos preços, o poder de fixá-los acima da concorrência sem que isso cause uma redução do volume das vendas.

²⁶ Transmissão das alterações no câmbio para a inflação

As expectativas, entre outros, estão relacionadas às decisões dos agentes quanto ao consumo, investimento e poupança, ou seja, a política monetária afeta a forma com que os agentes vêem o futuro da economia, retraindo ou expandindo a demanda agregada, que por sua vez, afeta os preços de acordo com o momento vivido pela economia. A taxa de juros também afeta a disponibilidade de reservas bancárias para atender à demanda por crédito e assim alterar a demanda agregada. E finalmente, a variação dos juros afeta o preço dos ativos influenciando a percepção dos agentes quanto à sua riqueza, algo como um efeito riqueza, que faria com que as decisões de consumo e investimentos fossem alteradas, afetando assim os preços (MODENESI, 2005).

Quadro 1: Interação entre as variáveis relevantes para a política monetária



Fonte: Banco Central do Brasil

O diagrama acima ilustra o mecanismo de transmissão da política monetária por meio das diversas variáveis econômicas, de acordo o modelo adotado pelo BCB a ser descrito na próxima seção. Podemos observar que a taxa de juros definida pelo COPOM afeta o câmbio, como mencionado anteriormente, através da equação de paridade descoberta da taxa de juros (tratada detalhadamente na próxima seção). A variação das taxas de juros internas, em relação aos juros externos, determinaria a maior ou menor entrada de capitais internacionais de curto prazo, o que por sua vez, seria um dos fatores importantes para a definição do patamar da taxa de câmbio. O impacto da desvalorização da moeda nacional pode ser avaliada sob dois aspectos: primeiro, pode contribuir negativamente para a elevação das taxas de inflação (direta ou indiretamente) por meio do aumento dos custos de bens de capital, insumos e produtos importados. Segundo, a desvalorização cambial favorece o setor exportador na medida em que eleva a renda em moeda nacional, tornando-se assim um incentivo ao aumento da produção e do emprego. Em ambos os casos, tem-se impactos sobre o índice oficial de inflação do governo, considerado pelo BCB na decisão sobre a taxa de juros dos períodos seguintes.

Os juros também afetam diretamente a demanda por meio da disponibilidade de crédito às empresas – como descrito no capítulo anterior, trata da visão de Keynes sobre a taxa de juros – e também por meio do crédito ao consumidor final, determinando suas decisões de endividamento. O aumento da demanda reduz a taxa de desemprego que por sua vez pressiona a inflação, segundo a curva de Phillips, afetando assim as decisões do COPOM sobre os juros. Por fim, vale destacar que tanto a taxa de juros quanto a demanda sofre influencia de outras variáveis externas como: o risco país (e demais fatores que o determinam) e o endividamento público, respectivamente. A elevação do risco-país, como o próprio nome diz, faz com que sejam necessárias taxas de juros mais elevadas, ou seja, um prêmio de risco maior sobre os juros de referência (livres de risco). Já o endividamento público, no diagrama representado pela relação déficit primário²⁷ total sobre PIB, mostra que uma elevação da dívida através da expansão dos gastos do governo estimula a demanda gerando também pressões inflacionárias.

2.3. A adoção do regime de metas de inflação no Brasil

A âncora cambial foi adotada pelo BCB em 1994, durante o Plano Real, em um cenário de baixo crescimento e elevada taxa de inflação. A política econômica vigente à época combinava

²⁷ Refere-se ao déficit nas contas do governo excluindo-se o pagamento de juros.

a abertura comercial com o câmbio fixo e valorizado. A cotação era sustentada pelas intervenções do BCB no mercado utilizando seu arsenal de reservas internacionais, resultante dos capitais atraídos pelas elevadas taxas de juros praticadas pela autoridade monetária no período. Os capitais de curto prazo serviram também para fechar o Balanço de Pagamentos uma vez que compensavam o déficit na balança comercial desequilibrada pelo elevado volume de importações verificadas no período, produto da abertura comercial com câmbio valorizado. Embora bem sucedida no controle e redução da inflação, a política adotada pelo governo mostrava-se muito custosa para a economia brasileira. No período, foi observado o aumento da taxa de desemprego, causada em grande medida pela reestruturação produtiva das empresas nacionais em resposta à concorrência externa imposta pela abertura comercial. Foi também considerável a elevação da dívida pública, não apenas pelas operações de esterilização²⁸, mas também pelo impacto dos juros sobre a dívida pública, que em termos reais, entre 1999 e 2000, apresentou custo médio (deflacionado IPCA) de 13% PIB (MODENESI 2005).

Em janeiro de 1999, o país passou por uma crise cambial, sendo alvo da desconfiança de investidores internacionais que, após abandonarem as economias Mexicana, Asiáticas e Russa, voltavam sua atenção para economia brasileira, em um quadro de incerteza quanto à capacidade do governo de sustentar o regime de metas cambiais. A drástica redução no volume de reservas internacionais – que, segundo dados do BCB, em abril de 1998 estava no patamar de US\$ 75 milhões e em janeiro de 1999 somavam US\$ 36 milhões – obrigou o BCB a abandonar o regime de metas cambiais, passando a atuar através do sistema de flutuação suja, com intervenções esporádicas no mercado para reduzir a volatilidade. Para muitos críticos, o regime de metas cambiais se estendeu por tempo muito além do necessário para a estabilização econômica, uma vez que foi adotado pelo BCB como política permanente, durando quase meia década. O medo de uma volta da inflação fez com que o regime fosse abandonado tardiamente, já em meio à debandada de capitais, não havendo tempo de uma retirada gradual que mantivesse as reservas internacionais em níveis mais seguros (MODENESI, 2005)

Sob o comando de Armínio Fraga, o BCB então adotou o regime de metas de inflação, se comprometendo com: o anúncio prévio de uma meta de inflação a ser perseguida pelo BCB, o

²⁸ As operações de esterilização realizadas pelo BC têm como objetivo evitar uma expansão monetária quando da entrada de capitais na economia. Ao adquirir divisas, o BC expande a quantidade de moeda em circulação na economia, sendo necessário enxugar a liquidez excessiva através da venda de títulos públicos, aumentando assim sua emissão e o estoque da dívida do Governo.

compromisso com a adoção da estabilidade de preços como objetivo único da autoridade monetária, a transparência na condução da política monetária e um grau suficiente de independência do BCB para atuar. A opção pelo regime de metas também deixa claro a rejeição, por parte do BCB, das políticas discricionárias, e corrobora com um dos princípios básicos da corrente de pensamento novo-clássica: a neutralidade da moeda no longo prazo.

“Ao longo dos últimos anos começou a se formar um consenso, entre os economistas e bancos centrais, de que o objetivo principal da política monetária deve ser a obtenção e a manutenção da estabilidade de preços (...) é importante notar que a política monetária produz efeitos reais apenas no curto e médio prazos, ou seja, no longo prazo, a moeda é neutra. O único efeito existente no longo prazo é sobre o nível de preços da economia” (BCB, 1999, p.87).

O novo regime foi adotado oficialmente em junho de 1999 através do Decreto n° 3.088 que prevê que “Ao Banco Central do Brasil compete executar as políticas necessárias para o cumprimento das metas fixadas”²⁹, ou seja, confere à autoridade monetária a independência de instrumentos para cumprir as metas de inflação estabelecidas pelo CMN. Ainda segundo o Decreto, caso a meta não seja atingida, o presidente do BC deve tornar pública as razões através de carta ao ministro da Fazenda contendo não apenas as causas, mas também as medidas e o prazo para que surtam efeito e levem à inflação de volta à trajetória consistente com o centro da meta.

Em março de 1999, o BCB abandonou, o sistema de bandas que vigorava até então, em que a Selic flutuava entre os limites superior, dado pela Tban, e inferior, dado pela TB, e passou a fixar uma meta e um viés para a taxa, como forma de sinalização ao mercado da tendência de evolução dos juros. Ao CMN coube a fixação das metas para a inflação com base no IPCA cheio, ao contrário de alguns países que adotam metas de acordo com o núcleo dos índices, com o objetivo descartar efeitos de choques. Para compensar a rigidez imposta pelo índice cheio e a inexistência de cláusulas de escape, foi adotado um intervalo de flutuação para a meta de inflação, mais amplo que outros países. Com relação à transparência e eficiente comunicação com o mercado de suas decisões, outro pressuposto muito caro aos economistas novo-clássicos, o BCB criou uma publicação trimestral, o chamado Relatório de Inflação, contendo os objetivos, medidas e resultados da política implementada, bem como avaliações prospectivas com o objetivo da antecipação do comportamento da inflação e das decisões do

²⁹ Artigo 2° do Decreto n° 3.088

próprio Banco Central. Ainda neste sentido, a publicação das atas das reuniões, que anteriormente era feita com três meses de defasagem, foi antecipada para a semana seguinte às mesmas (MODENESI, 2005).

2.3.1. O IPCA

O IPCA, Índice de Preços ao Consumidor Amplo, calculado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) desde 1979, é o resultado da coleta de informações de algumas regiões metropolitanas do país³⁰. O índice representa a variação dos preços de uma cesta de consumo de famílias com renda de 1 a 40 salários mínimos no período correspondente ao mês civil sendo a publicação defasada em dez dias. O IPCA é calculado através da média aritmética ponderada dos índices regionais, que por sua vez, são calculados pelo Índice de Laspeyres³¹, exceto alguns produtos que seguem o Índice de Paasche³². Quanto à sua composição, o IPCA está subdividido em: alimentação e bebidas, habitação, artigos de residência, vestuário, transportes, saúde e cuidados pessoais, despesas pessoais, educação e comunicação, sendo o peso de cada componente reestimado mensalmente. (BCB, 2010; FEIJÓ, 2004).

As elevadas taxas de inflação no Brasil, se comparadas a outros países, bem como a dificuldade em reduzi-las, podem ser atribuídas, entre outros fatores, à estrutura específica de formação de preços do país. Aproximadamente 69% do IPCA é composto pelos preços administrados e por preços de bens comercializáveis que compõem a pauta de comércio exterior. Os preços administrados são preços insensíveis à demanda e à política monetária, uma vez que são, de alguma forma, regulados pelo governo ou agências públicas, como por exemplo, o petróleo e seus derivados e algumas tarifas. Já os bens comercializáveis que fazem parte da pauta de comércio exterior são um ponto de fragilidade uma vez que são muito mais sensíveis à volatilidade do câmbio e aos choques exógenos de oferta. O restante do IPCA (aproximadamente um terço) é composto pelos preços de bens não-comercializáveis, destinados ao mercado interno, sendo pouco sensíveis aos choques externos, respondendo à

³⁰ As regiões metropolitanas são: São Paulo Rio de Janeiro, Belo Horizonte, Salvador, Recife, Fortaleza, Belém, Curitiba, Porto Alegre, no município de Goiânia e no Distrito Federal.

³¹ O Índice de Laspeyres mede a variação de preços ou quantidades, através da média aritmética ponderada, de uma cesta fixa de produtos entre dois períodos tendo como base o período anterior.

³² O Índice de Paasche mede a variação dos preços ou quantidades de produtos, através da média harmônica, entre dois períodos de tempo tomando como base o período corrente.

queda da demanda causada pela elevação dos juros por meio da redução de custos e margem de lucro (FARHI, 2007).

Juntando-se a isso, o BCB ainda enfrenta outras dificuldades ao perseguir uma meta difícil de ser prevista com precisão, a qual ele controla apenas parcialmente. Sendo assim, não foram incomuns os episódios de descumprimento da meta, tornando a autoridade monetária vulnerável à descrença dos agentes. Entre os anos 1999 e 2003, como pode ser observado no gráfico 1, o BCB não atingiu a meta de inflação previamente estabelecida uma vez que a situação mostrou-se fora de seu controle. Em 2001, a justificativa do BCB foi um cenário adverso dado pela crise energética no Brasil, a crise na Argentina e os atentados terroristas contra os EUA. No ano seguinte, a meta foi novamente descumprida, desta vez por conta da forte desvalorização cambial resultado do aumento da incerteza em relação ao futuro do país, com a eleição presidencial que levaria ao poder um governo de esquerda comandado por Luís Inácio “Lula” da Silva (MODENESI, 2005).

Em 2003, a meta foi ajustada duas vezes e novamente descumprida, recaindo a culpa sobre o componente inercial da inflação. Para este ano e o seguinte, através de Carta Aberta de 21/01/2003, foram estabelecidas metas ajustadas de 8,5% para 2003 e de 5,5% para 2004. A resolução 2.842 de 28/06/2001 definiu a meta de 3,25%, sendo mais tarde, em 27/06/2002 alterada através da Resolução 2.972, para 4% e estabelecendo também para 2004 o percentual de 3,75% alterando em 25/06/2003, através da Resolução 3.108, para 5,5% (MODENESI, 2005).

Tabela 1: Metas de inflação x inflação efetiva no período de 1999 a 2010

Ano	Meta	Inflação efetiva
1999	8	8,94
2000	6	5,97
2001	4	7,67
2002	3,5	12,53
2003	3,25 4	9,3
2004	3,75 5,5	7,6
2005	4,5	5,69
2006	4,5	3,14
2007	4,5	4,46
2008	4,5	5,9
2009	4,5	4,31
2010	4,5	5,91

Fonte: BCB. Elaboração própria.

Desde 2005 até a última decisão do CMN para 2013, a meta de inflação tem se mantido em 4,5% com intervalo de flutuação de 2% para mais ou para menos. Até a crise de 2008, a economia brasileira operava sob uma conjuntura favorável, tanto externa quanto internamente, possibilitando o controle e relativa estabilização da inflação, que no período oscilou ao redor da meta, não ultrapassando as bandas. Mesmo com o estouro da crise, em 2008, a economia fechou com o IPCA acima do centro da meta, dada a atividade aquecida ao longo daquele ano. Em 2009, dada a desaceleração da economia mundial e seus efeitos sobre o mercado interno brasileiro, a inflação terminou o ano muito próxima do centro da meta, voltando a acelerar em 2010, quando da retomada da atividade econômica. Para 2011, a expectativa do BCB, dissonante com o mercado, é de que uma nova desaceleração na economia mundial, desta vez causada pela crise das dívidas soberanas européias, seja suficiente para trazer a inflação de volta ao centro da meta no último trimestre do ano.

2.3.2. A operacionalização do regime de metas pelo BCB

Ao departamento de pesquisa do BCB coube o desenvolvimento de ferramentas para dar suporte às decisões de política monetária. A utilização de modelos econométricos permite à autoridade monetária fazer simulações de cenários de acordo com as informações coletadas pela instituição junto ao mercado e outras fontes, garantindo assim uma maior segurança na

definição da política monetária. A equipe do BCB contou com as informações e experiências compartilhadas no Seminário de Metas de Inflação promovido em conjunto pela autoridade monetária brasileira e pelo departamento de assuntos monetários e cambiais do FMI, no Rio de Janeiro em maio de 1999 (BOGDANSKI, 2000).

O modelo adotado, compatível com o NCM, tal como apresentado pelo BCB em 2000, trabalha com um conjunto de equações³³:

(i) Uma IS que expressa o hiato do produto (h_t) em função: de seus próprios lags temporais (h_{t-1} , h_{t-2}) considerando os dois últimos períodos; da taxa real de juros (r_{t-1}) no período anterior, de uma variável fiscal (pr_{t-1}) representando a necessidade de financiamento do setor público (NFSP) no conceito primário, como percentual do PNB; além de uma variável representando diversos choques exógenos (ε_t^*).

$$h_t = \beta_0 + \beta_1 h_{t-1} + \beta_2 h_{t-2} + \beta_3 r_{t-1} + pr_{t-1} + \varepsilon_t^{hf}$$

(ii) Uma curva de Phillips, que expressa o lado da oferta da economia, colocando a taxa de inflação (π_t) em função de seus próprios lags temporais (π_{t-1} , π_{t-2}), do hiato do produto (h_{t-1}), da taxa de inflação externa (π_t^F), da taxa de câmbio real, além de uma variável representativa de choques de oferta (ε_t^*), os coeficientes das equações medem a intensidade com que cada variável impacta a taxa de inflação. O documento do BCB³⁴ aborda a Curva de Phillips através das expectativas adaptativas (backward-looking) e das expectativas racionais (forward-looking), chegando à conclusão de que, devido às características da economia brasileira, o mais correto seria uma combinação de ambas.

- **Backward-looking:** considera as expectativas adaptativas, sendo mais simples de estimar, utilizando-se apenas de dois períodos. Esta abordagem mostrou-se fragilizada, segundo o próprio BCB durante a mudança de política e de regime enfrentada pela economia quando da implantação do regime de metas de inflação, alterando a forma com que os agentes formavam suas expectativas.

³³ Para mais informações sobre os modelos e a operacionalidade do regime de metas de inflação, ver Bogdanski at all, 2000.

³⁴ Bogdanski at all, 2000.

$$\pi_t = \alpha_1^b \pi_{t-1} + \alpha_2^b \pi_{t-2} + \alpha_3^b h_{t-1} + \alpha_4^b \Delta(p_t^F + e_t) + \varepsilon_t^b$$

- **Forward-looking:** assume que, à medida que o regime de metas de inflação ganha credibilidade, as expectativas dos agentes tendem a convergir para a meta pré-estabelecida, sendo a dificuldade a forma mais correta de medir essas expectativas.

$$\pi_t = \alpha_1^f \pi_{t-1} + \alpha_2^f E_t(\pi_{t+1}) + \alpha_3^f h_{t-1} + \alpha_4^f \Delta(p_t^F + e_t) + \varepsilon_t^f$$

- **Combinação das duas:** mostrou-se a forma mais adequada para a situação econômica da época, dando espaço para um componente inercial da inflação combinada às expectativas quanto ao seu comportamento futuro através de informações vindas do mercado, por exemplo.

$$\pi_t = \frac{(\alpha_1^f + \alpha_1^b)}{2} \pi_{t-1} + \frac{\alpha_2^f}{2} E_t(\pi_{t+1}) + \frac{\alpha_2^b}{2} \pi_{t-2} + \frac{(\alpha_3^f + \alpha_3^b)}{2} h_{t-1} + \frac{(\alpha_4^f + \alpha_4^b)}{2} \Delta(p_t^F + e_t) + \varepsilon_t^n$$

(iii) Uma equação de paridade descoberta da taxa de juros, para determinar os juros nominais com base: na expectativa de variação entre as taxas de câmbio entre dois países (dado pelo termo do lado esquerdo da equação), o diferencial das taxas de juros interna (i_t) e externa (i_t^F) e um prêmio de risco (x_t). Embora a taxa de juros externa e o prêmio de risco sejam variáveis exógenas, a primeira tende a se manter estável enquanto que a segunda apresentou grande volatilidade nos últimos anos, tornando muito difícil a sua previsão.

$$E_t e_{t+1} - e_t = i_t - i_t^F - x_t$$

(iv) Uma regra de reação da política monetária, conformada em uma regra de taxa de juros, que utilizaria a Regra de Taylor. Nesse caso, a taxa de juros no período atual (i_t) seria dada pela taxa de juros do período anterior (i_{t-1}) acrescida dos desvios entre a taxa de inflação no período atual (π_t) e a meta (π^*); e do hiato do produto no período atual (h_t).

$$i_t = (1 - \lambda)i_{t-1} + \lambda(\alpha_1(\pi_t - \pi^*) + \alpha_2 h_t + \alpha_3)$$

2.4. Instrumentos de política monetária

A crise financeira internacional de 2008 teve seu início em meados de 2007 com a elevação da inadimplência e da desvalorização dos ativos baseados nas hipotecas *subprime*³⁵. A crise toma proporções mundiais na medida em que são reveladas as interconexões financeiras estabelecidas entre instituições bancária e não-bancárias em um sistema que corria em paralelo, longe da supervisão e regulamentação dos governos, conhecido como *shadow banking system*. Segundo Farhi, esta configuração de relações financeiras multiplica os prejuízos com as operações de derivativos e produtos estruturados, lastreados em outras operações de crédito, por um fator desconhecido, não permitindo a mensuração das perdas uma vez que, assim como o risco, essas se encontram pulverizadas. Com o objetivo de expandir o volume de crédito concedido, os bancos, submetidos à regulação, realizaram operações de retirada de parte dos ativos, e respectivos riscos, de seus balanços, uma vez que o capital próprio era insuficiente para cumprir as exigências dos Acordos de Basileia, tornando-se assim meros intermediários (FARHI, 2010).

Com a falência do Lehman Brothers, os bancos passaram a encontrar dificuldades na obtenção de recursos pela retração do mercado interbancário, necessitando da intervenção dos Bancos Centrais, injetando liquidez e garantindo as novas emissões de dívida para tentar restabelecer a confiança do sistema financeiro. Na zona do euro, esses aportes somaram € 2 trilhões (22,5% PIB regional) enquanto nos EUA, o valor foi de US\$ 13,7 trilhões que incluía o *Trouble Asset Relief Program* (US\$ 700 bilhões), o *Financial Stability Plan* e o *Financial Stability Trust*. O Fed ainda atuou reduzindo os juros próxima a zero e disponibilizando recursos para estimular o crédito ao consumidor (US\$ 1 trilhão) e para abrandar a execução de hipotecas (US\$ 50 bilhões) na tentativa de conter a crise imobiliária (FARHI, 2010).

O BCB, à época da crise em 2008, era comandado por Henrique Meirelles. Com a posse da presidente Dilma Rousseff em 2011, Alexandre Tombini foi nomeado novo presidente e este deu continuidade às mudanças na condução da política monetária iniciadas em 2010. O novo presidente do BCB, sob forte desconfiança do mercado, aprofundou as chamadas medidas macroprudenciais para auxiliar no controle das pressões inflacionárias que emergiram com a

³⁵ Subprime são créditos de risco concedidos a clientes que não apresentam garantias suficientes para obter taxas de juros mais vantajosas.

retomada do crescimento da economia nacional, sem abandonar, no entanto, seu instrumento tradicional: a Selic.

2.4.1. Selic

A taxa Selic é considerada pelo próprio BCB o “... mais importante instrumento de política monetária à disposição do Banco Central” (BCB, 1999, p.87). Seguindo esta visão e com o objetivo de “evitar que a gestão da crise comprometesse o regime de política vigente nos últimos dez anos, e que tem se mostrado muito bem sucedido, qual seja manter a política monetária voltada para promover a convergência da inflação à trajetória de metas, e a flutuação cambial” (TORÓS, 2010, p.9), a autoridade monetária optou por atuar, no início de 2009, através desse seu instrumento tradicional. Esta ação não ocorreu de forma imediata, ao final de 2008, sendo o governo fortemente criticado por iniciar os cortes tardiamente, o que para muitos, amplificou as perdas com relação ao emprego e comprometeu o crescimento econômico muito além do que seria o inevitável diante do cenário adverso.

Na reunião de setembro de 2008, mesmo considerando a expectativa de deterioração do crescimento econômico mundial, o Copom ainda não enxergava grandes chances de queda dos preços internamente, decidindo então pela elevação da Selic em 75 p.b.³⁶, sem viés, ou seja, sem possibilidade de alteração até a próxima reunião, que ocorreria em outubro. Nas duas últimas reuniões do ano, em outubro e dezembro, já com a piora do cenário internacional e maior incerteza quanto à evolução da atividade econômica, o Comitê optou pela manutenção da taxa em 13,75% a.a. A opção pela manutenção, segundo o Relatório Anual de 2008, tem base na avaliação do Copom com relação ao impacto da crise sobre a disponibilidade de crédito para a sustentação da demanda interna e sobre a confiança dos consumidores e empresários, considerando, porém que mesmo com a possibilidade de acomodação dos preços das *commodities*, ainda havia riscos sobre a dinâmica inflacionária (BCB, 2008).

Foi apenas na reunião de janeiro de 2009 que teve início o tão esperado ciclo de cortes da Selic, momento no qual o Copom avaliou que os impactos da crise internacional sobre a economia permitiriam uma trajetória do IPCA condizente com a meta. Na reunião de março, o aperto nas condições de crédito, a deterioração da confiança dos agentes e a retração da

³⁶ P.b. é uma notação que significa ponto base. Um ponto base corresponde a 0,01 ponto percentual, ou seja, a elevação de 75 p.b. corresponde a 0,75 ponto percentual.

atividade econômica global resultaram em aumento da capacidade ociosa afetando de forma significativa a trajetória da inflação, a despeito dos ajustes no balanço de pagamentos e dos mecanismos de realimentação inflacionária. Nas reuniões de abril e junho, a flexibilização monetária continuou sendo justificada pela adversidade do cenário internacional e seus impactos sobre a atividade econômica brasileira, mas com a melhora de alguns indicadores como: expansão da produção industrial, utilização da capacidade, emprego e confiança dos agentes, o Comitê considerou a necessidade de parcimônia na implementação de estímulos adicionais. A reunião de julho reduziu a Selic para 8,75% a.a., mantendo este patamar até março de 2010. A postura mais cautelosa do Copom foi justificada pela avaliação de que o IPCA se encontrava em uma trajetória consistente com a meta e que deveria ser considerada a magnitude das medidas tomadas desde o início do ano (BCB, 2009 e 2010).

Em 2010, o IPCA fechou o ano em 5,91%, acima, portanto do centro da meta de inflação estabelecida pelo CMN, de 4,5% a.a., mas dentro das bandas de variação de 2 pontos percentuais para mais ou para menos. A justificativa, segundo o BCB, está nos efeitos primários de choques negativos de oferta, com destaque para os preços das *commodities*, no segundo semestre de 2010, que se estenderam para o ano seguinte (BCB, 2011b). A taxa de juros foi mantida estável em 8,75% nas duas primeiras reuniões do ano, sendo este valor o menor da série desde 1999. Já nas três reuniões seguintes, o Copom iniciou um ciclo de aperto monetário com elevação total de 200 p.b., levando a Selic a fechar 2010 em 10,75%, não sendo alterada nas duas últimas reuniões do ano. A justificativa para a reversão da tendência dos juros foi a retomada da atividade econômica, expressa pela aceleração do índice de inflação, e o crescimento de 7,5% do PIB, maior valor registrado para o índice desde 1986, que fechou o ano, segundo o IBGE, em R\$ 3,675 trilhões (BCB, 2010).

Tabela 2: Taxa Selic no período de jan/2008 a ago/2011

Reunião	data	Selic % a.a.	Reunião	data	Selic % a.a.	Reunião	data	Selic % a.a.
161 ^a	31/8/2011	12	151 ^a	9/6/2010	10,25	141 ^a	11/3/2009	11,25
160 ^a	20/7/2011	12,5	150 ^a	28/4/2010	9,5	140 ^a	21/1/2009	12,75
159 ^a	8/6/2011	12,25	149 ^a	17/3/2010	8,75	139 ^a	10/12/2008	13,75
158 ^a	20/4/2011	12	148 ^a	27/1/2010	8,75	138 ^a	29/10/2008	13,75
157 ^a	2/3/2011	11,75	147 ^a	9/12/2009	8,75	137 ^a	10/9/2008	13,75
156 ^a	19/1/2011	11,25	146 ^a	21/10/2009	8,75	136 ^a	23/7/2008	13
155 ^a	8/12/2010	10,75	145 ^a	2/9/2009	8,75	135 ^a	4/6/2008	12,25
154 ^a	20/10/2010	10,75	144 ^a	22/7/2009	8,75	134 ^a	16/4/2008	11,75
153 ^a	1/9/2010	10,75	143 ^a	10/6/2009	9,25	133 ^a	5/3/2008	11,25
152 ^a	21/7/2010	10,75	142 ^a	29/4/2009	10,25	132 ^a	23/1/2008	11,25

Fonte: Banco Central do Brasil

A retomada do crescimento econômico, a partir do início de 2010, trouxe consigo novamente pressões inflacionárias levando o BCB, então, a adotar uma série de medidas macroprudenciais como um instrumento auxiliar de política monetária de manipulação da taxa de juros.

2.4.2. Medidas macroprudenciais

Com a retomada da atividade econômica, já no início de 2010, a autoridade monetária se viu novamente frente aos problemas das pressões inflacionárias e da apreciação cambial. O crescimento, com expansão do emprego e da renda, elevou o consumo através da expansão do crédito às famílias com condições melhores de juros, prazos e também riscos menores. A economia brasileira ainda apresentava juros elevados, boas perspectivas de crescimento e estabilidade política, tornando o país atrativo para os capitais internacionais que elevaram consideravelmente o aporte de recursos nos mercados de capitais (BCB, 2011c).

Neste cenário, em dezembro de 2010, o BCB optou, sob muita descrença do mercado, pela utilização das chamadas medidas macroprudenciais³⁷, atenuando as expectativas de elevação dos juros. No caso brasileiro, assim como muitos outros países emergentes, as medidas macroprudenciais mostram-se oportunas uma vez que a elevação da taxa de juros doméstica, em contraste com os baixos juros internacionais, poderia atrair capitais externos, financiando uma expansão do crédito e assim, anulando a política contracionista original. A utilização da elevação da alíquota do compulsório³⁸, por exemplo, afeta a demanda agregada e a inflação por meio da suavização da expansão do crédito, elevando as taxas de empréstimo e contendo o crescimento dos volumes de crédito com recursos livres dos bancos (BCB, 2001c).

Uma das medidas anunciadas pela autoridade monetária no dia 03/12/2010 foi a elevação dos requerimentos de capital das instituições financeiras³⁹ de 11% para 16,5%, através do aumento do FPR, fator de ponderação de risco, que passou a ser de 150%, frente ao valor anterior, de 100%. Foram excluídos da incidência do aumento do FPR as operações de crédito rural, crédito habitacional e o financiamento ou arrendamento mercantil de veículos de carga, estando sujeitos a esse aumento o crédito consignado acima de 36 meses e as demais operações acima de 24 meses, como o caso de financiamento ou arrendamento mercantil de veículos⁴⁰. Outra medida foi a elevação do valor mínimo de pagamento da fatura de cartão de crédito⁴¹ para 15% a partir de 01/06/2011, com previsão de nova elevação, para 20%, em 01/12/2011.

³⁷ “O Conselho Monetário Nacional (CMN) e a diretoria colegiada do Banco Central (BC) adotaram um conjunto de medidas de natureza macroprudencial para aperfeiçoar os instrumentos de regulação existentes, manter a estabilidade do Sistema Financeiro Nacional (SFN) e permitir a continuidade do desenvolvimento sustentável do mercado de crédito. As iniciativas visam, ainda, dar prosseguimento ao processo de retirada gradual dos incentivos introduzidos para minimizar os efeitos da crise financeira internacional de 2008”. Declaração publicada no site do BCB: <http://www.bcb.gov.br/textonoticia.asp?codigo=2819&idpai=noticias>.

³⁸ Os depósitos compulsórios são encaixes não remunerados que bancos comerciais e bancos universais com carteira comercial têm de manter junto ao Banco Central. Atualmente o depósito compulsório é calculado como um percentual sobre os depósitos à vista, poupança e a prazo, recebidos pelos bancos comerciais. A base de incidência vai um pouco além dessas três categorias, mas os demais não representam percentuais significativos.

³⁹ Ver circular N.0003515: <https://www3.bcb.gov.br/normativo/detalharNormativo.do?method=detalharNormativo&N=110101961>

⁴⁰ A publicação completa no site do BCB: www.bcb.gov.br/textonoticia.asp?codigo=2819&idpai=noticias.

⁴¹ Ver circular N. 003512: <https://www3.bcb.gov.br/normativo/detalharNormativo.do?method=detalharNormativo&N=110099472>

O BCB e o CMN anunciaram no dia 03/12/2010, em nota publicada na internet⁴², a decisão de elevação das alíquotas dos depósitos compulsórios sobre depósitos à vista e a prazo⁴³, de expansão do limite de garantia prestada pelo FGC⁴⁴, e estabeleceram um cronograma para a extinção do DPGE. Determinaram ainda a redução do volume de depósitos que as instituições podem emitir com a garantia especial concedida pelo FGC⁴⁵.

2.5. O período atual

O ano de 2011 começa com uma nova fonte de instabilidade, vinda de alguns países da zona do euro: Portugal, Irlanda, Itália e Grécia, os chamados PIIGS. Os questionamentos quanto à capacidade de pagamento das dívidas destes países colocam em risco não apenas os bancos europeus, mas também ameaçam diversas outras economias que sofrerão as conseqüência de um calote, seja pela via financeira, seja pelos mecanismos de transmissão que afetam a economia real, tais como câmbio, inflação e comércio exterior. A este cenário de incerteza juntam-se a dificuldade norte-americana de reerguer sua economia, as baixas taxas de crescimento das economias maduras, as pressões inflacionárias nas economias emergentes e as turbulências nos países do norte da África, que se espalham para o Oriente Médio (BCB, 2011a).

A inflação nos primeiros meses de 2011 apresentou taxas elevadas justificadas, segundo o BCB, pelo impacto de fatores sazonais internos e externos, como: a elevação do preço dos alimentos *in natura*, o reajuste de tarifas (transporte público e mensalidades escolares) e a elevação dos preços das *commodities* no mercado internacional. Outro fator foi a inflação dos serviços, causada basicamente pelo desequilíbrio entre oferta e demanda (BCB, 2011b). Diante deste cenário e apesar da incerteza sobre a economia global, o BCB iniciou um

⁴² Idem nota 37.

⁴³ Segundo publicação do Jornal O Estado de São Paulo, o BCB estima que o impacto seria de R\$ 61 bilhões: “BC diz que juro ao consumidor pode subir” (03/12/2010).

⁴⁴ O limite de garantia dos depósitos e créditos protegidos pelo FGC será elevado de R\$ 60 mil para R\$ 70 mil por depositante

⁴⁵ O cronograma determina a redução do volume de depósitos, iniciando em janeiro de 2012, um ritmo de 20% ao ano até 2016 até a extinção da possibilidade de realização de novas captações.

aperto monetário elevando em 0,5 p.p. a taxa Selic já em janeiro, prosseguindo a elevação de mesma magnitude, até a reunião de julho⁴⁶.

Próximo da reunião do COPOM de agosto, as declarações do BCB demonstravam uma percepção mais pessimista sobre o cenário internacional, vislumbrando menor crescimento da economia mundial e elevação dos riscos de recessão nos países centrais. O resultado da reunião surpreendeu o mercado, que esperava um corte de 0,25 p.p., levando a Selic a 12,25%. A nota da 161ª reunião esclarecia que o COPOM havia decidido pela redução da Selic em 0,5 p.p., para 12% a.a., avaliando que “... o cenário internacional manifesta viés desinflacionário no horizonte relevante” o que contribuiria para a moderação da atividade doméstica, tornando assim o balanço de riscos para a inflação mais favorável⁴⁷.

A decisão do COPOM foi fortemente criticada pelo mercado. Nos dias que se seguiram à reunião, a imprensa divulgou diversas opiniões de agentes do mercado e ex-banqueiros centrais se opondo à postura da autoridade monetária. Muitas dúvidas surgiram com relação ao abandono do regime de metas, com a inflação sendo substituída por metas de crescimento. Outras críticas se direcionavam ao que o mercado chamou de falta de clareza, por parte do BCB, na comunicação ao mercado de seus movimentos e também à submissão da autoridade monetária às vontades políticas do governo⁴⁸. O apoio à decisão do BCB veio em grande parte da academia, nas opiniões de economistas como Yoshiaki Nakano e Delfim Netto. Além de compartilhar da visão do BCB quanto à desaceleração da economia mundial, Delfim defende um olhar não apenas sobre a inflação futura, mas sobre o crescimento futuro. Nakano, por sua vez, destaca a existência de defasagens entre a alteração dos juros e seus efeitos sobre a economia real além do fato de que “... o sistema de metas pressupõe um bom sistema de previsão de inflação futura para compará-la com a meta e daí tomar a decisão de mudar a taxa de juros”, isto é, a previsão quanto ao comportamento futuro da inflação mostra-se muito difícil de mensurar e assim comprovar ao mercado⁴⁹.

⁴⁶ Histórico das taxas de juros: <http://www.bcb.gov.br/?COPOMJUROS>

⁴⁷ Nota à imprensa - 161ª Reunião: <http://www.bcb.gov.br/?NOTACOPOM161>.

⁴⁸ Notícia publicada no site do jornal Valor Econômico: “Um governo, três metas: inflação, PIB e câmbio”, (09/09/2011).

⁴⁹ Notícias publicadas no site do jornal Valor Econômico: “Um viva para o Copom”, Antonio Delfim Netto, 06/09/2011; “Finalmente a independência do Banco Central”, Yoshiaki Nakano (14/09/2011)

Depois do alvoroço causado pela decisão do COPOM na reunião de agosto, grande parte dos agentes do mercado alterou suas projeções⁵⁰, uma vez que as previsões do BCB mostraram-se coerentes com a deterioração do cenário internacional. A decisão de corte da Selic em 0,5 p.p. em cada uma das duas últimas reuniões do ano, levando a Selic a fechar 2011 em 11%, já havia sido antecipada pelo mercado⁵¹. O mercado tem dado grande importância às atas das reuniões, na busca por informações quanto aos próximos movimentos do COPOM. O destaque fica por conta da expressão do Presidente do BCB “ajustes moderados”⁵², presente nas duas últimas atas e que, para o mercado, sinalizaria uma manutenção da política de cortes dos juros podendo atingir, em 2012, a Selic de um dígito⁵³. Antes do final do ano, o CMN e o BCB ainda deram continuidade à utilização das medidas macroprudenciais⁵⁴, afrouxando as restrições ao crédito impostas anteriormente, em dezembro de 2010. No dia 11/11/2011, a Diretoria Colegiada do órgão aprovou a medida⁵⁵ que ajusta os requisitos para cálculo do PRE e manteve os valores mínimos para o pagamento da fatura do cartão de crédito (15%), que tinham previsão de serem novamente elevados em dezembro de 2011⁵⁶.

Outro fato que alvoroçou o mercado, mesmo que apenas por alguns dias, foi a proposta de um projeto de Lei⁵⁷ alterando o texto da Constituição que trata das funções do BCB, com o objetivo ampliar suas competências. Segundo o texto do projeto, ao BCB caberia, além da busca pela estabilidade de preços, a garantia da solidez e da eficiência do sistema financeiro

⁵⁰ Relatório Focus: <http://www4.bcb.gov.br/pec/GCI/PORT/readout/R20110909.pdf> (09/09/2011)

⁵¹ Notícia publicada no site do Jornal Valor Econômico: “Cresce aposta em queda prolongada da taxa Selic” (29/11/2011)

⁵² Ata da 161ª reunião: <http://www.bcb.gov.br/?copom161>. Ata da 162ª reunião: <http://www.bcb.gov.br/?copom162>

⁵³ Notícia publicada no site do Jornal Valor Econômico: “Elite’ prevê Selic de 9,5% em 2012 (29/11/2011).

⁵⁴ Outras medidas macroprudenciais foram adotadas pelo BCB para combater o excesso de liquidez, causado pela forte entrada de capitais internacionais, atraídos pela combinação de crescimento econômico com a melhora no risco-país e a elevação da classificação de risco dos títulos soberanos. Foi instituído um depósito compulsório sobre posições vendidas em câmbio das instituições bancária que excedessem determinado valor, em paralelo com a taxação em 6% de IOF sobre os empréstimos tomados no exterior com prazo inferior a 360 dias ampliado, posteriormente para 720 dias (BCB, 2011a)

⁵⁵ Ver circular N. 003563 no endereço: <https://www3.bcb.gov.br/normativo/detalharNormativo.do?method=detalharNormativo&N=111078185>

⁵⁶ A notícia publicada no site do BCB: <http://www.bcb.gov.br/textonoticia.asp?codigo=3296&idpai=noticias>.

⁵⁷ Proposto pelo Senador Lindberg Farias aprovado pela Comissão de Assuntos Econômicos do Senado (CAE), o Projeto de Lei nº 477 tem como objetivo explicitar a competência do BCB em “... perseguir a estabilidade do poder de compra da moeda, garantir que o sistema financeiro seja sólido e eficiente e estimular o crescimento econômico e a geração de empregos”. O texto pode ser lido na íntegra no endereço: <http://legis.senado.gov.br/mate-pdf/94535.pdf>

nacional bem como o estímulo ao crescimento e à geração de empregos. O projeto foi retirado dias depois, sob críticas do presidente do BCB e da presidente da República, uma vez que o projeto poderia representar a interferência do governo na autonomia do BCB⁵⁸, abalando a credibilidade da autoridade monetária e de suas políticas.

⁵⁸ Artigo publicado no jornal O Estado de São Paulo: “Proposta que amplia competências do BC será retirada da pauta de votações” (09/11/2011).

Conclusão

A crise financeira internacional de 2008 despertou questionamentos quanto à função, estrutura e atuação dos Bancos Centrais nas últimas décadas. Um dos questionamentos se refere à eficácia do modelo de condução das políticas monetárias adotado desde o final da década de 80. Neste período, grande parte dos Bancos Centrais pelo mundo passou a aceitar os pressupostos do arcabouço novo-clássico, adotando o regime de metas de inflação.

O Brasil foi um dos países a adotar formalmente o regime de metas de inflação. Após a crise cambial de 1999, que levou ao abandono do regime de câmbio fixo administrado, o CMN e o BCB decidiram pela adoção do regime de metas de inflação. No primeiro relatório após a reunião do COPOM, publicado em junho de 1999, a autoridade monetária deixou clara a sua opção pelo regime e a aceitação do arcabouço teórico por trás do mesmo. Ao BCB caberia apenas um objetivo: garantir a estabilidade de preços por meio de um único instrumento de política monetária, que seria a taxa de juros de curto prazo. Nos quase onze anos que se seguiram desde a sua adoção, o BCB tem feito política monetária de acordo com este modelo, apenas reagindo aos movimentos da inflação dentro de um espaço muito restrito de atuação.

O regime de metas de inflação adotado no Brasil mostrou-se muito rígido, diferentemente do chamado *framework*, cujo espaço de atuação é mais amplo, permitindo a absorção de choques exógenos. Sendo assim, o modelo brasileiro é criticado por ser muito custoso para o crescimento econômico, uma vez que o combate à inflação muitas vezes significa a desaceleração da economia, com queda do produto e aceleração do desemprego. O engessamento da atuação do BCB também traz problemas em momentos de crise uma vez que, para tantas fontes de instabilidade, a autoridade monetária possui apenas uma forma de reagir.

Este problema se colocou após a crise financeira internacional, mais precisamente quando da retomada da atividade econômica brasileira, em meados de 2010. Assim como outras economias emergentes, as pressões inflacionárias se manifestaram logo que a economia começou a se reaquecer, diminuindo as taxas de desemprego e acelerando a demanda. Um dos fatores de destaque no período foi a grande entrada de capitais estrangeiros, atraídos pelas elevadas taxas de juros internas em relação aos juros internacionais, que estimulou a expansão do crédito doméstico.

O BCB iniciou então um ciclo de aperto monetário que se estenderia até o segundo semestre de 2011, elevando a Selic na tentativa de conter as pressões inflacionárias. Porém, já no final de 2010, a autoridade monetária optou adicionalmente pela adoção das medidas macroprudenciais como auxiliares no combate à inflação e na garantia da solidez do sistema financeiro nacional. As medidas macroprudenciais impactaram, em sua grande maioria, os recursos disponíveis aos bancos comerciais e bancos universais com carteira comercial, para a realização de empréstimos. Desta forma, o BCB tinha como objetivo não apenas dar um passo adiante no que se refere à estabilidade do sistema bancário, em voga nas discussões internacionais após a crise, mas também contar com um instrumento auxiliar no combate à inflação. O BCB foi questionado quanto à possibilidade do abandono do regime de metas de inflação, uma vez que estaria utilizando instrumentos alternativos na busca de objetivos múltiplos e adotando uma postura subserviente aos propósitos políticos do Governo Federal. Em outras palavras, para o mercado, a autoridade monetária estaria realizando políticas discricionárias, tolerando uma taxa de inflação mais elevada em prol da estabilidade da economia.

Embora o abandono do regime de metas de inflação tenha sido refutado pela própria autoridade monetária, é possível sugerir que o BCB esteja migrando para um regime de metas mais flexível, admitindo que choques externos possam afetar a meta de inflação tornando difícil seu cumprimento sem um grande sacrifício da economia real. Se considerarmos que a taxa de juros brasileira, além de ter efeitos limitados sobre o IPCA, também se apresenta como grande inibidora do investimento, e conseqüentemente do crescimento econômico, a busca por instrumentos auxiliares de política monetária torna-se ainda mais válida. Não há motivos para acreditar que qualquer mudança ocorreria de forma tranqüila, uma vez que um novo modelo de Banco Central, com um novo desenho de política monetária, traz muitas implicações teóricas e práticas. Uma possibilidade no caso brasileiro, seria esperar que a própria conjuntura econômica nacional, sob influência da dinâmica internacional, modifique o espaço de atuação do BCB, demandando um novo formato de política monetária, que consiga o apoio dos agentes, uma vez que a intervenção política está fora de cogitação.

Referências Bibliográficas

- Arestis, P. Sawyer, M. The New Consensus Macroeconomics: an unreliable guide for policy. Revista da Faculdade de Ciências Econômicas - Universidade Federal do Rio Grande do Sul.2011.
- Banco Central do Brasil. Série perguntas mais freqüentes: Índice de preços no Brasil. Atualizado em fevereiro de 2010. 2010.
- Banco Central do Brasil. Relatório Anual 2008, volume 44, 2008.
- Banco Central do Brasil. Relatório Anual 2009, volume 45, 2009.
- Banco Central do Brasil. Relatório de Estabilidade Financeira Nov/2007
- Banco Central do Brasil. Relatório de Estabilidade Financeira Set/2011. Volume 10, número 2, 2011a.
- Banco Central do Brasil. Relatório de Inflação Junho/1999, volume 1, número 1.1999
- Banco Central do Brasil. Relatório de Inflação Março/2011, volume 13, número 1. 2011b.
- Banco Central do Brasil. Relatório de Inflação Junho/2011, volume 13, número 2. 2011c.
- Banco Central do Brasil. Relatório de Inflação Setembro/2011, volume 13, número 3. 2011d.
- Bernanke, B. S.; Laubach, T.; Mishkin, F.S. & Posen, A.S. Inflation Targeting: lessons from the international experience. Princeton, Princeton University Press, 1999.
- BIS. 77th Annual Report: 1 April 2006–31 March 2007. Basel, 24 June 2007.
- BIS. 78th Annual Report: 1 April 2007–31 March 2008. Basel, 30 June 2008.
- BIS, IMF and FSB. Macroprudential policy tools and frameworks. Update to G20 Finance Ministers and Central Bank Governors. Fevereiro 2011a.
- BIS. BIS Papers n° 55. The future of Central Banking under post-crisis mandates. Ninth BIS Annual Conference 24–25 June 2010. Monetary and Economic Department. January 2011b.
- Blanchard, Olivier. Macroeconomia. 4ª edição. 2007. Editora Pearson Prentice Hall.
- Bogdanski, J., Tombini, A. A., Werlang, S.R.C. Implementing Inflation Targeting in Brazil. Working Paper Series n°1. Banco Central do Brasil. July, 2000.
- Caruana, Jaime. The great financial crisis: lessons for the design of central banks. BIS. May 2010. Colloquium in honour of Lucas Papademos.
- Carvalho, Fernando J. Cardim de et all. Economia Monetária e Financeira, Teoria e política. 2007. 2ª edição, Editora Campus.

Costa, Fernando Nogueira da. Economia monetária e financeira: uma abordagem pluralista. 1999. Editora Makron Books.

Deos, Simone Silva de e Andrade, Rogério P. Metas de inflação: lições da Era Greenspan. Texto para discussão IE/UNICAMP, Campinas n 121, abr 2006.

Farhi, M. Análise comparativa do regime de metas de inflação: pass-through, formatos e gestão nas economias emergentes. Texto para discussão IE/UNICAMP, n127, jul 2007.

Farhi, M. Crise financeira e reformas da supervisão e regulação. Anais do III Encontro da Associação Keynesiana Brasileira. 2010.

Feijó, C. A. et al. Contabilidade Social. O novo sistema de contas nacionais no Brasil. Ed. Campus, 2ª edição, 2004.

Keynes, J. M. A Teoria geral do emprego, do juro e da moeda. Ed. Atlas, 13 reimpressão, 2007.

Modenesi, André de Melo. Regimes monetários: teoria e experiência do real. 2005. Editora Manole.

Montoro, Carlos e Moreno, Ramon. The use of reserve requirements as a policy instrument in Latin America. BIS Quarterly Review, março 2011.

Torós, Mário e Mesquita, Mário. Consideração sobre a atuação do Banco Central na crise de 2008. Trabalhos para discussão 202, Banco Central, março de 2010.

Sicsú, J. Keynes e os Novos-Keynesianos. Revista de Economia Política, vol. 19, n° 2 (74) , abril-junho 1999.

Sites:

WWW.ipeadata.gov.br

WWW.bcb.gov.br