



UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS
Instituto de Economia

Hugo Passos Favery

**O regime de metas de inflação em reforma: debate internacional e
mudanças no Brasil**

Campinas
2011

Hugo Passos Favery

O regime de metas de inflação em reforma: debate internacional e mudanças no Brasil

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 do Prof. Dr. André Martins Biancareli

**Campinas
2011**

Campinas

2011

FAVERY, Hugo Passos. **O regime de metas de inflação em reforma:** debate internacional e mudanças no Brasil. 2011. 58 folhas. Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação) – Instituto de Economia. Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2011.

Resumo

Este trabalho pretende estudar a condução do regime de metas de inflação no Brasil no período recente, considerando o final de 2010 e ao longo de 2011, quando houve indícios de mudança na condução do regime. Para isso, será tomado por base o debate teórico que vem ocorrendo no plano internacional no período após o início da crise, para contextualizar a atuação do Banco Central no Brasil. No plano nacional, tomar-se-á por base a condução do regime de metas até o período atual e as principais críticas feitas a ela, buscando verificar em que medida as mudanças que vem ocorrendo na atuação do Banco Central atendem a essas críticas.

Palavras chave: regime de metas de inflação no Brasil; críticas; crise internacional

Abstract

This study aims to investigate the conduction of inflation targeting regime in Brazil in recent period, considering the end of 2010 and throughout 2011, when there was evidence of change in the conduction of the regime. It will be considered the theoretical debate that has taken place at international level in the period following the onset of crisis, to contextualize the work of the Central Bank in Brazil. At national level, it will be considered the conduction of inflation targeting until the present period and the main criticism leveled at it, to check to what extent the changes that have occurred in the performance of the Central Bank meet these criticisms.

Keywords: inflation targeting regime in Brazil, criticism, international crisis

Sumário

Introdução	1
Capítulo 1 – O regime de metas de inflação: bases teóricas, o “novo consenso macroeconômico” e o debate após o início da crise	4
1.1 Bases teóricas: o modelo novo-clássico.....	4
1.1.1 Hipóteses do modelo novo-clássico	5
1.1.2 Implicações de política econômica.....	7
1.2 O Novo Consenso Macroeconômico e o regime de metas de inflação.....	8
1.3 Características do regime de metas de inflação	12
1.4 Críticas teóricas ao regime de metas de inflação	13
1.5 O debate teórico sobre a política macroeconômica após o início da crise.....	15
1.5.1 Lições da crise para o “novo consenso” e políticas propostas	16
1.5.1.1 Medidas macroprudenciais	19
1.5.1.2 Políticas monetárias não convencionais	21
1.6 Conclusão.....	23
Capítulo 2 – O regime de metas de inflação no Brasil	25
2.1 Implementação e condução do regime de metas de inflação no Brasil	25
2.2 Críticas ao regime de metas de inflação no Brasil.....	31
Capítulo 3 – Mudanças recentes no regime de metas de inflação no Brasil	39
3.1 A condução do regime até julho: medidas macroprudenciais e elevação da taxa juros 39	
3.2 A condução do regime a partir de agosto: redução da Selic	43
Conclusão	47
Anexo I	50
Referencias Bibliográficas	52

Introdução

O regime de metas de inflação vem sendo considerado por muitos economistas do *mainstream* como a maneira mais eficiente de condução da política monetária, tendo sido adotado pelos bancos centrais de muitos países a partir da década de 1990, entre eles o Brasil, que adotou o regime em 1999.

O regime de metas de inflação se constitui no anúncio prévio de uma meta para inflação em prazo pré-determinado e no compromisso explícito do Banco Central com o cumprimento da meta. Essa política é baseada em pressupostos ortodoxos, como a neutralidade da moeda e as expectativas racionais, que implicam na conclusão de que a política monetária é ineficaz para afetar as variáveis reais no longo prazo e de que há um viés inflacionário na prática governamental. Com isso, a política monetária deveria enfatizar a estabilidade de preços por meio da aplicação de uma regra, que evitasse discricionariedades por parte da autoridade monetária, utilizando a taxa de juros de curto prazo como instrumento praticamente exclusivo para atingir tal fim (Freitas, 2010). Entre os principais economistas do *mainstream*, formou-se um consenso de que essa seria a melhor política monetária.

Tal consenso, porém, vem sendo questionado a partir das reflexões posteriores à crise financeira internacional cujo ápice se deu em 2008. Muitos economistas que se opunham a essas ideias viram a crise como prova de sua ineficácia e dentro do próprio *mainstream* surgiram debates sobre as lições a serem aprendidas com a crise, havendo questionamento de alguns princípios que eram considerados corretos, como a estabilidade de preços como objetivo único para a política monetária, a proposição de alguns ajustes nos modelos de condução dessa política e a consideração de medidas de caráter regulatório para o sistema financeiro, como as medidas macroprudenciais (o exemplo mais notório é Blanchard *et al.*, 2010).

No Brasil, o regime de metas inflacionárias foi adotado após a crise que levou ao abandono da âncora cambial e à adoção do regime de taxa de câmbio flutuante, no primeiro semestre de 1999. O regime de metas de inflação foi adotado no país em um formato pouco flexível, com a determinação de metas de inflação consideradas baixas para a realidade brasileira e horizonte temporal curto para o cumprimento, visando garantir a credibilidade do Banco Central no combate à inflação, mas dando pouca margem para atuação na acomodação de choques que podem impactar a taxa de câmbio, o nível de preços, de produto e de emprego, aos quais os países emergentes estão mais vulneráveis (conforme Farhi, 2007). Com essa política, o Banco Central conseguiu manter a inflação em patamares considerados baixos,

mas à custa de elevações frequentes da taxa de juros, sofrendo críticas quanto à natureza da política aplicada e pelo fato de ela limitar o crescimento econômico do país.

A partir do final de 2010, o Banco Central do Brasil deu sinais que sugerem uma mudança de atitude na condução do regime. Inicialmente adotou as chamadas medidas macroprudenciais, retirando incentivos ao crédito dados durante a pior fase da crise, visando regular a oferta de crédito para reduzir a demanda. Em 2011, já sob novo comando, a autoridade monetária também explicitou uma maior preocupação com a taxa de câmbio e informou que consideraria um prazo maior para atingir o centro da meta, indo contra as pressões do mercado. Com essas mudanças, a condução da política monetária passou a ser motivo de discussão nos meios de comunicação especializados e entre os economistas, com a sinalização de que estaria havendo uma mudança de postura do Banco Central na condução do regime de metas inflacionárias, indicando uma flexibilidade que não havia na gestão anterior.

Dessa forma, pela inegável importância da atuação do Banco Central para o crescimento e desenvolvimento do país, considera-se relevante analisar os objetivos da política monetária e os instrumentos utilizados para atingi-los. No momento em que se abre o debate teórico internacional e a partir do momento atual da atuação do Banco Central, pretende-se estudar neste trabalho a condução do regime de metas de inflação no Brasil ao longo de 2011. Nesse sentido, é importante caracterizar o debate teórico que vem ocorrendo no plano internacional, identificando os principais pontos de discussão, especialmente os que envolvem a condução da política monetária e o regime de metas inflacionárias, para contextualizar a atuação do Banco Central no Brasil. No plano nacional, tomar-se-á por base a condução do regime de metas até o período atual e as principais críticas feitas a ela, tentando verificar em que medida as mudanças que vem ocorrendo na atuação do Banco Central atendem a essas críticas.

Para analisar a condução da política monetária brasileira no período recente, será feita no primeiro capítulo uma revisão da teoria do regime de metas de inflação, abordando os principais conceitos teóricos que dão suporte a esse regime, como os pressupostos da escola novo-clássica e o posterior desenvolvimento novo-keynesiano, resultando no chamado “novo consenso macroeconômico”, e será abordada a discussão teórica sobre a política macroeconômica após a crise de 2008, na qual muitos dos economistas do *mainstream* passaram a rever algumas das posições consideradas consensuais, de forma a contextualizar a atuação recente do Banco Central.

No segundo capítulo, será feita a revisão da implementação do regime de metas de inflação no Brasil e da sua condução até 2010, abordando a atuação do Banco Central e as principais críticas que foram feitas à condução desse regime no Brasil. Já no terceiro capítulo, será abordada a condução do regime de metas de inflação no Brasil no período recente, ou seja, do final de 2010 e ao longo de 2011, quando foram observadas algumas mudanças na atuação do Banco Central, analisando as medidas tomadas e verificando em que grau elas atendem às críticas feitas à condução do regime e em que medida estão adequadas ao debate que ocorre no plano internacional. Ao final será realizada uma conclusão abordando os principais pontos do trabalho.

Capítulo 1 – O regime de metas de inflação: bases teóricas, o “novo consenso macroeconômico” e o debate após o início da crise

Nesse capítulo inicial, será feita uma revisão teórica dos pressupostos que embasam o regime de metas de inflação e uma caracterização desse regime. O ponto de partida é o modelo novo-clássico, cujos princípios teóricos implicam que a política monetária é ineficaz, possui uma inconsistência temporal e um viés inflacionário, sendo que a melhor estratégia de política monetária é a adoção de uma regra definida, que evita ações discricionárias por parte dos governantes. Serão abordados também alguns aspectos do “novo consenso macroeconômico”, formado na década de 1990, com a adesão dos economistas novo-keynesianos a princípios da escola novo-clássica, verificando suas principais propostas de política macroeconômica até a recente crise, entre elas o regime de metas de inflação. Será realizada uma caracterização do regime de metas de inflação e abordadas algumas das críticas às teorias que dão suporte ao regime. Em seguida, será feita uma abordagem do debate ocorrido no plano internacional após a crise iniciada em 2007, que expôs algumas das fragilidades da política macroeconômica considerada consensual até aquele momento, de forma a contextualizar o cenário no qual ocorre a atuação do Banco Central brasileiro.

1.1 Bases teóricas: o modelo novo-clássico

A década de 1970 foi marcada pela experiência da estagflação, inflação elevada com baixo crescimento econômico, que colocou em questão os fundamentos da teoria econômica de tradição keynesiana, como a existência do *trade-off* entre inflação e desemprego e a atuação discricionária dos governos para influenciar o desempenho econômico. O modelo keynesiano, que já havia sido fortemente criticado por Milton Friedman e sua teoria monetarista nas décadas de 1950 e 1960, sofreu um novo ataque na década de 1970 com o surgimento da escola novo-clássica.

O modelo novo-clássico colocou em dúvida alguns princípios e resultados do modelo monetarista de Friedman e apresentou divergência radical em relação às ideias keynesianas. Apesar da divergência com o monetarismo, a escola novo-clássica segue alguns de seus princípios fundamentais, como a hipótese da existência de uma taxa natural de desemprego e a proposição de que a inflação é um fenômeno meramente monetário (Modenesi, 2005). A principal inovação teórica do modelo novo-clássico em relação ao monetarista é a ideia de que os agentes não formam suas expectativas de forma adaptativa, ou

seja, com base nos acontecimentos passados, mas as formam também olhando para o futuro, utilizando todas as informações disponíveis para maximizar suas funções de utilidade, na hipótese conhecida com das expectativas racionais.

1.1.1 Hipóteses do modelo novo-clássico

Conforme Modenesi (2005), as três novas hipóteses adotadas pelo modelo novo-clássico em relação ao monetarismo são: as expectativas racionais, as hipóteses quanto ao comportamento da oferta agregada e a hipótese de que os mercados se equilibram continuamente.

A hipótese das expectativas racionais estabelece que os agentes econômicos maximizam a utilização de toda a informação disponível ao formarem suas expectativas. Na forma mais forte dessa hipótese, a distribuição subjetiva de probabilidades dos agentes econômicos para um evento que necessita ser previsto coincide com a distribuição objetiva de probabilidades desse mesmo evento, ou seja, com sua esperança matemática objetiva. A idéia não é a de que os indivíduos podem prever o futuro perfeitamente. Uma vez que nem todas as informações necessárias para isso possam estar disponíveis para os agentes, as suas expectativas podem ser decepcionadas. Mas essa hipótese significa que os agentes econômicos não cometem o mesmo erro sistematicamente. Diante de erros sistemáticos, os agentes aprendem e ajustam sua função subjetiva de probabilidades à função real de probabilidades. Na média, suas expectativas em relação a um evento coincidem com o evento que efetivamente ocorre. No caso das expectativas inflacionárias, os agentes utilizam todas as informações disponíveis para formar suas expectativas com relação à inflação, reajustando suas expectativas de acordo com as informações existentes, não sofrendo de ilusão monetária como argumentavam os monetaristas.

Quanto à oferta agregada, os novo-clássicos assumem que os agentes econômicos tomam decisões com base em um comportamento racional-maximizador e as decisões de oferta dos agentes dependem dos preços relativos, sendo que uma elevação no preço induz o produtor a aumentar a quantidade ofertada. No caso do mercado de trabalho, considera-se que os agentes tem noção do que seria um valor de salário real médio e com base na percepção que tem do salário real corrente decidem se alocam seu tempo em trabalho ou em lazer. As variações no nível de emprego decorrem de decisões voluntárias dos trabalhadores, variando em torno de uma taxa natural de desemprego. Já do ponto de vista das firmas, considera-se o problema da existência da informação imperfeita no curto prazo, que faz com que as firmas

conheçam o nível de preços de seus bens, mas não o nível geral de preços, que é conhecido apenas com alguma defasagem. Dessa forma, se ocorre uma variação no nível de preço do seu produto, os produtores tem o problema de decidir se ocorreu uma variação no nível relativo de preços, o que levaria a uma alteração na quantidade ótima produzida, ou se houve uma elevação no nível geral de preços que não mudaria o nível ótimo de produção. Nesse caso, se houver uma expansão monetária de surpresa por parte do governo que eleve o nível geral de preços, as firmas irão interpretar erroneamente como um aumento nos preços relativos dos seus produtos e irão elevar sua produção, contratando mais trabalhadores. Os trabalhadores interpretarão que o salário real esta acima do nível médio e expandirão a oferta de trabalho. Com isso, o produto irá se elevar acima do seu nível natural e a taxa de desemprego corrente ficará abaixo da taxa natural. No longo prazo, onde por definição há informação perfeita, os agentes econômicos irão corrigir suas expectativas, e os níveis de produto e emprego voltarão aos seus níveis naturais. Esse mecanismo pode ser visto na equação de oferta de Lucas (Modenesi, 2005):

$$Y_t = Y_n + a(P_t - P_e), \text{ sendo } a > 0$$

O produto corrente Y_t diverge do nível natural Y_n apenas se os agentes cometerem um erro expectacional, ou seja, se houver diferença entre a inflação verificada P_t e a inflação esperada P_e . Conforme Carvalho *et al.* (2007) essa dinâmica econômica pode ser descrita por uma função de oferta agregada e por uma curva de Phillips vertical na versão de Lucas. A função de oferta agregada apresenta uma curva de oferta vertical no longo prazo, onde inexistem choques e o produto está no seu nível natural, não podendo ser alterado pela política monetária, e positivamente inclinada no curto prazo, indicando que nessa situação a economia pode sofrer um choque de política monetária, que retire o nível do produto de seu nível natural. A curva de Phillips vertical, na versão de Lucas, indica que a expansão monetária é capaz de reduzir o desemprego apenas temporariamente, com a economia logo se ajustando, não havendo *trade-off* entre inflação e desemprego.

A terceira hipótese considerada pelos novo-clássicos é a de equilíbrio contínuo dos mercados de bens, serviços e fatores de produção. Considera-se que os preços são plenamente flexíveis de forma a se ajustarem instantaneamente a alterações na oferta e na demanda, que se igualam e são definidas em função do comportamento racional e maximizador dos agentes econômicos. Mesmo quando há uma expansão monetária inesperada que tire o produto de seu nível natural, considera-se que os agentes continuam maximizando

suas funções objetivo e a economia continue em equilíbrio. Dessa forma, a economia encontra-se em equilíbrio contínuo, tanto no curto quanto no longo prazo. Não há ilusão monetária, pois os agentes racionais estão maximizando suas funções dada a informação disponível.

1.1.2 Implicações de política econômica

A combinação das hipóteses principais do modelo novo-clássico (taxa natural de desemprego, expectativas racionais, equilíbrio contínuo dos mercados e as hipóteses quanto a oferta agregada) gera algumas implicações importantes em termos de política econômica, entre elas: a proposição de ineficácia da política monetária, a inconsistência temporal da política monetária, os custos de redução a inflação e a independência do banco central (Snowdon & Vane, 2005).

A ineficácia da política monetária vem da conclusão de que a racionalidade dos agentes econômicos, em conjunto com as demais hipóteses do modelo novo-clássico, implica que as políticas econômicas sistemáticas são incapazes de afetar as variáveis reais, mesmo no curto prazo. A partir do momento em que a política monetária é adotada sistematicamente, ou na forma de uma regra, os agentes racionais a incorporam em suas expectativas, e não alteram o nível de produto e emprego em sua decorrência, nem mesmo no curto prazo. A única forma de a autoridade monetária afetar as variáveis reais seria surpreendendo os agentes econômicos, uma vez que os agentes racionais não cometem erros sistemáticos. Dessa forma, há a negação da existência do *trade-off* entre inflação e desemprego com adoção de políticas sistemáticas.

Já o problema da inconsistência temporal ocorre quando uma decisão ótima de política econômica anunciada em um período determinado deixa de ser ótima em uma data futura, mesmo que nenhuma nova informação relevante tenha surgido nesse tempo decorrido (Modenesi, 2005). Nesse caso, a autoridade monetária tem um incentivo para reformular a política anunciada anteriormente e fará uso de seu poder discricionário para reotimizar a função-objetivo. No caso da política monetária, a idéia é de que a autoridade monetária tem o incentivo de causar uma inflação surpresa para reduzir a taxa de desemprego abaixo de seu nível natural, acionando o viés inflacionário. Os agentes reconhecem a existência do viés inflacionário quando a política monetária é conduzida de forma discricionária, o que compromete sua credibilidade. Nessa situação, se a autoridade monetária anunciar uma política compatível com níveis reduzidos de inflação, não terá a credibilidade dos agentes.

Dessa forma, o problema da inconsistência temporal e do viés inflacionário decorrente são argumentos da teoria novo-clássica para a adoção de regras para a condução da política monetária, que evitem a discricionariedade das políticas.

Outra implicação do modelo novo-clássico é o custo inexistente da redução da inflação em termos de produto e emprego. Se o banco central possui credibilidade, ao anunciar mudanças na política monetária com vistas a reduzir a inflação, os agentes racionais já incorporarão essas mudanças em suas expectativas inflacionárias e revisarão seus preços de forma antecipada, sem causar nenhum efeito nos níveis de emprego e renda.

Diante do problema da inconsistência temporal, destacam-se duas soluções, conforme Modenesi (2005). A primeira é o equilíbrio considerando a reputação das autoridades monetárias, desenvolvido por Barro e Gordon, considerando que é do interesse do Banco Central manter a sua reputação no longo prazo. Ao adotar medidas discricionárias, a autoridade monetária deve levar em conta os custos do viés inflacionário e a redução de sua reputação decorrente dessa política. Considerando que no longo prazo a política monetária é ineficaz e a economia estará em equilíbrio no qual o produto e o desemprego estarão em sua taxa natural, a preocupação em manter sua reputação seria um incentivo para que os bancos centrais adotassem uma política monetária austera.

A segunda solução é a tese da independência do Banco Central, que propõe que a política monetária deve ser delegada a um agente independente e comprometido com a estabilidade de preços, mantendo-se, assim, a credibilidade e a reputação da autoridade monetária (Modenesi, 2005). Essa solução foi adotada por muitos países a partir da década de 1990 e surgiram trabalhos buscando demonstrar evidências empíricas em favor dessa tese. O regime de metas de inflação deriva diretamente dessas idéias de que é necessária uma regra para evitar a inconsistência temporal e o viés inflacionário das políticas monetárias, com o Banco Central independente atuando exclusivamente para garantir a estabilidade de preços. Essa idéia, apesar de sofrer muitas críticas, tornou-se parte de um consenso no *mainstream* da teoria macroeconômica moderna.

1.2 O Novo Consenso Macroeconômico e o regime de metas de inflação

A adesão de economistas novo-keynesianos à hipótese das expectativas racionais levou ao surgimento do “novo consenso” na década de 1990 (Freitas, 2010). Essa escola diverge da novo-clássica quanto à análise do curto prazo, utilizando a questão das imperfeições de mercado e a existência de rigidez de preços e salários para explicar a

existência de equilíbrio abaixo do produto de pleno emprego. Existe, porém, o consenso acerca da idéia de que a moeda é neutra no longo prazo, considerando a existência de uma curva de oferta vertical, sendo que no longo prazo a economia estaria em equilíbrio devido às forças de mercado. Também há consenso na existência do viés inflacionário inerente a prática governamental, implicando na utilização de uma regra de política monetária que garantisse a credibilidade do banco central perante os agentes econômicos, com a proposição de que o regime de metas de inflação seria a melhor prática de política monetária. Considera-se que a política monetária deve ser guiada por princípios científicos, decorrentes da evolução da teoria e da experiência prática nos últimos cinquenta anos. Entre esses princípios estão: a inflação é um fenômeno monetário; a estabilidade de preços é benéfica para a eficiência econômica; não há *trade-off* entre inflação e desemprego no longo prazo; as expectativas tem papel crucial na determinação da inflação e na transmissão da política monetária à macroeconomia; as taxas de juros devem subir com a elevação da inflação (princípio de Taylor); a independência do banco central ajuda a melhorar a eficiência da política monetária, assim como seu comprometimento com uma âncora nominal; e as fricções financeiras tem um papel importante nos ciclos de negócios (Mishkin, 2007). Esses princípios teriam sido responsáveis pelo sucesso da política monetária nos países desenvolvidos após a década de 1970, com redução da taxa de inflação e da volatilidade da inflação e do produto

O “novo consenso macroeconômico” pode ser descrito sucintamente com base em três equações, conforme apresentado em Arestis e Sawyer (2004). Esse modelo contém a propriedade da neutralidade da moeda, com a inflação sendo determinada pela política monetária (por meio da taxa de juros) e os valores das variáveis reais sendo independentes da oferta de moeda. Uma das implicações desse consenso é o regime de metas de inflação, e seu mecanismo de funcionamento teórico pode ser depreendido das seguintes equações.

$$Y_t^g = a_0 + a_1 Y_{t-1}^g + a_2 E_t (Y_{t+1}^g) - a_3 [R_t - E_t (p_{t+1})] + s_1 \quad (1)$$

$$p_t = b_1 Y_t^g + b_2 p_{t-1} + b_3 E_t (p_{t+1}) + s_2 \quad (2)$$

$$R_t = (1 - c_3)[RR^* + E_t (p_{t+1}) + c_1 Y_{t-1}^g + c_2 (p_{t-1} - p^T)] + c_3 R_{t-1} \quad (3)$$

Onde Y^g é o hiato do produto¹, R é a taxa de juros nominal, p é a taxa de inflação, p^T é a meta da taxa de inflação, RR^* é a taxa de juros real de “equilíbrio”, que é a taxa de

¹ O hiato de produto é definido como a diferença entre o “produto potencial” da economia, que corresponderia ao nível de produção que se poderia alcançar sem que ocorresse descasamento entre oferta e demanda, portanto sem provocar elevação de preços, e o produto corrente (Farhi, 2004).

juros consistente com um hiato de produto igual a zero, o que implicaria pela equação (2) uma taxa de inflação constante, s representa choques estocásticos e E_t refere-se a expectativas existentes no momento t .

A equação (1) é a equação de demanda agregada, com o hiato do produto corrente sendo determinado pelo hiato do produto passado, pelo hiato do produto esperado no futuro e pela taxa real de juros. A equação (2) é uma curva de Phillips, com a inflação baseada no hiato do produto corrente e na inflação passada e futura, com $b_2 + b_3 = 1$, gerando o equivalente a uma curva de Phillips vertical. A equação (3) é uma regra de política monetária (uma regra de Taylor) onde a taxa de juros nominal é baseada na inflação esperada, no hiato do produto, no desvio da inflação em relação à sua meta e na taxa de juros real de equilíbrio. O modelo pode considerar na equação (3) a taxa de juros do período anterior (R_{t-1}), como forma de “suavizar” a variação da taxa de juros corrente.

O termo $E_t(p_{t+1})$ na segunda equação reflete a credibilidade do banco central. Se a credibilidade for elevada, o banco central pode sinalizar sua intenção de reduzir a inflação que as expectativas dos agentes sobre a inflação futura também irão se reduzir, significando que é possível reduzir a inflação corrente com custos baixos em termos de redução no produto. A equação (3), a regra de operação da política monetária, implica que essa política se torna um ajuste sistemático ao desenvolvimento da economia, ao invés de ser determinada por um processo exógeno. Essa equação também incorpora uma abordagem simétrica ao regime de metas de inflação: a inflação acima da meta leva a maiores taxas de juros para contê-la, enquanto a inflação abaixo da meta leva a redução na taxa de juros para estimular a economia e elevar a inflação até a meta, sendo uma das bases do regime de metas de inflação (Arestis & Sawyer, 2004).

Por esse modelo evidencia-se o mecanismo pelo qual funcionaria o regime de metas de inflação. O funcionamento é esperado que aconteça através da equação (1), na qual a taxa de juros, que foi determinada pela regra de operação da política monetária da equação (3), afeta a demanda agregada e, por meio da equação (2), a demanda agregada afeta a taxa de inflação. Ou seja, aumentos na taxa de juros tendem a reduzir a demanda agregada e considera-se que uma demanda agregada mais baixa reduz a taxa de inflação.

Essas três equações representam o “novo consenso” pela sua ênfase na taxa natural de desemprego (ou taxa de desemprego não aceleradora da inflação), pela pouca atenção dada ao papel da demanda agregada e pela maior importância da política monetária em detrimento da política fiscal (Arestis & Sawyer, 2004).

Com base nesses princípios teóricos foram formuladas as estratégias de política macroeconômica consideradas consensualmente como corretas no *mainstream* até a crise financeira cujo ápice se deu em 2008. Os pontos principais dessas políticas foram apresentadas em Blanchard *et al.* (2010). A inflação baixa e estável era tida como o alvo principal, senão exclusivo, da política monetária fruto da necessidade dos bancos centrais manterem sua reputação e do suporte intelectual dado pelo modelo novo-keynesiano. Pelo modelo, a inflação constante seria a política ótima, resultando em um hiato do produto igual a zero. Também havia um crescente consenso de que a inflação não deveria ser apenas estável, mas também muito baixa, com muitos bancos centrais adotando uma meta ao redor de 2 por cento ao ano. A probabilidade de se cair em uma armadilha da liquidez devido à inflação baixa era considerada pequena, uma vez que se acreditava que os bancos centrais poderiam influenciar as expectativas dos agentes, comprometendo-se com uma futura expansão monetária, e assim com uma maior inflação no futuro, aumentando as expectativas futuras de inflação e reduzindo as taxas reais de juros futuras antecipadas pelos agentes, estimulando a atividade econômica no presente. O foco da política estava na importância do compromisso e da capacidade dos bancos centrais em afetar as expectativas de inflação.

Outro ponto de consenso, conforme Blanchard *et al.* (2010), foi o foco cada vez maior da política monetária no uso de apenas um instrumento, a taxa de juros de curto prazo, que pode ser controlada diretamente pelo banco central por meio de operações de mercado aberto. Essa escolha teve por base duas suposições: de que os efeitos reais da política monetária se dão por meio das taxas de juros e preços de ativos, e não pelos efeitos de outros agregados monetários; e de que todas as taxas de juros e preços de ativos estão ligadas por meio da arbitragem. Dessa forma, o banco central precisaria apenas afetar a taxa de juros de curto prazo corrente e futura, para que todas as demais taxas e preços a seguissem. E a taxa de juros de curto prazo seria definida por uma regra clara e previsível (como a regra de Taylor, equação (3)). Diante dessas considerações, o controle da taxa de juros seria suficiente para manter a estabilidade econômica, considerando-se os detalhes da intermediação financeira como irrelevantes. Por não se considerar a intermediação financeira como uma preocupação central da macroeconomia, a regulação e supervisão financeira se voltaram para instituições e mercados individuais, ignorando suas implicações macroeconômicas. Não houve preocupação com uso de instrumentos de regulação, como requerimentos de capital e instrumentos prudenciais cíclicos de política.

Também houve o consenso em relação ao papel limitado da política fiscal, com maior importância para a política monetária, uma vez que esta poderia manter o hiato do produto estável, sem necessidade de outro instrumento.

1.3 Características do regime de metas de inflação

Conforme descrito, os desdobramentos teóricos e práticos ocorridos nas últimas décadas levaram à conclusão de que a manutenção da estabilidade de preços deveria ser o objetivo principal dos bancos centrais. O reconhecimento do problema da inconsistência temporal e da necessidade de haver um arranjo institucional que evitasse o viés inflacionário, com uma âncora nominal, levou ao desenvolvimento da estratégia de política monetária de metas de inflação.

O regime de metas de inflação pode ser definido como um “quadro de referência” (*framework*) de política monetária caracterizado pelo anúncio público de uma meta quantitativa oficial para a taxa de inflação dentro de um ou mais horizontes de tempo, e pelo reconhecimento explícito de que inflação baixa e estável é o objetivo principal da política monetária no longo prazo. Entre as características do regime de metas de inflação estão os esforços da autoridade monetária para se comunicar com o público a respeito de seus planos e objetivos e, em muitos casos, mecanismos que reforcem a prestação de contas (*accountability*) do banco central para atingir esses objetivos (Bernanke et al., 1999).

Além da ideia de ineficiência da política monetária discricionária e do consenso de que mesmo taxas moderadas de inflação são danosas para a eficiência econômica e para o crescimento, um argumento a favor do regime de metas de inflação é que ele serve como uma âncora nominal para a política monetária, fornecendo um foco para as expectativas dos mercados financeiros e para o público em geral, sendo também um ponto de referência pelo qual os banqueiros centrais podem julgar se são apropriadas as políticas de curto prazo. (Bernanke et.al, 1999).

Do ponto de vista institucional, o regime de metas de inflação comporta diferentes configurações, com diferentes graus de flexibilidade ou de rigidez ante as flutuações do ciclo econômico. Os diferentes formatos adotados têm impacto tanto na gestão do regime de metas quanto em suas repercussões macroeconômicas. Quanto maior a rigidez do regime, maior a volatilidade de juros e do produto, o que eleva os custos do cumprimento das metas para a sociedade (Farhi, 2007). Os diferentes formatos do regime envolvem questões institucionais e operacionais que surgem na sua implementação, e que incluem: a definição da meta, com a

escolha do índice de preços a ser utilizado, podendo ser utilizado um índice de preços cheio ou um núcleo de inflação, que exclui a variação de preços de itens sujeitos a sazonalidade e choques, o que daria maior flexibilidade ao regime; qual o valor atribuir à meta; o horizonte de tempo no qual a meta é relevante, sendo que um horizonte de tempo mais curto reduz a ambiguidade na comunicação do banco central com o público, aumentando sua credibilidade, mas também reduz seu grau de liberdade para agir no curto prazo; as condições, se existirem, nas quais a meta deve ser modificada, como a adoção de cláusulas de escape; as informações a serem utilizadas para perseguir a meta; como lidar com falhas no cumprimento da meta; e como estabelecer a comunicação entre o banco central e o público (Bernanke *et. al.*, 1999).

Um ponto relevante a respeito do regime de metas de inflação, apontado por Bernanke e Mishkin (1997) e Bernanke *et al.* (1999), é a idéia de que o regime de metas funciona como um “quadro de referência” (*framework*) para a política monetária, cuja maior vantagem é aumentar a transparência e coerência da política, não devendo ser visto como um conjunto de regras rígidas. O regime de metas de inflação proporciona disciplina e facilita a avaliação (*accountability*) da política monetária, constringendo o banco central a adotar sistematicamente políticas que trazem conseqüências indesejáveis no longo prazo; mas aceita também certo grau de discricionariedade por parte do governo, permitindo alguma flexibilidade para lidar com circunstâncias imprevistas ou pouco usuais, o exercício de uma “discrção restringida”. Os bancos centrais na prática muitas vezes atuam também com objetivos de curto prazo, particularmente a respeito da estabilização do produto e das taxas de câmbio e a utilização do regime de metas de inflação como uma regra rígida poderia levar a resultados econômicos insatisfatórios.

1.4 Críticas teóricas ao regime de metas de inflação

Do ponto de vista teórico, existem críticas feitas aos pressupostos considerados consensuais no *mainstream* que servem de base para a adoção do regime de metas de inflação, como a concepção monetarista da inflação e a questão da neutralidade da moeda no longo prazo, que justificam a idéia de ineficácia da política monetária no longo prazo e a ênfase dada à estabilidade de preços. Uma escola que se notabiliza pela rejeição dos princípios convencionais, como o da ergodicidade e o da neutralidade da moeda, é a pós-keynesiana.

A crítica da escola pós-keynesiana parte das idéias de Keynes, que enfatizou que em uma economia monetária de produção a moeda importa no curto e no longo prazo e por esse motivo a política monetária tem efeitos reais duradouros. Conforme Carvalho (2005),

para Keynes a moeda não funciona apenas como meio de troca, sendo também uma forma de riqueza com atributos que a tornam atraente em certas conjunturas. Keynes vê a liquidez como um atributo essencial dos ativos, sendo a moeda o ativo mais líquido. Por essa razão, a moeda é uma forma relativamente segura de riqueza, constituindo-se em um direito sobre a renda social que pode ser exercido a qualquer momento do tempo, e sua posse torna-se uma proteção diante das incertezas do futuro. Pelo fato de os agentes poderem preferir manter moeda como forma de riqueza ao invés de manter outros ativos menos líquidos, como os bens de capital, é que a moeda não tem um papel neutro na economia. Na abordagem keynesiana, o rendimento dos demais ativos é uma compensação pelo seu maior risco em relação à moeda, por apresentarem menor liquidez, e a taxa de juros mede a preferência que os agentes tem em manter a riqueza na forma de moeda, pela segurança oferecida por sua liquidez, sendo o custo de oportunidade da moeda, o valor da sua liquidez relativa.

Nesse sentido, a política monetária impacta o mercado de ativos ao fazer variar a quantidade de ativos líquidos disponíveis para acumulação de riqueza e os termos no qual esses ativos podem ser adquiridos. A alteração na disponibilidade de moeda e dos termos em que ela pode ser adquirida leva a uma variação no preço dos demais ativos, pois, devido à diferença de atributos de liquidez entre as diversas classes de ativos, estes não são substitutos perfeitos entre si. A mudança no preço dos demais ativos induz a mudanças na composição desejada da riqueza, tanto na forma financeira quanto na forma de ativos reais, uma vez que todos os ativos compartilham a função comum de servir de veículo de acumulação de riqueza. Dessa forma, a política monetária não influencia a economia apenas pela alteração da oferta de meios de pagamento, mas também alterando a oferta de ativos líquidos frente a outras classes de ativos. Com isso, a política monetária afeta a produção corrente e também as decisões de investimento, tendo impacto nas possibilidades reais da economia inclusive no longo prazo (Carvalho, 2005).

Por essa razão, os bancos centrais não poderiam seguir apenas metas nominais, como as metas inflacionárias, pois sua política afeta também as variáveis reais, tanto no curto quanto no longo prazo. Como a política monetária tem impactos potencialmente divergentes sobre a inflação e o produto, a decisão sobre a taxa de juros não é considerada estritamente técnica, mas também política, envolvendo um julgamento sobre os meios a serem utilizados e os fins a serem atingidos. Por esse motivo o banco central não deveria ser independente, nem ter autonomia de instrumentos (como a taxa de juros) para realizar a política monetária. (Carvalho, 2005).

Outra crítica à teoria por trás do regime de metas de inflação está relacionada à concepção de que a inflação é um fenômeno puramente monetário. Dessa forma, exacerba-se a importância da chamada inflação de demanda, que deveria ser combatida pelos instrumentos da política monetária, e negligencia-se a existência da chamada inflação de custos. Modenesi (2005) aponta que a teoria pós-keynesiana identifica sete tipos de inflação, sendo que seis desses tipos tem origem no lado da oferta, não dependendo das condições de demanda e do nível de emprego. Esses tipos de inflação são: a inflação de salários, que resulta do aumento do salário nominal; a inflação de lucros, que depende da estrutura e do grau de concentração do mercado; a inflação de retornos decrescentes de escala, que ocorre quando o hiato de emprego é muito baixo, tornando o trabalho menos eficiente que o capital e elevando o custo unitário do trabalho; a inflação importada do exterior, que depende do grau de abertura da economia; a inflação de choques negativos de oferta, que ocorre, por exemplo, quando há uma quebra de safra; e a inflação de impostos, quando há elevação das alíquotas. Já a inflação de demanda ocorreria quando a economia alcança o pleno emprego dos fatores produtivos.

O argumento dos críticos é que a política monetária não atua sobre as causas da inflação com origem no lado da oferta, atuando apenas sobre seus efeitos, com redução dos níveis de atividade e emprego para evitar que uma elevação nos custos seja repassada aos preços. Nesse caso, o regime de metas de inflação torna-se menos eficiente no combate à inflação, comprometendo desnecessariamente o desempenho econômico, quando deveriam ser utilizadas políticas diferentes da política monetária para combater os diferentes tipos de inflações de custo, como as políticas fiscal, tarifária, comercial, etc.

1.5 O debate teórico sobre a política macroeconômica após o início da crise

A crise financeira iniciada em 2007 trouxe conseqüências sérias para a economia mundial e colocou em dúvida muitas das idéias e políticas que eram consideradas como as mais adequadas pelas principais correntes do pensamento econômico. A gravidade da crise suscitou um amplo debate internacional, proporcionando uma abertura para revisões e proposições de novas idéias, inclusive entre os principais economistas do *mainstream* associados ao “novo consenso macroeconômico” e dentro das principais instituições financeiras internacionais, como o FMI (Fundo Monetário Internacional) e o BIS (*Bank of International Settlements*).

Alguns dos principais conceitos teóricos e políticas macroeconômicas considerados corretos pelo *mainstream*, de forma quase consensual, foram questionados após a ocorrência

da crise. Entre eles, está a idéia de que a política monetária deveria ter apenas um objetivo, a estabilidade da inflação, e um instrumento, as taxas de juros, sendo esta política suficiente para garantir um crescimento estável do produto e a estabilidade financeira. Com a eclosão da crise, muitas políticas consideradas como “não convencionais” foram adotadas pelos principais bancos centrais para evitar um aprofundamento da recessão, trazendo à tona a discussão sobre a utilização de novos instrumentos para a política monetária. A crise também trouxe o debate sobre a necessidade de instrumentos regulatórios macroprudenciais em conjunto com os instrumentos convencionais de política monetária, para garantia da estabilidade financeira.

1.5.1 Lições da crise para o “novo consenso” e políticas propostas

Após a crise financeira, surgiram muitas tentativas de entender as falhas nas políticas macroeconômicas adotadas até então e algumas proposições de mudanças para evitar uma nova crise de tamanha gravidade. Um dos marcos importantes dessa mudança de visão sobre as diretrizes para condução da política macroeconômica foi o artigo publicado pelo FMI, de Blanchard et. al (2010), mostrando que a crise ensinou algumas lições em relação ao que era considerado anteriormente como as políticas corretas, inclusive em relação à política monetária.

Conforme os autores, a crise ensinou lições que trazem implicações para o desenho das políticas macroeconômicas a serem adotadas a partir daí. Em sua visão, as principais conclusões da teoria macroeconômica pré-crise ainda se mantêm e os objetivos últimos continuam sendo a estabilidade do produto e da inflação, assumindo a existência de taxas naturais e a inexistência de um *trade-off* entre inflação e desemprego no longo prazo. Mas um ponto crucial observado é que a crise deixou claro que a política macroeconômica deve ter também outras metas e pode se utilizar de muitos instrumentos para atingi-las, desde instrumentos não convencionais de política monetária, até instrumentos fiscais e regulatórios.

Uma das conclusões tiradas da crise é o fato de que a estabilidade de preços e do produto não garantem a estabilidade financeira. Blanchard et al. (2010) indicam que, mesmo com a inflação estável, o hiato do produto pode variar. E mesmo que a inflação e o produto estejam estáveis, como no período pré-crise, o comportamento dos preços de alguns ativos e agregados de crédito ou a composição do produto podem ser indesejáveis, podendo levar a desajustes macroeconômicos. Mishkin (2011) observa que o sucesso dos bancos centrais em estabilizar a inflação e diminuir a volatilidade das flutuações dos ciclos de negócios no

período pré-crise, conhecido como a Grande Moderação, tornou os responsáveis pela formulação das políticas complacentes em relação aos riscos de desordens financeiras, o que pode ter levado os participantes dos mercados a pensar que havia menos riscos no sistema econômico do que era o caso. Com isso, os prêmios de risco de crédito caíram para níveis muito baixos e as garantias exigidas para empréstimos se reduziram. Portanto, conclui, a crise recente indica que o foco da política apenas no objetivo de garantir a estabilidade de preços e do produto pode não ser suficiente para produzir bons resultados econômicos.

Outro lição ensinada pela crise e discutida por Blanchard et al. (2010) é que a inflação muito baixa limita o espaço de atuação da política monetária em recessões. Com a crise, muitos bancos centrais reduziram suas taxas de juros a níveis próximos de zero. Porém a redução das taxas de juros até o seu limite inferior não foi suficiente para evitar a recessão e deflação, sendo necessária a utilização de políticas macroeconômicas não convencionais para evitar um impacto maior da crise na economia. Na visão dos autores, a crise mostrou que se houvesse uma maior inflação média e, dessa forma, maiores taxas de juros nominais, seria possível baixar mais as taxas de juros para estimular a economia, evitando um maior uso da política fiscal e a deterioração da posição fiscal dos países. Mishkin (2011) também observou que a questão do limite para a redução das taxas de juros (*zero lower bound*) se mostrou mais problemática do que era esperado pelos economistas. Considerava-se que a manutenção de metas de inflação em torno de 2% ao ano não traria sérios problemas para a política monetária, pois os casos em que haveria uma armadilha da liquidez, com impossibilidade de redução das taxas de juros, ocorreriam com pouca frequência e por um prazo curto. Porém, o autor observa que o Fed teve que utilizar políticas monetárias não convencionais por duas vezes na última década, em 2003-2004 e em 2009-2010, mostrando que o problema do limite inferior das taxas de juros não é tão pouco frequente e também não é de curto prazo. A crise também mostrou que os choques contractionistas na economia podem ser bem maiores do que o previamente antecipado, limitando a capacidade de reação das políticas monetárias convencionais.

Um dos pontos levantados por Blanchard et al. (2010) para ser considerado na definição de um novo quadro de referência para a política macroeconômica é a definição de uma meta maior para a inflação, justamente para dar maior margem de manobra à política monetária para reagir aos choques. Os autores sugerem que devem ser avaliados os benefícios e os custos de uma elevação da meta nos países desenvolvidos de 2% para, por exemplo, 4%, considerando que algumas das distorções causadas por uma elevação da inflação podem ser corrigidas com outras medidas, indicado que seria possível atingir um nível ótimo de inflação

maior. Essa visão não é compartilhada por outros economistas do *mainstream*, como Mishkin (2011) e Issing (2011), para quem a elevação das metas de inflação traria mais riscos do que benefícios, podendo prejudicar a credibilidade do banco central junto ao público em relação à manutenção da estabilidade de preços como meta principal.

A importância da intermediação financeira foi outra importante conclusão a ser tirada da crise apontada por Blanchard et al. (2010). A crise trouxe a lembrança de que quando alguns dos investidores saem do mercado por alguma razão, pode haver um grande efeito sobre os preços dos ativos, causando uma demanda por liquidez que se estende além dos bancos. Quando isso ocorre, os rendimentos dos diferentes mercados segmentados não ficam mais ligados pela arbitragem e as taxas de juros do banco central não são mais instrumentos de política suficientes. A autoridade monetária deve então intervir para afetar as taxas de juros das diferentes classes de ativos, por meio da aceitação de ativos como colateral ou por sua compra direta pelo banco central, como foi feito durante a crise. A crise também trouxe de volta a preocupação com a formação de bolhas e o debate sobre a atuação da autoridade monetária para evitá-las.

O impacto dos desenvolvimentos do setor financeiro na atividade econômica é reconhecido por Mishkin (2011). A crise mostrou que esse impacto pode ser bem maior do que imaginado anteriormente pelos economistas, podendo causar grandes reduções no PIB, como ocorrido nos meses seguintes à erupção da crise em 2008. A crise global mostrou que as fricções financeiras devem ter posição central na análise macroeconômica, devendo ser incluída nos modelos que os bancos centrais utilizam para efetuar previsões e análises de políticas.

A questão da regulação financeira e sua relação com a política monetária também não passou despercebida. Para Blanchard et al. (2010) a regulação frouxa teve um papel central na crise, mostrando que ela não é macroeconomicamente neutra. A limitada regulação pré-crise incentivou os bancos a criarem entidades fora do balanço para evitar algumas regras prudenciais e aumentar sua alavancagem. Algumas regulações existentes trabalharam contra a estabilidade do sistema, colaborando para transformar a crise em um fenômeno mundial. O uso da taxa de juros não seria o instrumento ideal para lidar com a excessiva alavancagem e tomada de riscos ou com o desvio do preço dos ativos em relação aos seus fundamentos. Os formuladores de política poderiam utilizar também outros instrumentos como, por exemplo, elevação das exigências regulatórias de capital e de liquidez. Nessa visão os instrumentos tradicionais regulatórios e prudenciais precisam adquirir uma dimensão macroeconômica,

atuando em combinação com a política monetária, com medidas que refletem as condições cíclicas do sistema atuando de forma complementar as regras tradicionais.

1.5.1.1 Medidas macroprudenciais

Nesse sentido, a adoção de medidas macroprudenciais foi uma das proposições de política que mais ganharam destaque no pós-crise. A política macroprudencial pode ser definida como o uso essencialmente de ferramentas prudenciais para limitar o risco financeiro sistêmico e, com isso, evitar crises nos principais serviços financeiros e na economia. Associada a essa política, está uma análise que aborda o sistema financeiro como um todo e suas interações com a economia real e a utilização por parte da autoridade de supervisão e regulação de um conjunto de instrumentos disponíveis para esse fim (Caruana, 2011). As medidas macroprudenciais tem duas características principais: o foco no sistema financeiro como um todo, com o objetivo de limitar custos macroeconômicos de episódios de crises financeiras; e o tratamento do risco agregado como dependente do comportamento coletivo das instituições financeiras. Essas medidas também se caracterizam por atuar sobre o risco em duas dimensões temporais: a maneira como o risco está distribuído no sistema financeiro em um dado momento no tempo (*cross sectional dimension*); e como o risco agregado evolui com o tempo (*time dimension*) (Borio, 2009). Os objetivos principais das medidas macroprudenciais seriam, em um sentido mais estrito, aumentar a resiliência do sistema financeiro, construindo proteções durante o período de *boom* para serem utilizados nos momentos de crise e, num sentido mais amplo, restringir os próprios movimentos de expansão do ciclo financeiro (Caruana, 2011).

Uma discussão importante sobre essas medidas macroprudenciais é a forma como se adequariam à política monetária. Para Caruana (2011), a manutenção da estabilidade financeira não deve se restringir apenas às medidas prudenciais, devendo contar também com outras políticas, como a monetária. A política monetária pode atuar com eficiência para restringir o crédito e os *booms* nos preços dos ativos, uma vez que esses são mecanismos de transmissão dessa política, e também pode ajudar a direcionar a arbitragem regulatória, pois ela define o preço universal de alavancagem em uma dada moeda. Observa-se que entre a política macroprudencial e a monetária não haveria grandes conflitos, sendo elas políticas complementares. Uma das razões seria a menor frequência dos ciclos financeiros, que importam para a política prudencial, em relação ao ciclo de negócios, dando um horizonte de tempo mais longo para a política prudencial e dissipando possíveis tensões que poderiam

surgir com a política monetária. Em consequência da necessidade de se observar um prazo mais longo, a idéia existente antes da crise de que o objetivo da política monetária seria buscar a estabilidade de preços em um prazo relativamente curto, de cerca de dois anos, não é mais apropriada, devendo os formuladores de política manter também um olhar nas tendências de maior prazo, com atenção aos efeitos dos desenvolvimentos financeiros na economia (Caruana, 2011).

Os efeitos da política macroprudencial sobre as taxas de juros também são alvo de discussão no momento atual: por um lado a política macroprudencial poderia contribuir para reduzir os picos da taxa de juros, pois contribuiria para limitar a expansão do crédito e dos preços dos ativos; por outro lado, a necessidade de a política monetária contribuir para a estabilidade financeira atuando para evitar o surgimento de desequilíbrios nos momentos de expansão aponta para uma maior elevação das taxas de juros (Caruana, 2011). Outra questão que se levanta é de como coordenar essas duas políticas, tendo os Bancos Centrais uma posição privilegiada para atuar também como reguladores macroprudenciais, pois em muitos países eles já atuam como reguladores do sistema financeiro, como ocorre no Brasil (Blanchard et al., 2010).

Apesar de o papel da política macroprudencial ser restringir a excessiva tomada de riscos do sistema financeiro, essa política pode com isso contribuir para desacelerar a demanda agregada, o que deve ser levado em conta na política monetária. Porém, Caruana (2011) faz a ressalva de que o uso da política macroprudencial não deve ser considerado como um instrumento de gerenciamento da demanda agregada e como primeira linha de defesa no combate à inflação, como meio de postergar ou reduzir uma inevitável contração da política monetária, podendo resultar em séria instabilidade macroeconômica. Nesse sentido, as medidas macroprudenciais poderiam ter um papel, no máximo, de apoio.

Há um consenso de que a política macroprudencial é necessária, porém ainda não um consenso sobre como ela pode ser aplicadas internacionalmente. Muitos países adotaram essas medidas, mas com diferentes formas de organização, em contraste com as regulações microprudenciais, que focam nas instituições financeiras individuais e nas condições prevalentes em mercados para instrumentos financeiros específicos, e que tem padrões internacionais estabelecidos (Lipsky, 2011). A crise mostrou que não basta garantir a segurança de instituições financeiras individuais, devendo os supervisores estarem atentos à elevação dos riscos sistêmicos.

1.5.1.2 Políticas monetárias não convencionais

Outro ponto de debate decorrente da crise foi com relação à adoção de políticas monetárias não convencionais, ou seja, a utilização por parte dos bancos centrais de intervenções que vão além da operação da taxa de juros. Entre essas medidas não convencionais se destacam, conforme Mishkin (2011): a provisão de liquidez, pela qual os bancos centrais expandiram os empréstimos tanto aos bancos quanto e outras instituições financeiras; compra de ativos, tanto de títulos do governo quanto ativos privados, para reduzir os custos de empréstimo das famílias; afrouxamento quantitativo, no qual os bancos centrais efetuaram grande expansão de seus balanços; e o gerenciamento de expectativas por meio do comprometimento dos bancos centrais de manter suas taxas de juros em níveis baixos por um longo período de tempo.

A discussão sobre políticas monetárias não convencionais adotadas após a crise também é efetuada por Borio & Disyatat (2009), que notam que os maiores bancos centrais tomaram atitudes sem precedentes, realizando cortes agressivos nas taxas de juros e adotando outras medidas menos convencionais, utilizando o seu balanço para afetar os preços e condições de mercado. Para atingir condições financeiras mais amplas de modo mais direto, os bancos centrais foram além da implementação da política monetária pelo uso exclusivo das taxas de juros de curto prazo, utilizando seu balanço de maneira mais substancial para atingir mercados além do mercado de reservas bancárias. A observação é de que não foram as políticas em si que se mostraram não convencionais, mas os segmentos de mercados escolhidos para aplicá-las. De modo mais freqüente, os bancos centrais se utilizam das políticas de balanço (*balance sheet policy*) para intervir na taxa de câmbio, mas na crise, essa política foi utilizada também para afetar taxas nos mercados monetários, rendimentos dos títulos do governo de longo prazo e vários *spreads* de risco, o que foram ações atípicas e, em alguns casos, sem precedentes.

Borio & Disyatat (2009) distinguem quatro grandes categorias de políticas de balanço que em alguma medida foram utilizadas na crise: i) política de taxa de câmbio, na qual o banco central altera a exposição líquida do setor privado em moeda estrangeira por meio de operações no mercado de câmbio; ii) política de gerenciamento de quase-dívida, na qual o banco central atua no mercado para a dívida do setor público, alterando a composição dos créditos do setor privado em relação ao setor público, incluindo desde títulos de diferentes maturidades até reservas bancárias mantidas com o banco central. A principal intenção é alterar os rendimentos dos títulos do governo, influenciando assim o custo de financiamento e

os preços dos ativos de maneira geral; iii) política de crédito, na qual o banco central atua visando segmentos específicos do mercado de dívida privada e de valores mobiliários alterando a composição dos balanços do setor privado, mudando o perfil de exposição do banco central aos direitos do setor privado, com a intenção de alterar as condições de financiamento do setor privado; e iv) política de reservas bancárias, na qual o banco central define uma meta específica para as reservas bancárias, independentemente de como isso é contra-balanceado do lado do ativo do seu balanço - como através da aquisição de moeda estrangeira ou direitos denominados em moeda nacional, sendo estes dos setores público ou privado.

Alguns termos foram utilizados na crise para descrever as ações dos bancos centrais, sendo o mais comum o termo “afrouxamento quantitativo”, também sendo utilizado “afrouxamento do crédito”. Conforme Borio & Disyatat (2009), a maior forma de intervenção dos bancos centrais na crise foi por meio da política de crédito. Um primeiro grupo de medidas foi centrado em aliviar as tensões nos mercados interbancários. Para reduzir os *spreads* interbancários, os bancos centrais aumentaram a oferta de financiamento de longo prazo, e adotaram medidas para evitar potenciais impedimentos na distribuição harmoniosa das reservas bancárias, incluindo ampliação das garantias elegíveis e cobertura de contraparte, alongamento da maturidade de operações de refinanciamento, e estabelecimento de linhas de *swap* entre bancos centrais para aliviar as pressões de financiamento nos mercados *offshore*, principalmente com relação ao financiamento em dólares. Um segundo grupo de medidas foi para aliviar diretamente aperto nas condições de crédito no setor não-bancário. Essas medidas incluíram ofertar fundos para não-bancos para aumentar a liquidez e reduzir os *spreads* de risco em mercados específicos tais como os de *commercial papers*, títulos lastreados em ativos e títulos corporativos. Os bancos centrais também implementaram políticas de gestão da quase-dívida, através de compras diretas de títulos do setor público para influenciar os rendimentos de referência, como adotado principalmente pelo Federal Reserve, Banco da Inglaterra e Banco do Japão. O Banco da Inglaterra também implementou políticas de reservas bancárias com operações que se destinaram a aumentar a massa monetária por meio de transações que aumentassem as reservas bancárias. A política cambial foi realizada em vários países emergentes, como Brasil, Hungria e México, em parte para combater reversões abruptas dos fluxos de capital e a subsequente pressão para desvalorização da taxa de câmbio, e também pelo Banco Nacional Suíço, para conter a pressão ascendente sobre o franco suíço, como parte de seus esforços para reduzir os riscos de deflação e afrouxar as condições monetárias.

As intervenções no mercado de câmbio também foram citadas por Blanchard et al (2010) como uma das implicações para a política monetária no período pós-crise, mais especificamente para os países que adotam o regime de metas de inflação. Para os países menores que adotam o regime, observou-se que muitos deram atenção a taxa de câmbio, com intervenções no mercado de câmbio para reduzir a volatilidade e influenciar o nível da taxa, além do objetivo primário de atingir a meta inflacionária, como condição necessária para manter a estabilidade financeira (devido à existência de passivos do setor privado em moeda estrangeira) e a competitividade externa. Os autores sugerem que esses bancos centrais devem reconhecer abertamente que a estabilidade da taxa de câmbio é parte de sua função objetivo, evitando uma discrepância entre a retórica do regime de metas de inflação e a prática adotada, mantendo a transparência e a credibilidade necessárias, sem a necessidade de abandonar o regime. Diante da mobilidade imperfeita de capitais, esses países podem utilizar a acumulação de reservas e intervenções esterilizadas como instrumentos para atuar no objetivo externo e as taxas de juros de curto prazo para atingir os objetivos domésticos.

1.6 Conclusão

Com base na teoria do chamado “novo consenso macroeconômico”, várias medidas de política econômica foram consideradas as mais corretas a serem adotadas pelos governos e autoridades monetárias, com vista a atingir os objetivos principais de manutenção de uma taxa de inflação baixa e estável, assim como um crescimento do produto estável. O período chamado “grande moderação”, que apresentou essas características nos países desenvolvidos, pareceu confirmar a correção dessas políticas, na visão de economistas do *mainstream*. O regime de metas de inflação é um fruto desse “novo consenso”, sendo visto como a melhor estratégia de política monetária, criando uma base para a formação das expectativas dos agentes, preferencialmente conduzidas por um banco central independente, com o objetivo exclusivo de atingir a meta de inflação estabelecida, utilizando-se da taxa de juros como instrumento principal, senão único, para esse fim. O regime de metas teria a vantagem também de apresentar certa flexibilidade para lidar com choques, uma “discricionariedade restrita”, conforme coloca Bernanke (1997).

Porém, com a crise iniciada em 2007 muitos pontos dessa política foram colocados em dúvida, abrindo espaço para revisão e adoção de políticas econômicas que não seguem os seus preceitos de forma estrita. Houve o reconhecimento de que a política monetária que se preocupa apenas com o nível de preços, utilizando-se basicamente da taxa

de juros como instrumento, não é a maneira mais adequada de condução da política monetária. A crise mostrou o risco da busca por metas de inflação muito baixas que podem limitar a eficácia da política monetária nos momentos de recessão. Apresentou-se também uma maior preocupação com a questão da estabilidade financeira, com a proposição da adoção de medidas macroprudenciais visando garantir uma maior estabilidade do sistema financeiro. Com a adoção dessas medidas, observa-se a sua interação com a política monetária e a possibilidade de atuar de forma complementar às políticas tradicionais no controle da demanda agregada, conforme observa Caruana (2011).

Com a crise, abriu-se espaço para a aceitação de políticas monetárias não convencionais de forma mais explícita, com os bancos centrais realizando cortes agressivos nas taxas de juros e intervenções no mercado de títulos públicos, câmbio e de crédito. Algumas dessas políticas, como as intervenções cambiais, até já eram adotadas anteriormente por alguns bancos centrais, mas não eram consideradas como adequadas em um regime de metas de inflação.

A teoria considerada consensual também passa por um processo de revisão após a crise, com a busca por introdução de fricções e imperfeições dos mercados financeiros nos modelos macroeconômicos utilizados no meio acadêmico e pelos bancos centrais, conforme observado por Kenneth Rogoff (Dantas, 2011)

Dessa forma, observa-se que a política macroeconômica encontra-se em discussão no período atual. Não pode ser dito que houve um abandono da teoria e das políticas do “novo consenso” no *mainstream*, mas observa-se uma tentativa de revisão teórica e a consideração de novas políticas macroeconômicas, que podem resultar em novos modos de atuação dos bancos centrais.

A política macroeconômica com base nos princípios do “novo consenso” também foi aplicada no Brasil, com a implementação do regime de metas de inflação no país em 1999. Dessa maneira, a atuação do Banco Central brasileiro também se insere no contexto do debate internacional e revisão das políticas econômicas que vem ocorrendo. No próximo capítulo será feita uma revisão da implementação do regime de metas de inflação no Brasil, observando suas principais características e críticas feitas a essa política.

Capítulo 2 – O regime de metas de inflação no Brasil

No campo prático, o regime de metas de inflação passou a ser adotado por muitos países a partir da última década do século XX. Países desenvolvidos, como Nova Zelândia, Canadá, Reino Unido e Suécia, adotaram o regime no início da década, seguidos pela Noruega. O regime também foi adotado em muitos países periféricos, sendo Chile e Israel os primeiros a adotá-lo, em 1991 e 1992, e posteriormente sendo adotado por países como África do Sul, Brasil, Colômbia, México, Coréia, entre outros. Cabe ressaltar que tal implementação se deu, nos diversos países, com diferentes configurações institucionais e diferentes graus de flexibilidade.

O Brasil passou a adotar o regime de metas de inflação em 1999, após a crise cambial que forçou o real a flutuar, acabando com o regime de metas cambiais, de forma a colocar as metas inflacionárias como nova âncora nominal para a política macroeconômica. O regime adotado no Brasil é considerado pouco flexível, com os defensores considerando a necessidade de se garantir a credibilidade da política monetária, mas também sendo alvo de muitas críticas, como a de ser um formato de política que limita o crescimento econômico do país.

Nesse capítulo será analisado o regime de metas de inflação no Brasil, abordando na primeira seção a implementação do regime em 1999, caracterizando a institucionalidade adotada no país e a condução do regime pelo Banco Central até o final de 2010. Na seção seguinte, serão abordadas as principais críticas feitas ao regime no Brasil, considerando as críticas à teoria do regime, à institucionalidade adotada no país, à condução do regime pelo Banco Central e à adequação do regime à estrutura da economia brasileira

2.1 Implementação e condução do regime de metas de inflação no Brasil

O regime de metas de inflação foi adotado em muitos países após sofrerem ataques especulativos contra suas moedas, obrigando-os a adotar o regime de câmbio flutuante (Freitas, 2010). Esse foi o caso do Brasil, que passou a adotar essa estratégia de condução da política monetária desde junho de 1999, após o real sofrer forte ataque especulativo e o governo não ter condições de manter a taxa de câmbio em um patamar fixo. Conforme Bogdanski, Tombini e Werlang (2000), devido à crise de confiança existente após a turbulência financeira internacional que culminou com a moratória da Rússia em agosto de 1998, houve um grande movimento de fuga de capitais dos mercados emergentes, o que levou

a fortes pressões sobre as reservas internacionais brasileiras e forçou o Banco Central a abandonar a política cambial atrelada ao dólar (*crawling peg*). Depois de uma breve tentativa de realizar uma desvalorização controlada, o real foi obrigado a flutuar em 15 de janeiro de 1999. A ausência de uma orientação bem definida para a política monetária e a deterioração do cenário externo levaram a uma desvalorização da taxa de câmbio (de R\$1,21 antes da mudança para quase R\$2,00 em fevereiro de 1999) e a um acentuado aumento da inflação, com elevação em fevereiro de 1999 de 7% do índice de preços de atacado e 1,4% do índice de preços ao consumidor, colocando em dúvida a continuidade da estabilidade dos fundamentos macroeconômicos do país.

O novo Conselho de direção do Banco Central, que tomou posse em março de 1999, com Armínio Fraga no comando da instituição, buscou trabalhar em duas frentes: em primeiro lugar, buscou inicialmente acalmar os mercados financeiros, elevando a taxa de juros de curto prazo (Selic) de 39% para 45%, e anunciando que a estabilidade de preços seria o objetivo principal do Banco Central, com a manutenção de uma política fiscal e monetária austera para atingir esse objetivo, e exercendo o controle sobre pressões inflacionárias por meio da taxa de juros, dada a política fiscal no curto prazo. A segunda frente de atuação do Banco Central foi a proposição de se adotar o regime de metas de inflação como novo regime de política monetária. O novo regime de câmbio flutuante requeria uma nova âncora nominal para a política econômica e o regime de metas de inflação seria o modelo mais adequado para atingir a estabilização econômica sob esse novo regime cambial, com a meta de inflação em si tendo o papel de uma âncora nominal (Bogdanski et al., 2000). Dessa forma, a política monetária, que era conduzida com base na taxa de câmbio como âncora nominal desde o início do Plano Real em 1994, passou a adotar a taxa de inflação como âncora principal, com a definição de uma meta a ser perseguida pelo Banco Central, que teria como instrumento fundamental de atuação a determinação da meta para a taxa básica de juros para a economia (taxa Selic). O regime foi implementado com o apoio do Fundo Monetário Internacional (FMI) e seguindo os preceitos teóricos do “novo consenso macroeconômico”.

O regime de metas foi adotado formalmente em 1º de julho de 1999 com o lançamento do Decreto nº 3088 de 21 de junho de 1999, que define as principais características do regime brasileiro, ainda hoje válidas, e tem como principais pontos: i) as metas de inflação são estabelecidas com base na variação de um índice de preços amplamente conhecido; (ii) a meta e os intervalos de tolerância são determinados pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) com base em proposta do Ministro da Fazenda; (iii) a determinação das metas para 1999, 2000 e 2001 seria feita em 30 de junho de 1999 e as metas de 2002 e dos

anos subseqüentes seriam determinadas até 30 de junho com dois anos de antecedência; (iv) o Banco Central do Brasil tem a responsabilidade de implementar as políticas necessárias para alcançar as metas; (v) o índice de preços a ser adotado para a meta é escolhido pelo Conselho Monetário Nacional, com base na proposta do Ministro da Fazenda; (vi) a meta é considerada cumprida sempre que a inflação acumulada entre janeiro e dezembro de cada ano ficar dentro do intervalo de tolerância; (vii) no caso de a meta não ser alcançada, o presidente do Banco Central do Brasil deve enviar uma carta aberta ao Ministro da Fazenda explicando as causas do não cumprimento da meta, as medidas a serem adotadas para assegurar o retorno da inflação aos níveis tolerados e o período necessário para que as medidas tenham efeito e; (viii) o Banco Central publicará um relatório trimestral de inflação contendo as informações sobre o desempenho do regime de metas, os resultados das ações da política monetária e as perspectivas sobre a inflação (Bogdanski et al., 2000).

A resolução nº 2164 do Conselho Monetário Nacional definiu o Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) cheio divulgado pelo Instituto Nacional de Geografia e Estatística (IBGE) para o fim de aferir as metas de inflação. A justificativa para adoção do índice cheio foi pela questão da credibilidade necessária no início do regime, evitando que a exclusão de alguns dos preços do índice pudesse ser interpretada como manipulação do índice como já ocorrido anteriormente (Bogdanski et al., 2000).

No caso brasileiro não foram adotadas cláusulas de escape no arranjo institucional, havendo a necessidade de apresentação das justificativas do presidente do Banco Central por meio de carta aberta caso a meta não seja cumprida. A combinação do índice cheio de inflação e a ausência de cláusulas de escape foram as justificativas para a adoção do intervalo de tolerância relativamente amplo de dois pontos percentuais em torno da meta central² (Bogdanski et al., 2010). A introdução dessa flexibilidade também auxilia o Banco Central a alcançar as metas de inflação no contexto dos choques internos e externos, aos quais a economia brasileira estava exposta (Arestis et al., 2009).

O Banco Central utiliza um grupo de modelos estruturais com o objetivo de identificar e simular o mecanismo de transmissão da política monetária no Brasil, incluindo os principais canais de transmissão e as defasagens envolvidas. O modelo utilizado envolve uma equação IS, uma curva de Phillips, uma condição de paridade descoberta da taxa de juros (que relaciona o diferencial entre a taxa de juros doméstica e a externa com a desvalorização esperada do real e o prêmio de risco) e uma regra de taxa de juros (Bogdanski et al., 2010). O

² Entre 2003 e 2005 esse intervalo aumentou para 2,5%, voltando a 2% nos anos seguintes.

modelo segue os princípios do “novo consenso macroeconômico”, conforme apresentado no primeiro capítulo, com a fixação da taxa de juros acima ou abaixo de sua taxa natural visando corrigir o desvio do produto em relação ao produto potencial, causado pelas pressões da demanda agregada, fazendo com que a inflação convirja para a meta estabelecida.

A gestão do regime de metas de inflação no Brasil se iniciou em 1999 com o Banco Central sob o comando de Armínio Fraga e, a partir de 2003, sob o comando de Henrique Meirelles. No Brasil não foi instituída a independência formal do Banco Central, mas foi definida a independência operacional da autoridade monetária, com liberdade de instrumentos para atingir a meta de inflação especificada. A atuação nesses anos ocorreu principalmente por meio da variação da taxa de juros, de acordo com a variação da taxa de inflação e do cenário da economia. Porém, conforme analisa Farhi (2007), apesar de a teoria indicar que a operacionalização desse regime deva ocorrer por meio do uso das taxas de juros de curto prazo, muitos Bancos Centrais se utilizaram de diferentes instrumentos em sua política monetária, indicando que a adoção do regime se deu mais como um *framework* de política monetária para tempos de taxa de câmbio flutuante do que uma adesão estrita aos preceitos teóricos do regime. Observa que o Banco Central do Brasil também se utilizou de recolhimentos de compulsórios sobre os depósitos de clientes dos bancos para reduzir o volume de dinheiro disponível para empréstimo dos bancos, além das taxas de juros, como instrumento de política monetária, porém sem ser mencionada oficialmente nas atas do Copom como instrumento de atuação no regime de metas de inflação. Uma postura que se alterou no período recente, com a adoção explícita de medidas macroprudenciais de restrição ao crédito para atuar como mecanismo de redução da demanda e de controle da inflação, ao lado da política de juros convencional.

Com relação à condução do regime, Farhi (2007) observa que a gestão da política monetária sob o comando de Arminio Fraga foi, em alguma medida, menos restritiva e ortodoxa do que a praticada por Henrique Meirelles, especialmente em relação à percepção e reconhecimento do efeito de choques exógenos sobre as taxas de inflação, como os ocorridos em 2001 e 2002, quando houve efeitos da desvalorização cambial sobre o índice de preços. Nesse sentido, Balbino et al. (2010), realizou um estudo econométrico comparando o regime de metas sob o comando de Armínio Fraga e de Henrique Meirelles, mostrando que apesar de não haver diferenças estatisticamente significantes na política monetária entre os dois períodos, a gestão de Meirelles se mostrou mais rigorosa e realizou um esforço excessivo para estabilizar os preços, com os autores concluindo que houve um rigor na condução da política monetária ao longo do tempo, principalmente no período após 2008. Na análise de Freitas

(2010), a gestão de Henrique Meirelles buscou firmar a reputação de autonomia do BCB frente ao Poder Executivo, buscando atingir o centro da meta de inflação, com elevações da taxa de juros em reação a sinais de aproximação do IPCA do limite superior do intervalo de tolerância.

Quanto ao desempenho anual do regime de metas de inflação no Brasil, cujos resultados podem ser vistos na tabela 1, conforme Freitas (2010) o Banco Central conseguiu cumprir a meta em 1999 e 2000 favorecido pela liquidez internacional abundante, pela elevação dos fluxos de capital ao país e pelo baixo dinamismo da atividade econômica. Em 2001 e 2002 o Banco Central não conseguiu cumprir a meta, divulgando a carta aberta ao Ministro da Fazenda. Argumentou-se que em 2001 houve fatores como a desaceleração econômica mundial, o contágio da crise argentina e os ataques terroristas nos Estados Unidos, que produziram forte pressão de depreciação do real, o que impactou significativamente os preços internos, em especial os preços administrados, com o Banco Central elevando as taxas de juros de 15,75% em março para 19% em julho (gráfico 2), mas não levando a inflação para a meta. Em 2002, com contexto externo desfavorável e aversão ao risco por parte dos investidores, houve um ataque especulativo ao real que resultou em nova depreciação cambial, contaminando os preços administrados, que tem contratos indexados ao IGP-DI e IGP-M, e a elevação da taxa de juros de 18% em agosto para 25% em dezembro não foi suficiente para manter a inflação dentro do intervalo da meta estipulado.

A meta definida para 2003 foi inicialmente alterada pelo CMN em junho de 2002, com autorização de um decreto presidencial, de 3,5% para 4%, com elevação do intervalo de tolerância de 2% para 2,5%. O Banco Central, porém, conforme Carta Aberta divulgada em janeiro de 2003, decidiu perseguir uma meta ajustada de 8,5%, considerando os impactos inerciais da inflação do ano anterior e os efeitos dos preços administrados. O Banco Central atuou por meio da variação da taxa de juros, elevando o seu patamar em janeiro e fevereiro, mantendo-o até junho, e depois reduzindo 10 pontos percentuais até o final do ano, diante do arrefecimento da inflação e da melhora nas expectativas (Freitas, 2010). Para 2004 a meta também foi alterada, de 3,75% para 5,5%, com tolerância de 2,5%, com o Banco Central conseguindo cumprir essa meta ajustada.

Para 2005 a meta definida de 4,5% foi reajustada para 5,1% em setembro de 2004, para acomodação da inércia inflacionária. O Banco Central conseguiu cumprir a meta, mas a custo de elevação das taxas de juros (Selic) a uma taxa real recorde de 12,96% ao ano em agosto de 2005 (Freitas, 2010). A meta para 2006 foi definida em junho de 2004 em 4,5%,

com intervalo de tolerância de 2%, sendo mantidos esses valores por todos os anos subsequentes, até o período atual.

A partir de 2005 o Banco Central conseguiu manter a inflação sob controle e cumprir as metas beneficiando-se do contexto externo favorável, tanto em termos dos preços das commodities³ exportadas quanto do ciclo de alta da liquidez internacional, que contribuiu para a apreciação do real (Freitas, 2010). Com isso, o Banco Central conseguiu reduzir a taxa Selic entre setembro de 2005 e outubro de 2007, de 19,75% a.a para 11,25% a.a., mantendo esse valor até abril de 2008. Em 2006 a taxa de inflação ficou pela primeira vez abaixo do centro da meta, terminando o ano com um índice de 3,1%.

Em maio de 2008, o BCB iniciou novo ciclo de alta da Selic com elevação para 13,75% até setembro, interrompendo quando a economia brasileira já havia sido fortemente atingida pelo aprofundamento da crise global e mantendo o patamar elevado das taxas de juros no final de 2008 e início de 2009, ao contrário da ação dos bancos centrais nas principais economias avançadas e periféricas, que atuaram reduzindo as taxas de juros e fomentando o crédito e as condições de liquidez na crise (Freitas, 2010).

O corte nas taxas de juros em resposta à queda no PIB e na inflação devido à crise se iniciou em janeiro de 2009, com redução da taxa até 8,75% em setembro e manutenção desse valor até o final do ano. A taxa de juros de 8,75% foi mantida até abril de 2010, quando iniciou-se um novo ciclo de aumento da Selic até o valor de 10,75% em julho, sendo mantido nesse patamar até o final do ano, ficando a inflação dentro do intervalo da meta.

³ Conforme Freitas (2009), nos países periféricos parte do êxito da desinflação ocorrida pode ser atribuída à apreciação das moedas domésticas, que baratearam o custo dos produtos importados e, no caso dos países exportadores de *commodities*, compensaram o efeito interno da elevação dos preços internacionais.

Tabela 1 – Histórico de metas para inflação no Brasil

Ano	Norma	Data	Meta (%)	Banda (p.p)	Limites Inferior e Superior (%)	Inflação Efetiva (IPCA %a.a)
1999			8	2	6 - 10	8,94
2000	Resolução 2.615	30/6/99	6	2	4 - 8	5,97
2001			4	2	2 - 6	7,67
2002	Resolução 2.744	28/6/00	3,5	2	1,5 - 5,5	12,53
2003 ¹	Resolução 2.842	28/6/01	3,25	2	1,25 - 5,25	
	Resolução 2.972	27/6/02	4	2,5	1,5 - 6,5	9,30
2004 ¹	Resolução 2.972	27/6/02	3,75	2,5	1,25 - 6,5	
	Resolução 3.108	25/6/03	5,5	2,5	3 - 8	7,60
2005	Resolução 3.108	25/6/03	4,5	2,5	2 - 7	5,69
2006	Resolução 3.210	30/6/04	4,5	2	2,5 - 6,5	3,14
2007	Resolução 3.921	23/6/05	4,5	2	2,5 - 6,5	4,46
2008	Resolução 3.378	29/6/06	4,5	2	2,5 - 6,5	5,90
2009	Resolução 3.463	26/6/07	4,5	2	2,5 - 6,5	4,31
2010	Resolução 3.584	1/7/08	4,5	2	2,5 - 6,5	5,91
2011	Resolução 3.748	30/8/09	4,5	2	2,5 - 6,5	
2012	Resolução 3.880	22/6/10	4,5	2	2,5 - 6,5	
2013	Resolução 3.991	30/6/11	4,5	2	2,5 - 6,5	

¹ A Carta Aberta de 21/01/2003 estabeleceu metas ajustadas de 8,5% para 2003 e 5,5% para 2004

Fonte: Banco Central do Brasil (www.bcb.gov.br)

2.2 Críticas ao regime de metas de inflação no Brasil

Desde sua adoção, o regime de metas de inflação no Brasil vem sendo alvo de críticas de variados tipos e envolvendo diferentes níveis de análise. Um grupo de críticas envolve a concepção teórica do regime, que apesar de ser um “consenso” no *mainstream*, não tem seus pressupostos aceitos por todas as correntes do pensamento econômico. A institucionalidade adotada é criticada por ser considerada muito rígida no Brasil, o que torna a política monetária excessivamente contracionista, sendo um formato inadequado a um país emergente sujeito a choques externos. Quanto à condução do regime, existem críticas que consideram que houve erros de diagnóstico do Banco Central sobre as causas das elevações inflacionárias, que por conta disso teria se utilizado de elevações excessivas nas taxas de juros, com impactos negativos e desnecessários sobre o crescimento do país. Já as críticas de caráter mais estrutural envolvem os problemas da adoção do regime de metas de inflação para a economia brasileira sem a realização das reformas adequadas, levando à manutenção de um patamar elevado da taxa de juros, a um elevado custo fiscal devido à indexação de títulos públicos à Selic, à dependência do funcionamento do regime de metas de inflação brasileiro em relação ao patamar da taxa de câmbio, entre outros fatores.

Uma crítica que se coloca desde o princípio é quanto à concepção teórica do regime de metas de inflação, que apesar de ser uma estratégia amplamente defendida no

mainstream, não representa um consenso entre os economistas⁴. Os pressupostos que embasam o regime, como a neutralidade da moeda, equilíbrio contínuo do mercado, expectativas racionais, e a ideia de que a inflação resulta basicamente de um excesso de demanda, não são aceitos como corretos por muitas correntes do pensamento econômico. Conforme Freitas (2010), o conceito de produto potencial, que serve como referência para a definição da meta de inflação e da condução da política monetária, é fixado de forma absolutamente arbitrária, o que induz no modelo um viés anticrescimento, observado quando se compara as taxas de crescimento do Brasil no período de vigência do regime com as taxas de crescimento de outros países em desenvolvimento. Serrano (2010) observa que os pressupostos teóricos fundamentais do modelo econômico do “novo consenso” que embasam o regime de metas de inflação não se sustentam no caso da economia brasileira. Vale ressaltar, que apesar da escola pós-keynesiana apresentar as principais críticas ao regime de metas inflacionárias e aos seus pressupostos teóricos, alguns de seus autores reconhecem que o regime pode funcionar como um bom guia para a política monetária e para as expectativas dos agentes, reduzindo a incerteza, desde que adotado em um modelo mais flexível, que também considere variáveis como o crescimento do produto e emprego e as diversas causas da inflação.

As críticas voltadas ao arranjo institucional adotado abordam fatores como a definição do índice de preços para aferição da meta, o horizonte temporal para cumprimento da meta, o próprio processo de escolha da meta e os instrumentos utilizados para atingi-la, que tornam o regime brasileiro um dos mais rígidos entre os países que adotaram essa estratégia de política monetária, conforme notam autores como Farhi (2004). Um dos pontos de discussão é a escolha do Índice de Preços ao Consumidor Ampliado (IPCA) cheio como índice para a meta, que engloba os preços de bens comercializáveis sujeitos a choques externos e influência de variações cambiais, como o preço das *commodities* e os preços administrados⁵. Alguns países que adotaram o regime de metas de inflação utilizam o índice que mede o “núcleo de inflação”, excluindo do índice os preços mais voláteis como o de alimentos, combustíveis, impostos indiretos e preços administrados. No Brasil, é feita a crítica em relação ao peso elevado que os preços administrados tem no IPCA, de cerca de 30%, o que pressiona o índice para cima, uma vez que esses preços, em geral, tem aumentado mais do que os preços livres. Para conter a demanda e reduzir o nível de inflação, o Banco Central

⁴ Para mais detalhes da crítica teórica ao regime de metas de inflação, ver capítulo 1

⁵ Os preços administrados são os preços que de alguma forma são regulados pelo governo ou por agências públicas, envolvendo produtos como petróleo e derivados, tarifas telefônicas, de eletricidade e transporte público, e são insensíveis à variação da demanda, não sendo diretamente afetados pela política monetária (Carvalho et al., 2007)

atua elevando a meta da taxa Selic, sem conseguir, porém, afetar esses preços administrados. Dessa forma propicia-se a desinflação, mas com comprometimento do produto e efeitos negativos sobre os investimentos, a produção e o consumo privado (Freitas, 2010).

Outro ponto do regime adotado no Brasil que é alvo de críticas é o horizonte de cumprimento da meta, que no Brasil é o ano calendário, de janeiro a dezembro, criticado por ser um prazo curto. Conforme Freitas (2010), quanto mais curto o horizonte temporal, menor a flexibilidade do regime de metas de inflação para acomodar as flutuações do produto em decorrência de choques. Nesse sentido, o Brasil apresenta diferença da maioria dos demais países centrais e periféricos que adotaram o regime de metas de inflação, que utilizam prazos maiores para atingir as metas. O Banco Central brasileiro define as metas com dois anos de antecedência e tem um ano para cumpri-la, perdendo graus de liberdade na execução da política monetária diante de eventos como a ocorrência de uma desvalorização cambial ou aumento no preço dos alimentos, que podem afetar a taxa de inflação. Com essa característica, o Banco Central tende a elevar as taxas de juros para combater as pressões inflacionistas nos preços, visando cumprir a meta no prazo, em detrimento do nível de produto e emprego.

Uma questão do arranjo institucional criticada por Oreiro et al. (2009) é o fato de não haver uma clara separação entre a autoridade responsável pela fixação das metas da política monetária e a autoridade responsável por atingi-las. Ao influenciar a decisão das metas inflacionárias e decidir os rumos da política monetária, o Banco Central estaria exercendo uma função além da de gestor da política, o que representaria um desbalanceamento da democracia, uma vez que as decisões sobre os alvos da política não estariam emanando do Poder Executivo ou Legislativo, que são eleitos pelo voto popular. Também se critica o fato de as metas de inflação não refletirem adequadamente as preferências sociais quanto ao “grau de aversão à inflação” e quanto ao *trade-off* entre inflação e desemprego. Observa-se que a definição das metas inflacionárias não reflete atualmente um consenso social a respeito da “taxa ótima de inflação” a ser obtida no longo prazo, com a perseguição de uma meta de longo prazo de 4,5% que é decidida no âmbito restrito do Copom e do CMN, o mesmo ocorrendo com a velocidade na qual essa meta deve ser atingida, o que implica na decisão sobre os custos em termos de nível de produto e emprego para o cumprimento da meta.

O método de apuração das expectativas de inflação dos agentes econômicos também é alvo de crítica. Conforme Farhi (2004), no regime de metas a aferição das expectativas dos agentes é importante para a medição do sucesso da política monetária no curto prazo, pela influência que ela exerce nessas expectativas. O Banco Central do Brasil

utiliza para isso a pesquisa *Focus*, que é feita semanalmente junto a analistas de instituições financeiras e usada como uma *proxy* das expectativas dos “agentes racionais”. Para Farhi, (2004), dificilmente o Banco Central toma medidas que contrariem a previsão desses especialistas, denotando uma promiscuidade entre a autoridade monetária e as instituições financeiras, que são os agentes econômicos que mais ganham com as taxas de juros elevadas. Esse arranjo pode criar um viés para que o agente não revele sua real expectativa de inflação, observada sua capacidade de influenciar as decisões do Banco Central quanto à taxa de juros, pois é de seu interesse que elas se mantenham elevadas. Conforme Oreiro (2011), a coleta semanal das expectativas gera uma distorção que faz com que o Banco Central perca autonomia em relação ao mercado, mesmo mantendo-a com relação ao governo. Para evitar esse viés, Farhi (2004) sugere que o Banco Central poderia também apurar as expectativas em um universo mais amplo de agentes, incluindo setores organizados como entidades patronais e sindicatos, de forma a contrabalançar a visão exclusiva do mercado financeiro.

A condução do regime pelo Banco Central é criticada por autores que enxergam erros na definição das metas de inflação, consideradas irrealistas principalmente no início do regime; no diagnóstico da autoridade monetária em relação aos motivos da variação da taxa de inflação, que levaram a aumentos exagerados das taxas de juros, reforçando o viés anticrescimento do regime; e também erros da autoridade monetária na identificação de choques externos que impactaram o nível interno de preços, considerando episódios em que houve demora no reconhecimento desses choques, geralmente reagindo com elevações da taxa de juros. Como exemplos desses erros de condução quanto à definição das metas inflacionárias, Farhi (2007) considera que a gestão de Arminio Fraga levou mais em conta os efeitos dos choques externos, o que não ocorreu em 2003, início da gestão de Henrique Meirelles, quando considera que houve um erro de gestão na definição de metas ajustadas de 8,5%, baixas em relação ao IPCA acumulado de 12,5% em 2002, o que levou a uma política monetária extremamente rígida e provocou acentuada retração na atividade econômica. Para a autora, a condução do regime no Brasil veio se mostrando muito rígida, buscando trazer o índice de inflação de volta para a meta de forma rápida, configurando uma gestão pouco disposta a levar em conta os custos macroeconômicos das decisões da política monetária, como a redução da atividade econômica, o impacto na dívida pública e a apreciação da taxa de câmbio. Para Freitas (2010), o viés anticrescimento na condução do regime ocorreu especialmente na gestão de Henrique Meirelles, que não identificou e reagiu adequadamente aos choques externos que enfrentou, como em 2004, quando não reconheceu o impacto na economia brasileira da elevação dos preços do petróleo e das *commodities* metálicas. O Banco

Central apresentou o diagnóstico de estreitamento do hiato do produto em função da elevação da demanda, favorecido pela expansão do crédito a pessoas físicas e do gasto público, e elevou a meta da Selic entre setembro de 2004 e abril de 2005, visando desacelerar a atividade econômica e combater as pressões inflacionárias. Outro erro de diagnóstico apresentado foi o que ocorreu em 2008, em um momento em que a economia brasileira já estava sendo afetada pela crise global e mesmo assim o Banco Central iniciou uma nova fase de aumento da Selic, conforme notado por Freitas (2010) e Belluzzo (2011). Conforme Freitas (2010), a interpretação do BCB de que havia um descompasso entre o ritmo de crescimento da oferta e da demanda doméstica não se justificava, pois a economia brasileira vinha crescendo no mesmo ritmo dos trimestres anteriores e com expansão do investimento produtivo, da formação bruta de capital fixo e da produção industrial, o que desmentiria esse diagnóstico. O Banco Central iniciou a elevação da taxa de juros, que saiu de 11,25% em abril de 2008 para 13,75% em setembro do mesmo ano, em um momento de turbulência nos mercados internacionais e de deflação nos preços internacionais das *commodities* agrícolas e do petróleo, em um erro na percepção da gravidade da desaceleração que ocorria na economia dos países avançados.

Algumas críticas de caráter mais estrutural ao regime de metas no Brasil estão associadas às características da economia brasileira, como o impacto da taxa de câmbio no regime e à falta um preparo adequado para a implantação do regime. O regime de metas de inflação não foi adotado de forma planejada no Brasil em 1999, mas em caráter emergencial, após a crise que levou à flutuação da taxa de câmbio, diante da impossibilidade de manutenção do regime de metas cambiais e da necessidade de uma nova âncora nominal para a economia. Dessa forma, alguns analistas consideram que não foram adotados os ajustes fiscais e reformas necessárias para a adoção de um novo regime de política monetária que funcionasse da forma mais adequada, sendo o regime de metas de inflação no Brasil caracterizado por um elevado nível da taxa de juros e pela dependência da taxa de câmbio para atingir as metas de inflação. Nesse sentido, Bresser Pereira e Gomes (2009) argumentam que o país não deveria adotar o regime de metas de inflação sem antes resolver o problema da armadilha taxa de juros/taxa de câmbio. Conforme os autores há um patamar limite a partir do qual o Banco Central não pode baixar a taxa de juros sem que haja uma depreciação cambial, o que levaria a um aumento da inflação. Por esse motivo, a taxa Selic é mantida em patamares elevados e, junto com a taxa de câmbio apreciada, ajudam a manter a inflação em níveis baixos, mas com efeitos negativos para a economia brasileira em termos de crescimento. Outros motivos que esses analistas consideram para manutenção de uma taxa de juros elevada

são: i) o alto nível de gastos públicos comparados ao patamar de renda per capita do país, ii) a tentativa da autoridade monetária de alongar o vencimento da dívida, iii) o fato de a Selic indexar a maior parte da dívida pública, iv) o uso da Selic para outros fatores além do controle da inflação, como atração de capital estrangeiro, redução do déficit corrente, aumento da poupança pública, v) a captura do Banco Central pelos rentistas, pelo setor financeiro e pelas multinacionais, que ganham com as taxas de juros elevadas.

Dentre esses fatores, destaca-se a peculiaridade brasileira de ter o mercado monetário e o mercado de dívida pública ligados por meio das Letras Financeiras do Tesouro (LFT), que são indexados a Selic, a taxa de juros de curto prazo. Com isso, a Selic cumpre uma dupla função, de instrumento da política monetária, sendo a taxa que regula os empréstimos no mercado interbancário, ao mesmo tempo em que é a taxa pela qual o governo rola a dívida pública. Pela situação fiscal frágil das contas públicas, a taxa de juros requerida pelo mercado para rolar a dívida torna-se elevada, o que impediria uma maior redução da Selic (Oreiro e Paula, 2010). Também há o argumento de que a interconexão entre a política monetária e o mercado de títulos da dívida contribui para elevar a ineficácia dessa política, uma vez que a perda de capital do detentor do título, decorrente do aumento da taxa de juros, é compensada pelo aumento dos fluxos de juros pagos, mantendo essa fração de riqueza imune à política monetária (Andrade e Pires, 2009).

Quanto ao funcionamento do regime de metas na economia brasileira e sua dependência em relação à taxa de câmbio, Serrano (2010) observa características da economia brasileira, na qual não há evidência de que o controle da demanda agregada seja capaz de conter diretamente o aumento de preços ou salários nominais e existe um conjunto de pressões inflacionárias pelo lado dos custos, que formam o núcleo da inflação brasileira. A atuação principal da taxa de juros nesse cenário não é contraindo a demanda agregada, mas sim valorizando a taxa de câmbio nominal, que tem forte impacto de custos, diretos e indiretos, sobre todos os preços da economia, inicialmente sobre os preços administrados e transacionáveis e posteriormente sobre os preços livres e não transacionáveis. O impacto dos juros sobre a demanda agregada seria apenas um efeito colateral dessa política. Outro fator de controle da inflação tem sido a política do governo de não repassar as variações externas do preço do petróleo para os preços internos da gasolina e óleo diesel. Esse funcionamento do regime de metas no Brasil, de juros altos e câmbio baixo, implica em custos, fiscais, de custo de oportunidade para o capital, atrapalhando o crescimento do crédito, desestimulando o investimento produtivo, desprotegendo a indústria nacional, gerando aumento de importações que também afetam as contas externas do país, com déficits em conta corrente. Algumas

soluções propostas seriam a combinação de desvalorização cambial com desindexação dos preços monitorados e controle de capitais.

O impacto da taxa de câmbio sob o regime de metas de inflação é intensificado para as economias emergentes com regime de cambio flutuante, que ficam condicionadas pelos ciclos de liquidez internacional. Essas economias ficam mais vulneráveis ao *pass through* da volatilidade cambial aos preços, afetando os resultados alcançados pela autoridade monetária dentro do regime de metas inflacionárias, com seus efeitos sobre as demais variáveis macroeconômicas dependendo em grande parte do arranjo institucional adotado, sendo determinante na maneira como a economia desses países pode absorver os choques externos, conforme analisa Farhi (2007). Conforme a autora, esse fato ganha especial relevância no Brasil por ser o único país emergente que adotou mecanismos de indexação da moeda e dos contratos, como no caso dos preços administrados, o que faz com que a volatilidade cambial afete a maioria dos preços dos bens e serviços.

Dessa forma, observa-se que o regime de metas de inflação foi implementado no Brasil de acordo com os princípios teóricos do “novo consenso macroeconômico”, adotando um formato institucional considerado rígido, com a justificativa principal de se buscar uma maior credibilidade para a política monetária. Essa política, porém, não deixou de ser alvo de muitas críticas, como exposto neste capítulo, tanto no aspecto da teoria quanto nos aspectos da institucionalidade adotada, da condução do regime e da sua adequação às condições estruturais da economia brasileira. Uma síntese dessas principais críticas pode ser vista na tabela 2.

No final de 2010, porém, o Banco Central do Brasil começou a dar sinais de uma mudança de direcionamento na condução do regime de metas de inflação, com a adoção de medidas macroprudenciais em conjunto com a taxa de juros como instrumento de atuação dentro do regime, seguindo com o cenário de mudanças na gestão de Alexandre Tombini, a partir de janeiro de 2011. No próximo capítulo será analisada a condução do regime de metas de inflação no Brasil no período recente, levando em conta o contexto do debate internacional e as críticas ao regime apresentadas neste capítulo.

Tabela 2 – Síntese das críticas ao regime de metas de inflação no Brasil

Críticas ao regime de metas de inflação no Brasil	
Teórica	Regime de metas não é consenso; crítica aos pressupostos teóricos: neutralidade da moeda, definição do produto potencial, etc.
Arranjo institucional	Utilização de índice cheio de inflação para medir a meta Horizonte de cumprimento muito curto Processo de definição da meta Utilização da taxa de juros como instrumento único de política Apuração das expectativas pelo relatório Focus
Condução	Rigor excessivo, com aumentos desnecessários da taxa de juros Erros de diagnóstico quanto às causas da inflação Demora para identificação de choques externos
Estrutural	Dependência da taxa de câmbio para atingir as metas de inflação (juros altos/câmbio baixo) Indexação das Letras Financeiras do Tesouro (LFT) à Selic Economia emergente, mais sujeita a choques externos (efeito <i>pass-through</i>) Condições estruturais que mantêm a taxa de juros em patamar elevado

Capítulo 3 – Mudanças recentes no regime de metas de inflação no Brasil

Neste capítulo será abordada a condução do regime de metas de inflação do Brasil no período recente. A partir do final de 2010, o Banco Central do Brasil deu sinais que sugerem uma mudança de atitude na condução do regime. Inicialmente adotou as chamadas “medidas macroprudenciais”, limitando a expansão do crédito incentivada durante a crise, visando atuar sobre pressões de demanda, como um instrumento complementar à taxa de juros, indicando que pretende reforçar a estabilidade do sistema financeiro brasileiro, mas também sinalizando que espera um efeito no nível de preços. Em 2011, já sob novo comando, a autoridade monetária também explicitou uma maior preocupação com a taxa de câmbio e informou que consideraria um prazo maior para atingir o centro da meta, indo contra as pressões do mercado, também contando com ações de outras políticas, como a política fiscal (corte de gastos), indicando maior coordenação entre o governo. Com essas mudanças, a condução da política monetária passou a ser motivo de discussão nos meios de comunicação especializados e entre os economistas, com a sinalização de que estaria havendo uma mudança de postura do Banco Central na condução do regime de metas inflacionárias, indicando uma flexibilidade que não havia na gestão anterior, sendo objeto de análise de economistas do mercado financeiro, da imprensa e da academia.

A condução do regime de metas de inflação no período recente pode ser dividida em dois momentos: inicialmente houve um momento de aceleração da taxa de inflação com o Banco Central reagindo com aumento da taxa de juros, mas considerando a adoção das medidas macroprudenciais como instrumento complementar de política monetária, o que teria permitido elevar os juros abaixo do nível que seria considerado ideal pelo mercado financeiro. Em um segundo momento o Banco Central passou a adotar uma estratégia de redução das taxas de juros mesmo com a inflação e as expectativas acima da meta, considerando que a deterioração prevista do cenário internacional contribuiria para o arrefecimento do movimento de elevação dos preços, procurando evitar impactos negativos sobre o produto, em uma estratégia nitidamente distinta da que ocorreu no momento de crise em 2008. Este capítulo será dividido em duas seções, buscando caracterizar a atuação do Banco Central em cada um desses momentos.

3.1 A condução do regime até julho: medidas macroprudenciais e elevação da taxa juros

Em 25 de novembro de 2010, o Banco Central lançou as circulares 3.512 e 3.515 que colocavam em vigor algumas medidas prudenciais visando conter a expansão do crédito, como o aumento do capital mínimo para operações de crédito às pessoas físicas com prazo superior a 24 meses, a elevação do adicional do compulsório sobre depósitos a vista e a prazo e a expansão do limite de garantia prestada pelo FGC (Fundo Garantidor de Crédito), conforme anexo 1, o que pode ser considerado uma retirada dos incentivos ao crédito dados durante a crise.

Essas medidas macroprudenciais foram seguidas por outras medidas do mesmo tipo em janeiro de 2011, quando o Banco Central lançou medidas prudenciais de recolhimento de depósito compulsório (em reais) sobre as posições cambiais vendidas dos bancos, e em abril de 2011, quando elevou o IOF sobre operações de crédito com prazo mínimo de 1 ano (IEDI, 2011), buscando moderar também o crescimento do fluxo de capitais.

A adoção dessas medidas, além de representar uma preocupação em garantir uma expansão controlada do crédito, evitando riscos para o sistema financeiro e mantendo a estabilidade macroeconômica, também foram consideradas como medidas de contenção da demanda visando controlar a inflação. Na ata do Copom referente à reunião de 19 de janeiro de 2011 o Banco Central mencionou as medidas macroprudenciais como um elemento de contenção da demanda agregada por intermédio do canal de crédito. Nessa reunião o BCB elevou os juros para 11,25%, afirmando na ata da reunião que foi dado início “a um processo de ajuste da taxa básica de juros, cujos efeitos, somados aos de ações macroprudenciais, contribuirão para que a inflação convirja para a trajetória de metas” (Ata do Copom, 19/01/2011). Dessa forma, indicam uma mudança na postura do banco central na condução do regime de metas de inflação nos últimos anos, com a adoção explícita de um instrumento de política além das taxas de juros para contenção da demanda agregada e para atingir a meta de inflação.

Conforme Oreiro (2011), o uso dessas medidas ao lado da taxa de juros representou um sinal de mudança no regime de metas de inflação no Brasil após anos de pura ortodoxia, sendo um afastamento importante do “consenso macroeconômico”. Conforme o autor, essa medida também representa um sinal de maior autonomia do BCB em relação aos interesses do sistema financeiro, evitando maior aumento na taxa de juros, que beneficiaria os setores rentistas da sociedade. A postura do BCB no início do mandato de Alexandre Tombini estaria demonstrando uma menor propensão a levar a sério as expectativas inflacionárias, colhidas junto a representantes do mercado financeiro por meio do relatório Focus, pelas

quais a deterioração de índices de inflação no curto prazo tendem a gerar expectativas de inflação por maior período de tempo, criando uma atmosfera de “terrorismo inflacionário”. Economistas associados ao mercado financeiro também notaram um sinal de mudança no regime, mas deram ênfase ao que consideraram como riscos dessa mudança, como em Olivares (2011), que indica que o “caminho alternativo de misturar elevações comedidas de juros com medidas macroprudenciais enfraquece esse regime porque coloca em dúvida o objetivo, ou sinaliza multiplicidade de objetivos, passa a utilizar instrumentos alternativos de difícil entendimento, e diminui sensivelmente o grau de transparência, tornando mais difícil o gerenciamento das expectativas de inflação”. O analista considera que a perda na sinalização das expectativas pode tornar inútil a meta como parâmetro para formação de preços, tornando o ambiente econômico mais incerto.

No contexto do debate internacional pós-crise, as medidas macroprudenciais adotadas estão em consonância com a maior preocupação em relação à estabilidade do sistema financeiro observada após a crise mundial e discutida no primeiro capítulo, com a entrada dessas medidas na pauta de discussão dos principais órgãos internacionais. Nesse sentido, o BCB já vinha conseguindo manter a saúde e estabilidade do sistema financeiro brasileiro ao longo da última década, o que permitiu que superasse o momento de agravamento da crise sem grandes turbulências. A novidade foi a consideração explícita dessas medidas de política monetária dentro do contexto do regime de metas de inflação, assumindo uma prática herdada da antiga política monetária de controle quantitativo, que já foi utilizada anteriormente pelo Banco Central no regime de metas. No contexto do debate internacional, a utilização dessas medidas também apresenta certa concordância com a visão de Caruana (2011), diretor do BIS, sobre a consideração dos efeitos dos instrumentos macroprudenciais, de forma complementar às taxas de juros, no controle da demanda agregada. Delfim Netto (2011) observa que existem claros indícios de que as políticas macroprudenciais podem ser moderadas substitutas do simples aumento da taxa de juros e que as críticas à adoção dessas medidas se mostraram desconectadas com o que acontece no resto do mundo e com a revisão do conhecimento econômico colocado em pauta após a crise.

A estratégia do Banco Central para 2011 contou também com a colaboração da política fiscal atuando em conjunto com a política monetária, com o anúncio do governo de um corte de R\$50 bilhões no orçamento, o que representa uma expansão dos gastos públicos em ritmo menor ao do ano anterior. Essa ação do governo denota uma maior coordenação na política macroeconômica em relação aos anos anteriores, reduzindo o custo do ajuste monetário para se atingir a meta inflacionária.

A pressão inflacionária continuou nos primeiros meses do ano, com a elevação do IPCA devido principalmente ao impacto do aumento dos preços de commodities, também pressionada pela elevação dos preços da educação, transporte e alimentos (Ministério da Fazenda, 2011). Na reunião de 10 de março de 2011 o Banco Central elevou a taxa de juros em 0,5 p.p, para 11,75% (gráfico 2). A aceleração da inflação levou a uma pressão do mercado para que o Banco Central adotasse uma postura mais rigorosa e ortodoxa, com maiores elevações da taxa de juros.

A postura adotada pelo Banco Central diante da acentuada aceleração inflacionária no início de 2011 foi de sinalizar que buscaria atingir o centro da meta de inflação de 4,5% para o final de 2012, como nota Delfim Netto (2011), indo contra as pressões do mercado e indicando uma postura mais flexível do BCB em relação ao horizonte de cumprimento da meta, com uma preocupação maior em relação às consequências de um aperto monetário mais forte ao crescimento econômico do país.

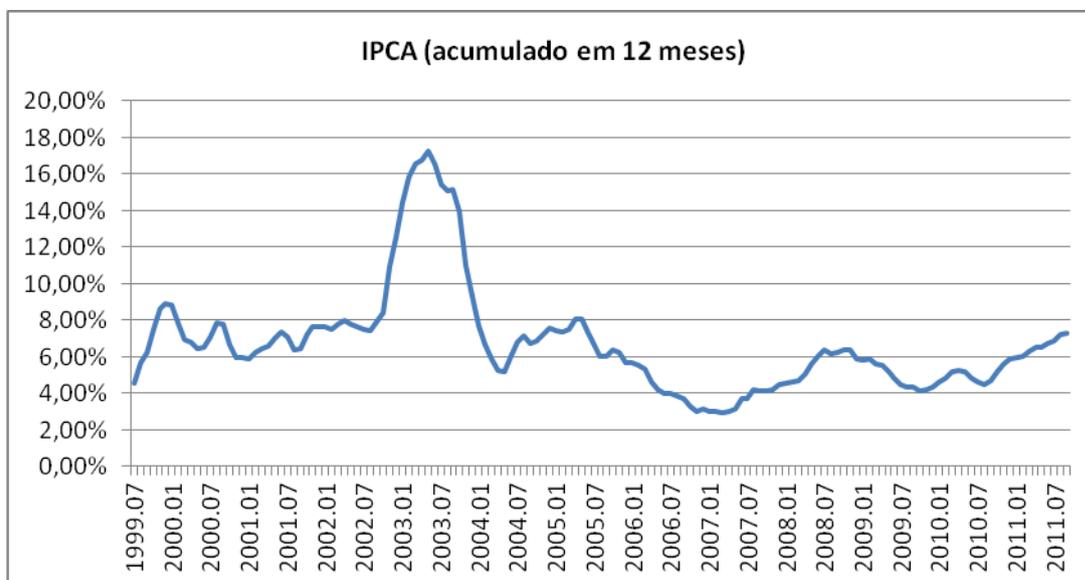
Nas reuniões seguintes do Copom, o BCB continuou a trajetória de elevação das taxas de juros, reagindo ao cenário de aceleração inflacionária. Na reunião de 20 de abril de 2011 o Copom continuou elevou a meta da Selic em mais 0,25 p.p, para 12,00%, porém em nível abaixo do esperado pelo mercado. Na ata da dessa reunião, o BCB admite que, diante do cenário inflacionário desfavorável, estava implementando um ajuste das condições monetárias como estratégia mais adequada para garantir a convergência da inflação para a meta em 2012.

Diante do cenário de preocupação com a forte apreciação cambial e das medidas adotadas para tentar contê-la, apresentou-se outro indício importante de mudança na postura do BCB, com uma maior preocupação explicitada pelo presidente do Banco Central, Alexandre Tombini, em relação ao patamar da taxa de câmbio, afirmando que a desaceleração da inflação no Brasil não poderia depender da depreciação do dólar e que a taxa de câmbio não seria uma ferramenta do BCB para fazer com que a inflação convirja para a meta (Monitor Mercantil, 06/05/2011).

Em junho, o Copom continuou o ajuste monetário com a elevação das taxas de juros em mais 0,25 p.p, para 12,25%, analisando que houve uma aceleração da inflação ocorrida no ultimo trimestre de 2010 e no primeiro trimestre de 2011, com o IPCA atingindo um valor acumulado em 12 meses de 6,55% até maio (gráfico 1), impulsionada por choques externos de oferta, especialmente pelo preço das commodities, mas considerando que o cenário para a inflação nos trimestres seguintes será mais favorável, possibilitando um trabalho para que o centro da meta de inflação, de 4,5%, seja atingido em 2012. Na reunião de 28 de julho de 2011, com a continuação da elevação do valor acumulado do IPCA acumulado

nos últimos 12 meses, atingindo um valor de 6,71% até junho, o Copom decidiu continuar a elevação das taxas de juros em mais 0,25 p.p, chegando ao valor de 12,50% ao ano.

Gráfico 1 – Evolução do IPCA acumulado em 12 meses



Fonte: Banco Central do Brasil

O novo ciclo de elevação da Selic trouxe dúvidas quanto à continuidade da mudança na condução do regime de metas de inflação sinalizada com a adoção das medidas macroprudenciais. Ferrari e Modenesi (2011) criticaram a volta do BCB à utilização das taxas de juros como principal instrumento para controle da inflação, diante das evidências de que a causa da aceleração inflacionária deriva principalmente da elevação dos preços internacionais das commodities, com forte caráter especulativo. Com isso, as causas principais da inflação estariam nos custos e não na demanda, não sendo a elevação dos juros a solução mais apropriada, devendo-se utilizar outros instrumentos. Os autores consideraram que o BCB ensaiou uma mudança nesse sentido com as medidas prudenciais, mas lamentaram a volta da elevação da Selic, o que consideraram inapropriado.

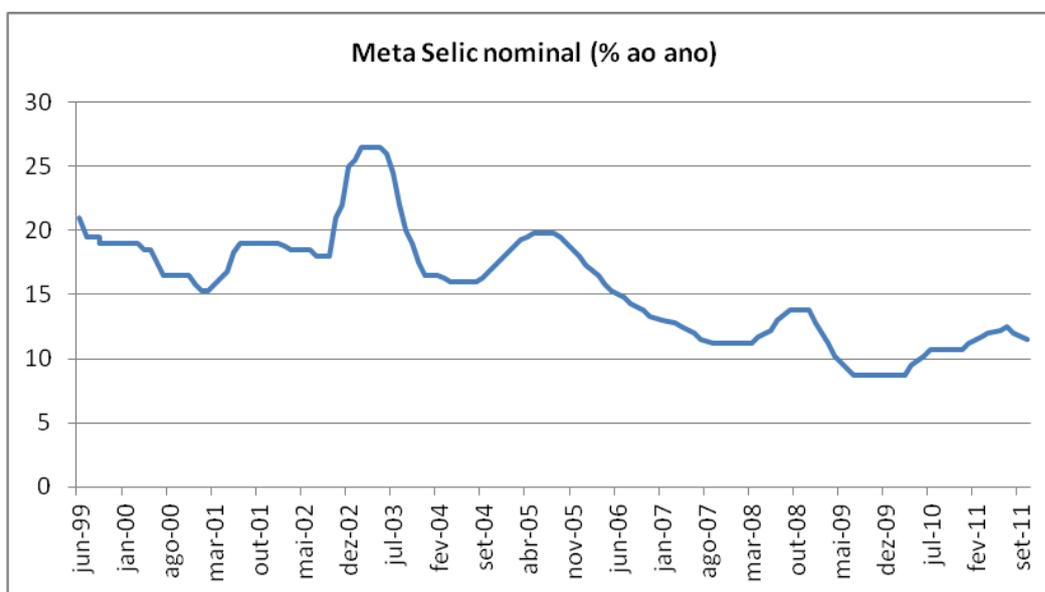
3.2 A condução do regime a partir de agosto: redução da Selic

No final de agosto o Banco Central iniciou o que pode ser considerado uma segunda fase na sua atuação em 2011, sinalizando mais fortemente uma mudança na condução do regime de metas de inflação, com a redução da taxa de juros para 12,00% mesmo diante da elevação do IPCA acumulado nos últimos 12 meses para 6,87% em julho,

surpreendendo a muitos agentes do mercado. O BCB considerou que o ciclo de alta do aumento de preços se encerrou, com uma tendência de queda nos 12 meses seguinte, diante do agravamento da crise internacional, que levaria a uma redução na pressão inflacionária.

Com essa medida, a percepção é de que o Banco Central tomou uma postura diferente da que ocorreu na crise de 2008, tentando se antecipar aos efeitos da crise, ao contrário do ocorrido na crise anterior, quando o BCB perdeu a chance de reduzir as taxas de juros e evitar parte da queda do crescimento do PIB, conforme nota Delfim Netto (2011c). Com a redução dos juros, o Banco Central estaria mostrando uma maior preocupação com a manutenção do crescimento e do emprego na economia brasileira, em consonância com a estratégia proposta de perseguir a meta em um prazo mais longo.

Gráfico 2 – Variação da taxa de juros durante o regime de metas de inflação



Fonte: Banco Central do Brasil

O corte dos juros gerou muitas críticas que consideraram a ação precipitada, com muitos analistas defendendo a manutenção da taxa de juros em 12,5%. Também surgiram críticas no sentido de que o modo surpreendente como o corte foi feito teria um impacto negativo na formação das expectativas, base do regime de metas de inflação e que a medida caracterizaria uma perda da autonomia operacional do Banco Central na definição da taxa de juros, como observa Loyola (2011), sofrendo influências do poder Executivo em sua decisão, com consequências negativas para o funcionamento do regime de metas inflacionárias. Por outro lado, a medida foi elogiada por outros economistas como uma demonstração de independência do BCB em relação às expectativas e interesses do mercado financeiro, ao

contrário do que ocorreu nas gestões anteriores, conforme observam Nakano (2011) e Delfim Netto (2011).

Na reunião de 19 de outubro, o Copom reduziu novamente a taxa de juros em 0,50 p.p., para 11,50%, confirmando o início de um ciclo de redução da Selic e a mudança na condução do regime. Em sua ata, o Copom reafirmou que os ajustes na taxa de juros buscavam mitigar os efeitos vindos de um “ambiente global mais restritivo” e eram consistentes com o cenário de convergência tempestiva para a meta de inflação em 2012.

Diante do cenário de mudanças na condução do regime de metas de inflação brasileiro, surgem opiniões que consideram que o Banco Central está em uma via de substituição do regime de metas inflacionárias. Como observa o economista do IPEA Roberto Messemberg (Gomes, 2011), o BCB estaria abandonando uma política baseada nas taxas de juros, que não seria suficiente para lidar com uma realidade econômica mais complexa, que deve levar em conta a estabilidade financeira, monitorando o preço dos ativos e evitando formação de bolhas, dentro de um cenário de taxas de câmbio voláteis. Em sua opinião, o regime de metas de inflação não seria mais adequado ao contexto de funcionamento da economia pós-crise e a atuação do Banco Central brasileiro estaria em consonância com a atuação de bancos centrais de outros países, no sentido de reduzir os juros e monitorar os preços dos ativos e da taxa de câmbio, evitando a formação de bolhas. Já Delfim Netto (2011c), considera que as políticas monetária, cambial e fiscal do governo, com redução da taxa de juros buscando evitar maior valorização do real estão na direção correta no sentido de antecipar a deterioração no cenário mundial e as conseqüências sobre a taxa de crescimento econômico e de emprego, mas não representam um abandono do regime de metas inflacionárias.

Dessa maneira, pode-se considerar que a condução do regime de metas de inflação no período recente, considerando o final de 2010 e o ano de 2011, apresentou algumas características que representam uma mudança em relação à maneira como o regime vinha sendo conduzido, sendo motivo de discussão nos meios de comunicação especializados e entre os economistas. O Banco Central adotou medidas macroprudenciais de restrição ao crédito considerando explicitamente essas medidas como instrumento complementar à taxa de juros para atuar sobre a inflação. A atuação do Banco Central nesse ano também apresentou uma maior coordenação com as demais políticas do governo, especificamente com a política fiscal, e uma maior preocupação com o patamar da taxa de câmbio, com medidas para evitar uma maior valorização cambial. Já a condução do regime se caracterizou por uma maior consideração dos impactos dos choques externos sobre os preços e das condições da economia

mundial sobre a economia brasileira, iniciando um ciclo de redução nas taxas de juros e considerando um prazo mais amplo para se atingir o centro da meta de inflação. Essas medidas foram apoiadas e criticadas por muitos analistas, mas a consideração geral é de que representaram uma mudança de rumos na condução do regime. Também se pode considerar que algumas das medidas adotadas estão em consonância com o debate internacional pós-crise, como o caso da adoção das medidas macroprudenciais e da taxa de câmbio, e que atendem de certa forma algumas das críticas feitas à condução do regime de metas inflacionárias até o início da atual gestão, como a adoção de um horizonte mais amplo para cumprimento da meta.

Conclusão

Este trabalho tem o objetivo de analisar a condução da política monetária sob o regime de metas de inflação no Brasil no período recente, no qual foram observadas algumas mudanças na atuação do Banco Central, buscando verificar em que medida essas mudanças atendem às críticas feitas à condução do regime de metas de inflação no Brasil, desde que foi adotado em 1999, e em que medida elas estão adequadas ao debate teórico e às propostas de ajuste nas políticas macroeconômicas surgidas após a crise de 2008.

Em relação ao debate internacional pós-crise, observa-se que alguns pontos do chamado “novo consenso macroeconômico” e das políticas econômicas derivadas dessa teoria e consideradas como as mais corretas, foram colocados em dúvida, abrindo espaço para revisão e adoção de políticas econômicas que não seguem os seus preceitos de forma estrita. Entre esses pontos estão o reconhecimento de que a política monetária não deve se preocupar apenas com o nível de preços, utilizando-se basicamente da taxa de juros como instrumento e uma maior preocupação com a questão da estabilidade financeira, com a proposição da adoção de medidas macroprudenciais visando garantir essa estabilidade. A interação dessas medidas com a política monetária também entra em discussão, com a possibilidade de atuar de forma complementar às políticas tradicionais no controle da demanda agregada e no controle da inflação. Com a crise, também se abriu maior espaço para a aceitação de políticas monetárias não convencionais, com os bancos centrais realizando cortes nas taxas de juros e intervenções no mercado de títulos públicos, câmbio e de crédito.

Nesse sentido, pode se considerar que as medidas adotadas pelo Banco Central do Brasil apresentam uma sintonia com esse debate internacional resenhado no primeiro capítulo. As medidas macroprudenciais de restrição ao crédito são pontos de destaque no contexto da discussão pós-crise. Essas medidas foram adotadas pelo Banco Central brasileiro visando garantir a estabilidade do sistema financeiro, com uma expansão controlada do crédito, o que se insere no novo contexto de atuação dos bancos centrais, atuando na prevenção à formação de bolhas. Essas medidas também atuaram como instrumento para controle da inflação, agindo sobre a demanda agregada, dentro do regime de metas. Com relação às medidas para afetar a taxa de câmbio, pode se considerar que se inserem no contexto das políticas não convencionais, que ganharam destaque durante a crise.

O regime de metas de inflação no Brasil foi implementado de acordo com as teorias do “novo consenso macroeconômico”. As bases teóricas do “novo consenso” preconizam que o funcionamento do regime de metas de inflação se dá basicamente com a variação das taxas de

juros para atuar sobre a demanda agregada, dentro de uma regra de política monetária que garantisse a credibilidade da autoridade monetária perante os agentes econômicos. Esse regime funcionaria como um *framework* de política monetária, dando certo grau de discricão ao banco central para lidar com choques. Nesse caso, apesar da revisão teórica e política que ocorre no plano internacional, é difícil afirmar que houve um abandono dos pressupostos teóricos que embasam o “novo consenso” no caso brasileiro.

Considerando o regime de metas de inflação no Brasil em seu momento atual, o fato é que não houve mudanças formais na institucionalidade, adotada desde seu início, que é alvo de críticas por ser considerada muito rígida. A estrutura do regime permanece com a adoção do índice de preços cheio para aferição da meta, o horizonte de cumprimento de 1 ano, a utilização da pesquisa *Focus* como método de apuração das expectativas, o procedimento de definição das metas pelo Conselho Monetário Nacional, etc.

Porém, pode-se considerar que houve mudanças que de alguma forma atendem às críticas apresentadas ao regime, como a utilização de mais instrumentos além da taxa de juros, com a adoção de medidas prudenciais de restrição ao crédito como instrumento complementar. Apesar de não terem ocorrido mudanças formais no regime, pode se observar mudanças na condução do regime que atendem em algum grau as críticas relatadas, como a adoção de um horizonte mais amplo para se atingir o centro da meta, com Banco Central anunciando que busca atingir o índice de 4,5% apenas no final de 2012. Outro ponto a ser considerado é que, apesar de não ter ocorrido mudanças no relatório na aferição das expectativas pelo *Focus*, feito com economistas ligados ao mercado financeiro, alguns analistas consideram que a gestão atual do BCB não apresenta a mesma adesão às expectativas do mercado como ocorria com as gestões anteriores, adotando medidas que foram consideradas surpreendentes, como a redução da taxa de juros ocorrida em agosto de 2011.

Com relação às críticas à condução do regime, observam-se na gestão atual mudanças em relação às gestões anteriores, mais especificamente em relação à gestão de Henrique Meirelles, considerada mais ortodoxa. Na gestão atual parece haver uma maior consideração dos efeitos dos choques externos nos preços, como a elevação dos preços internacionais das *commodities*, e das condições da economia mundial que podem afetar a economia brasileira. Essa mudança na condução se explicita na redução das taxas de juros iniciada em agosto, com base na deterioração do cenário internacional, mesmo com a taxa de inflação acima da meta, causando surpresa nos agentes do mercado e sendo alvo de críticas. Em comparação ao cenário de crise externa ocorrido em 2008, a atuação preventiva da gestão

atual representa uma diferença na condução do regime em relação às críticas feitas naquele momento, no qual o BCB chegou a elevar a taxa de juros no momento em que a crise já atingia a economia brasileira.

No sentido da adequação do regime às condições estruturais da economia brasileira o presidente do Banco Central declarou que não iria se apoiar na taxa de câmbio para atingir a meta. Mas a economia brasileira ainda tem taxas de juros elevadas que causam grande influxo de liquidez internacional e levam a apreciação cambial, enfrentando o dilema entre o controle da inflação e as condições cambiais adequadas ao setor produtivo do país. Também não foram apresentadas medidas referentes à indexação das Letras Financeiras do Tesouro à Selic, um dos fatores críticos apontados como razão dos juros elevados.

Dessa forma, observa-se que diante do novo cenário de atuação dos bancos centrais após a crise, o Banco Central do Brasil vem apresentando sinais de mudança que buscam se adaptar a essa situação. O país ainda segue um regime de metas de inflação que é rígido em sua forma, mas que parece apresentar sinais de flexibilização em sua condução, indicando que pode lançar mão de outros instrumentos além da taxa de juros e que pretende buscar menor sacrifício em termos de crescimento do produto e emprego em vista de atingir a meta no prazo, atendendo parcialmente a algumas críticas feitas às gestões anteriores do regime.

Anexo I

Medidas prudenciais de crédito realizadas

1) MEDIDAS PRUDENCIAIS

1.1) Circular 3.512, de 25 de novembro de 2010

» Aumento do valor mínimo da fatura de cartão de crédito a ser pago mensalmente de 10% para:

- 15%, a partir de 1º de junho de 2011; e
- 20%, a partir de 1º de dezembro de 2011.

1.2) Circular 3.515, de 3 de dezembro de 2010

» Majoração do requerimento de capital para operações de crédito a pessoas físicas com prazos superiores a 24 meses, comportando exceções:

• O Fator de Ponderação de Risco (FPR) passa de 100% para 150% na maioria das operações de crédito a pessoas físicas com prazo superior a 24 meses, o que significa que o requerimento de capital das instituições financeiras aumentará dos atuais 11% para 16,5% do valor da operação. No caso do crédito consignado, a regra só se aplica sobre as operações com prazo superior a 36 meses. O aumento incidirá sobre as operações de financiamento de veículos ou arrendamento mercantil de veículos nas seguintes situações:

- Prazo entre 24 e 36 meses: quando o valor da entrada for inferior a 20% do valor do bem.
- Prazo entre 36 e 48 meses: quando o valor da entrada for inferior a 30% do valor do bem.
- Prazo entre 48 e 60 meses: quando o valor da entrada for inferior a 40% do valor do bem.
- A majoração do FPR não se aplica às operações de crédito rural, às operações de crédito habitacional e ao financiamento ou arrendamento mercantil de veículos de carga.

» Elevação do compulsório sobre depósitos à vista e a prazo:

• Elevação do adicional de compulsório sobre depósitos à vista e a prazo de 8% para 12%. O limite de dedução do adicional de compulsório sobre depósitos à vista e a prazo das instituições financeiras com patrimônio de referência inferior a R\$ 2 bilhões foi elevado de R\$ 2 bilhões para R\$ 2,5 bilhões. Para as instituições com patrimônio de valor igual ou maior que R\$ 2 bilhões e menor que R\$ 5 bilhões, a dedução é de R\$ 1,5 bilhão para R\$ 2 bilhões.

• O compulsório sobre depósitos a prazo aumentou de 15% para 20%. O limite de dedução do compulsório sobre depósitos a prazo das instituições financeiras com patrimônio de referência abaixo de R\$ 2 bilhões aumentou de R\$ 2 bilhões para R\$ 3

bilhões. Para as instituições com patrimônio igual ou maior que R\$ 2 bilhões e inferior a R\$ 5 bilhões, a dedução subiu de R\$

1,5 bilhão para R\$ 2 bilhões.

• As mudanças nas regras de recolhimento dos compulsórios causarão um impacto de R\$ 61 bilhões.

• O limite máximo de dedução das compras de carteiras de crédito e depósitos interfinanceiros foi reduzido de 45% para 36% da exigibilidade de recolhimento do compulsório sobre depósitos a prazo.

• O prazo de vigência dessas deduções foi estendido de 31 de dezembro deste ano para 30 de junho de 2011.

• As emissões de Letras Financeiras passaram a ficar isentas de recolhimento compulsório. O compulsório sobre esse título era o mesmo dos depósitos a prazo.

» Expansão do limite de garantia prestada pelo FGC e estabelecimento de cronograma para extinção do DPGE:

• O CMN estabeleceu um cronograma de redução gradual do volume de depósitos que as instituições financeiras podem emitir com a garantia especial concedida pelo Fundo Garantidor de Crédito (FGC).

- A redução terá início em janeiro de 2012, ao ritmo de 20% ao ano, até janeiro de 2016, quando será extinta a possibilidade de realização de novas captações com essa modalidade de garantia.
- O limite de garantia dos depósitos e créditos protegidos pelo FGC será elevado de R\$ 60 mil por depositante para R\$ 70 mil.

2) MEDIDAS DE IOF PARA OPERAÇÕES DE CRÉDITO

2.1) Decreto nº 7.458, de 07 de abril de 2011

» Retorno da alíquota de IOF sobre operações de crédito de pessoas físicas para o nível anterior a crise: de 0,0041% ao dia (~1,51% ao ano) para 0,0082% ao dia (~3,04% ao ano). Os efeitos são produzidos a partir de 08 de abril de 2011. O aumento da alíquota se aplica nas seguintes situações:

- Operações de empréstimo, sob qualquer modalidade, inclusive em abertura de crédito.
- Operações de desconto, inclusive na alienação a empresas de factoring de direitos creditórios resultantes de vendas a prazo.
- Adiantamento a depositante, em que a base de cálculo é o somatório dos saldos devedores diários, apurados no último dia de cada mês.
- Empréstimos, inclusive sob a forma de financiamento, sujeitos à liberação de recursos em parcelas, ainda que o pagamento seja parcelado.
- Nos excessos de limite, ainda que o contrato seja vencido.
- Nas operações de financiamento para aquisição de imóveis não residenciais.

3) MEDIDAS DE IOF PARA OPERAÇÕES DE CÂMBIO

3.1) Decreto nº 7.454, de 25 de março de 2011

» Elevação da alíquota de IOF nas operações de câmbio de 2,38% para 6,38%, efetuadas a partir de 29 de abril de 2011, destinadas ao pagamento de despesas efetuadas pelo cartão de crédito referentes a aquisição de bens e serviços do exterior

Referencias Bibliográficas

ANDRADE, J. P.; PIRES, M. C. C.; **A transmissão da política monetária pelo canal do efeito riqueza no Brasil**. In: Orgs: Oreiro, Paula & Sobreira; Política monetária, Bancos Centrais e Metas de Inflação. Rio de Janeiro: FGV Editora, 2009, pp. 209-235.

ARESTIS, P; SAWYER, M, **Re-examining Monetary and Fiscal Policy for the 21st Century**, Edward Elgar, 2004

ARESTIS, P.; PAULA, L.F; FERRARI FILHO, F., **A nova política monetária: uma análise do regime de metas de inflação no Brasil**, Economia e Sociedade, Campinas, v. 18, n. 1 (35), abr. 2009

BC não quer mais câmbio como âncora da inflação, **Monitor Mercantil**, 05 de maio de 2011. Disponível em: <http://www.monitormercantil.com.br/mostranoticia.php?id=94498>. Acesso em: 24/11/2011.

BELLUZZO, L. G. **A síndrome do peru de Natal**, In: Carta Capital, 20 de abril de 2011

BERNANKE, Ben; MISHKIN, Frederic S. **Inflation targeting: a new framework to monetary policy**. 1997. (NBER Working Paper, n. 5893). Disponível em: <http://www.nber>.

BERNARKE, B.; LAUBACH, T.; MISHKIN, F.S.; POSEN, A.S. **Inflation targeting: lessons from the international experience**. Princeton University Press, 1999.

BLANCHARD, O; DELL'ARICA, G; MAURO, P **Rethinking Macroeconomic Policy**, International Monetary Fund, 2010

BOGDANSKI, J.; TOMBINI, A.A.; WERLANG, S. R. C; **Implementing inflation targeting in Brazil**. Working Paper Series. Banco Central do Brasil. Julho 2010.

BORIO, C, **The macroprudential approach to regulation and supervision**, Abril 2009

BORIO, C.; DISYATAT, P. **Unconventional monetary policies: an appraisal**. BIS Working Paper n. 292, novembro 2009

BRESSER-PEREIRA, L. C.; GOMES, C. **O regime de metas de inflação no Brasil e a armadilha da taxa de juros/taxa de cambio** In: Orgs: Oreiro, Paula & Sobreira; Política monetária, Bancos Centrais e Metas de Inflação. Rio de Janeiro: FGV Editora, 2009

CARVALHO, F.J.C, **Uma contribuição ao debate sobre a eficácia da política monetária e algumas implicações para o caso do Brasil**, Revista de Economia Política, vol. 25, nº. 4, 2005

CARVALHO, F.J.C. et al., **Economia monetária e financeira: teoria e política**, Elsevier, 2007

CARUANA, J. **Monetary policy in a world with macroprudential policy**, Junho 2011. Disponível em: <http://www.bis.org/speeches/sp110610.htm>. Acesso em: 21/06/2011

DANTAS, F.; **Rogoff e a crise da macroeconomia**, O Estado de São Paulo, 10 de maio de 2011. Disponível em: <http://blogs.estadao.com.br/fernando-dantas/2011/05/>. Acesso em: 22/06/2011

DELFIN NETTO, A. **Cautela e cuidado com a inflação** Valor Econômico, 22 de março de 2011a.

DELFIN NETTO, A. **Arrogantes injuriados**, Carta Capital, 13 de setembro de 2011b

DELFIN NETTO, A. **As metas inflacionárias**, Valor Econômico, 14 de outubro de 2011c

FARHI, M. **Metas de inflação e o medo de crescer**. In: Política Econômica em Foco, n. 4, Campinas: IE-Unicamp, seção III, pp.73-91, maio-outubro de 2004

FAHRI, M. **Análise comparativa dos regimes de metas de inflação: pass-through, formatos e gestão nas economias emergentes**. Texto para discussão n. 127 IE/UNICAMP, julho de 2007. Disponível em <http://www.eco.unicamp.br>

FERRARI FILHO, F.; MODENESI, A. M.; **Faz sentido controlar a inflação elevando a Selic?**, Valor Econômico, 21/06/2011

FREITAS, M.C.P.; **Regime de metas de inflação em perspectiva comparada** in: Biasoto Jr., Geraldo e outros. Panorama da economia internacional e brasileira: dinâmica e impactos da crise global. São Paulo: Edições Fundap, p. 98-112, 2009

FREITAS, M.C.P.; **Banco Central e política macroeconômica: o regime de metas de inflação**, in Orgs: Carneiro, R. & Marcolino, L.C.; Sistema Financeiro e Desenvolvimento no Brasil: do Plano Real a crise financeira, Editora Grafica Atitude, 2010

GOMES, M.; Crise global obriga BC a aposentar regime de metas de inflação, **Carta Maior**, 04 de outubro de 2011. Disponível em: http://www.cartamaior.com.br/templates/materiaMostrar.cfm?materia_id=18625. Acesso em: 07/11/2011

INSTITUTO DE ESTUDOS PARA O DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL, **O novo boom do endividamento externo brasileiro**, Junho/2011

ISSING, Otmar; **Lessons for monetary policy**; Issing Presentation, IMF Macro Conference, Washington, DC, 7 e 8 de março de 2011. Disponível em : <http://www.imf.org/external/np/seminars/eng/2011/res/pdf/OIpresentation.pdf>. Acesso em: 21/06/2011

LIPSKY, J. **Macro-prudential policies: putting the “big picture” into financial sector regulation**, Outubro 2010. Disponível em: <http://blog-imfdirect.imf.org/2010/10/22/macro-prudential-policies-putting-the-%E2%80%9Cbig-picture%E2%80%9D-into-financial-sector-regulation/>. Acesso em: 21/06/2011

LOYOLA, G; **Regime de metas para inflação agoniza**, Valor Econômico, 05/09/2011

MINISTÉRIO DA FAZENDA, **Economia Brasileira em Perspectiva**, Edição Janeiro/Fevereiro, 2011

MISHKIN, F. S., **Will Monetary Policy become more of a science?** NBER Working Paper, nº. 13566, Outubro 2007

MISHKIN, F. S., **Monetary policy strategy: lessons from the crisis** NBER Working Paper, nº. 16755, Fevereiro 2011

MODENESI, A. M. **Regimes Monetários: Teoria e Experiência do Real**. Ed. Manole, 2005

NAKANO, Y; **Finalmente a independência do BC**, Valor Economico, 13/09/2011

OLIVARES, G. **Riscos macroprudenciais** In: Valor Econômico. 19 de junho de 2011

OREIRO, J.L. **Revolução silenciosa no Banco Central do Brasil**, Disponível em: <http://jlcureiro.wordpress.com/2011/02/28/revolucao-silenciosa-no-banco-central-do-brasil/> 28 de Fevereiro de 2011. Acesso em 21/06/2011

OREIRO, J.L; PASSOS, M.O.; LEMOS, B.P.; PADILHA, R.A. **Metas de inflação, independência do banco central e a governança da política monetária no Brasil: análise e proposta de mudança** In: Orgs: Oreiro, Paula & Sobreira; Política monetária, Bancos Centrais e Metas de Inflação. Rio de Janeiro: FGV Editora, 2009

OREIRO, J.L; PAULA, L.F **Por que a taxa de juros é tão alta?** In: Valor Economico, 05 de outubro de 2010

SERRANO, F. **Juros, câmbio e o sistema de metas de inflação no Brasil**, Revista de Economia Política, vol. 30, nº1, janeiro-março/2010

SNOWDON, B.; VANE, H.R. **Modern Macroeconomics: its origins, development and current state**. Edward Elgar, 2005.