



1290001584



IE

TCC/UNICAMP M18r



UNICAMP

UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS

Instituto de Economia

Regime de Metas Inflacionárias no Brasil.

Monografia a ser apresentada pelo aluno
João Paulo D.Machado, sob orientação da
Professora Dra. Simone de Deus

Campinas, Dezembro de 2004

ÍNDICE

INTRODUÇÃO	2
CAPÍTULO 1 – FUNDAMENTOS DO REGIME DE METAS INFLACIONÁRIAS.	8
CAPÍTULO 2 – A ECONOMIA BRASILEIRA DE 1994 A 2004	18
CAPÍTULO 3 – REGIME DE METAS INFLACIONÁRIAS NO BRASIL: 1999 – 2004	32
CONCLUSÃO	39
BIBLIOGRAFIA	45

INTRODUÇÃO

No século XX, a economia brasileira se caracterizou por altas taxas de crescimento do PIB. A partir da década de 30 o país entrou num processo de forte industrialização, com grande intervenção estatal. Por um longo período o Brasil se acostumou com altas taxas de crescimento. No final dos 60 e início dos 70, o país passou por um período que foi chamado de “milagre econômico”. Neste, alcançou um altíssimo nível de crescimento do produto, um dos maiores de sua história. Contudo, o primeiro choque do petróleo, em 1973, representou um ponto de inflexão na trajetória da economia brasileira. Para tentar sustentar as taxas de crescimento que a economia vinha apresentando, em 1974 foi introduzido o II Plano Nacional de Desenvolvimento (II PND). Este tinha como objetivo recuperar as altas taxas de crescimento da economia e completar a base industrial do país. Contudo, o crescimento econômico obtido no II PND foi financiado por meio de um aumento da dívida externa. Este cenário de aumento do endividamento externo foi facilitado pelo alto nível de liquidez no mercado internacional. Como resultado desta política o país se tornou muito dependente do crédito externo e, em função disso, muito suscetível às oscilações dos mercados internacionais.

Em 1979, aconteceu o segundo choque do petróleo, seguido de uma mudança na política monetária norte-americana: o presidente do FED, Paul Volcker, elevou consideravelmente a taxa de juros norte-americana passando da média de 3,5% para 10% ao ano, com o intuito de acabar com o movimento de desvalorização do dólar que vinha pondo em risco seu papel como moeda principal do sistema econômico internacional. O resultado destes dois eventos foi uma forte restrição ao crédito internacional (redução da liquidez e custos mais altos), desencadeando uma crise de endividamento externo no Brasil e nos demais países da América Latina.

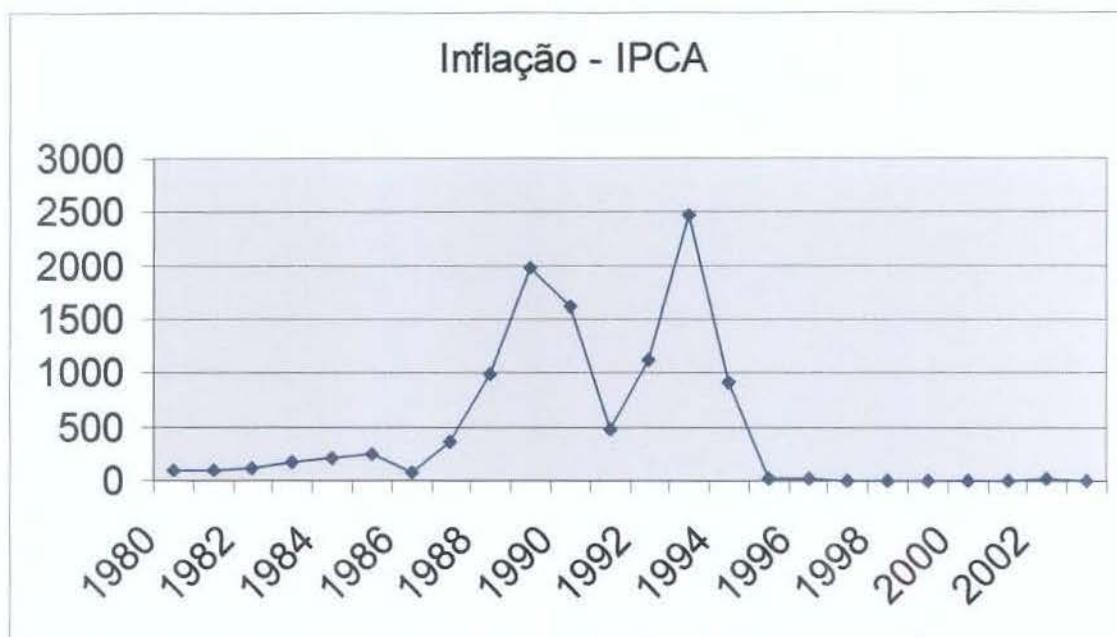
A economia do país, então, entrou em um período de estagnação, no qual as taxas de crescimento foram próximas de zero. Outro resultado foi um forte crescimento da inflação, que muda de patamar. Os Gráficos e as Tabelas a seguir ilustram a situação.

Tabela 1: Taxa de inflação 1980 – 2003

Período	Inflação - IPCA	Período	Inflação - IPCA	Período	Inflação - IPCA
1980	99,25	1990	1.620,97	2000	5,97
1981	95,62	1991	472,7	2001	7,67
1982	104,8	1992	1.119,10	2002	12,53
1983	164,01	1993	2.477,15	2003	9,3
1984	215,26	1994	916,46		
1985	242,23	1995	22,41		
1986	79,66	1996	9,56		
1987	363,41	1997	5,22		
1988	980,21	1998	1,66		
1989	1.972,91	1999	8,94		

Fonte: IPEA

Gráfico 1: Taxa de inflação 1980 – 2003



Fonte: IPEA

Como se pode observar, ao longo da década de 80 a inflação tomou enormes proporções. Uma série de políticas econômicas de cunho heterodoxo e ortodoxo foram aplicadas com o intuito de controlar a inflação e retomar o crescimento da economia. Um dos destaques foi o Plano Cruzado. No entanto, por

motivos que aqui não cabe discutir, nenhum destes planos obteve sucesso e o país entrou na década seguinte apresentando um cenário de altas taxas de inflação e baixo crescimento econômico.

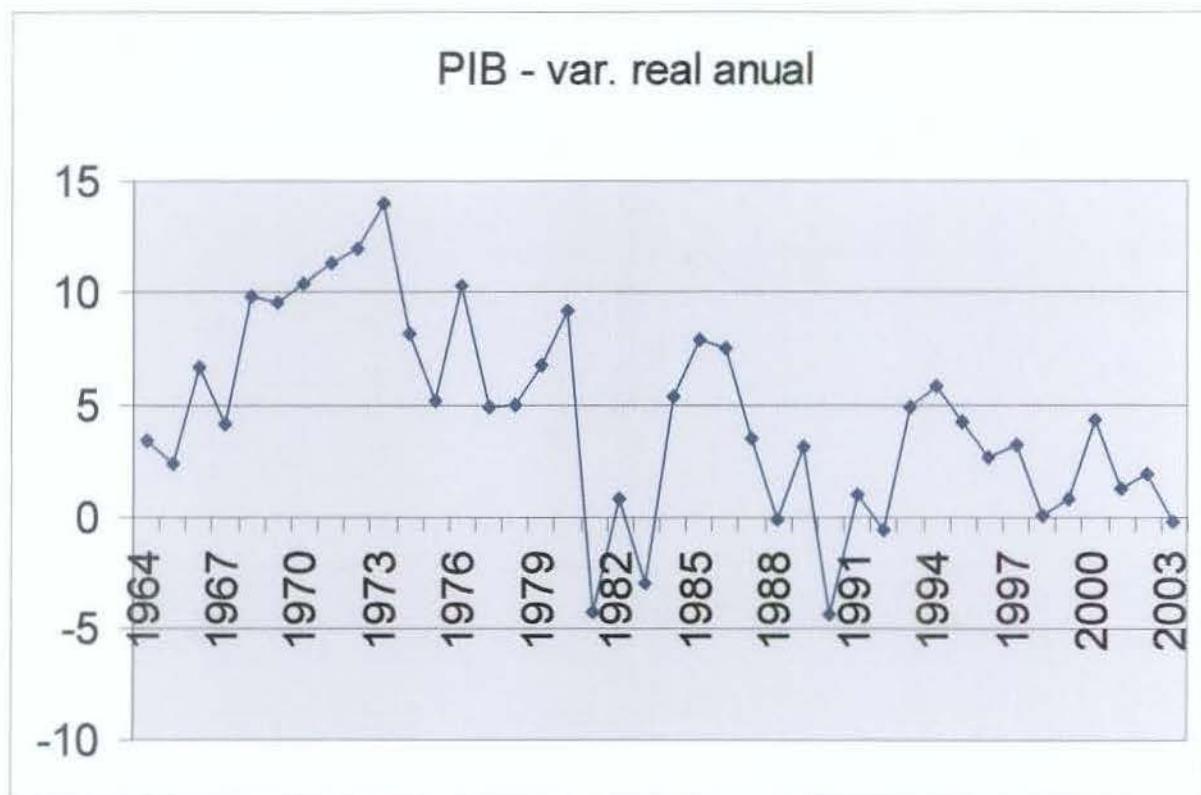
A década de 90 tem início e há a necessidade de se encontrar uma solução para o já "velho problema". O destaque vai para dois planos: O Plano Collor I e o Plano Real. O primeiro, implementado em 1990, não obteve o sucesso esperado por vários motivos. Uma das suas principais medidas foi o bloqueio dos ativos financeiros com o intuito de controlar a liquidez do mercado. No entanto este bloqueio da liquidez levou a economia a uma severa contração (ver Tabela 2 e Gráfico 2). Outro aspecto do contexto do Plano Collor é o fato da economia ter sofrido um processo de abertura desregulado, o que a deixou, de certa forma, mais "frágil". Além do mais a inflação logo voltou a se acelerar, com uma taxa acumulada de 1.119,10% no ano de 1992 (ver Tabela 1 e Gráfico 1).

Tabela 2: Taxa de crescimento do PIB 1964 - 2003

Período	PIB - var. real anual						
1964	3,4	1975	5,17	1986	7,49	1997	3,27
1965	2,4	1976	10,26	1987	3,53	1998	0,13
1966	6,7	1977	4,93	1988	-0,06	1999	0,79
1967	4,2	1978	4,97	1989	3,16	2000	4,36
1968	9,8	1979	6,76	1990	-4,35	2001	1,31
1969	9,5	1980	9,2	1991	1,03	2002	1,93
1970	10,4	1981	-4,25	1992	-0,54	2003	-0,22
1971	11,34	1982	0,83	1993	4,92		
1972	11,94	1983	-2,93	1994	5,85		
1973	13,97	1984	5,4	1995	4,22		
1974	8,15	1985	7,85	1996	2,66		

Fonte: IPEA

Gráfico 2: Taxa de crescimento do PIB 1964 – 2003



Fonte: IPEA

Em 1994 foi implementado o Plano Real. Este consistia, basicamente, na adoção de uma nova moeda, o Real, que estaria ancorado ao comportamento da taxa de câmbio. O câmbio Real-Dólar variava dentro de uma banda estreita controlada pelo BACEN e o Real, que foi sobrevalorizado, era sustentado pelos altos fluxos de capital proporcionado pelo contexto de elevada liquidez do mercado internacional.

O plano obteve sucesso no que diz respeito à estabilidade dos preços, pois a inflação (ver Tabela 1) cai, ano após ano, de 1994 até 1998. E no que diz respeito ao produto, já em 1994 o país chegou a alcançar um crescimento de 5,85% do PIB (ver Tabela 2)¹. Contudo, a partir de meados de 1996 o plano começou a demonstrar suas fragilidades. Frequentes déficits no balanço de transações correntes levaram o câmbio a sofrer pressões de desvalorização.

Como o mesmo era mantido “artificialmente”, isto é, o BACEN não dispunha de reservas suficientes para sustentar uma taxa de câmbio na qual não havia mais confiança, esta situação tornou-se crescentemente problemática.

Assim sendo, a partir de 1997, após a chamada crise da Ásia, os países em desenvolvimento, incluindo o Brasil, que aplicaram metodologia semelhante para combater a inflação, começaram a encontrar enormes dificuldades. Uma série de ataques especulativos sobre estes países começou a pôr em xeque a estabilidade de suas economias. E em janeiro de 1999, após muitos meses de tensão, e diante da impossibilidade de continuar a manter o câmbio fixo, foi estabelecida uma nova política cambial com um regime de taxas de câmbio flutuante.

Com o intuito de dar maior credibilidade à política econômica e atrair novamente os investidores internacionais, a equipe econômica do Presidente Fernando Henrique Cardoso (FHC), liderada pelo então Ministro da Fazenda Pedro Malan e pelo presidente do Banco Central, Armínio Fraga, anunciou em 21 de junho de 1999, a implementação de uma política monetária baseada em um regime de metas inflacionárias. Este regime de metas inflacionárias foi sustentado a “mão de ferro” pelo governo FHC, e vem sendo sustentado da mesma maneira pela equipe econômica do novo presidente, Luís Inácio Lula da Silva (Lula).

Isto posto, entendemos ser de extrema importância estudar a implementação e a condução da nossa política monetária desde o momento em que começou a ser conduzida de forma a atingir determinada meta de inflação. É preciso analisar o custo/benefício de tal política, levando-se em conta não somente o controle da inflação, mas também o crescimento da economia e outros indicadores, como a taxa de desemprego.

O problema que se apresenta, portanto, é a análise mais ampla da eficácia do Regime de Metas de Inflação no Brasil. Em linhas gerais: como o Regime de Metas Inflacionárias impactou e está impactando na economia brasileira? O modo como vem sendo conduzida é a melhor alternativa para a política monetária no Brasil? Levando em conta outros agregados macroeconômicos além da inflação,

¹ A inflação de 1994, 916.46%, é ainda bastante alta porque o plano Real só foi implementado em julho e até então, no ano, já se acumulava uma inflação consideravelmente elevada.

tais como a taxa de variação do PIB e a taxa de desemprego, a adoção de tal regime está obtendo resultados positivos?

Esta monografia trabalhará com o pressuposto de que a política monetária, independentemente da forma pela qual seja conduzida, afeta diretamente as variáveis "reais", como renda e emprego, não atuando somente sobre a variável monetária, nível geral de preços.

Nossa hipótese específica então, no que diz respeito à economia brasileira, é que o regime de metas é um dos responsáveis pelo fraco desempenho da nossa economia nos últimos anos. De forma a "testar" esta hipótese e responder às questões que foram por nós apontadas, estruturamos esse trabalho da seguinte forma.

No *Capítulo 1*, apresentaremos, brevemente, os fundamentos teóricos do Regime de Metas de inflação, que está ancorada na chamada "Nova Macroeconomia Consensual", que engloba, basicamente novos-clássicos e novos-keynesianos. Em seguida, no *Capítulo 2*, apresentaremos uma discussão do quadro macroeconômico a partir do Plano Real até julho de 2004, descrevendo não somente a condução da política monetária, mas também das políticas fiscal e cambial. Finalmente, na *Conclusão*, discutiremos a eficácia do regime e suas conseqüências, apresentando como quadro final um balanço dos resultados positivos e negativos que tal política monetária trouxe para o país².

² Os dados apresentados e analisados nesse trabalho são aqueles que foram disponibilizados até outubro de 2004.

Capítulo 1 – Fundamentos do regime de metas inflacionárias.³

A condução da política monetária com base num regime de metas vem sendo fortemente propugnado pelo *mainstream economics*. E esse, como sabemos, é basicamente novo-keynesiano. Contudo, entendemos ser correto afirmar que a teoria que em última instancia, dá base ao regime de metas inflacionárias é oriunda da escola novo-clássica de pensamento econômico e está fundamentada nos trabalhos seminais de Lucas e Wallace, entre outros.

A corrente novo-clássica está baseada em muitas hipóteses monetaristas. No entanto, o que a torna diferente das idéias de Friedman e seus seguidores é que os novo-clássicos acreditam que os agentes são maximizadores de informação. Por isso, para formarem suas expectativas, não se utilizam somente das informações passadas, mas também constroem expectativas vislumbrando os acontecimentos futuros. Para Lucas e seu colegas, portanto, os agentes formulam o que ficou conhecido como “expectativas racionais” (ER), contrariamente aos monetaristas, que acreditavam que os agentes formulavam “expectativas adaptativas”. Expectativas Adaptativas (EA) quanto ao futuro são aquelas formuladas pelos agentes levando em conta apenas as informações passadas e extrapolando-as para o futuro.

Essa crítica aos modelos macroeconômicos até então propostos, keynesianos - que basicamente não incorporavam nenhuma hipótese de formação de expectativas - e monetaristas, tornou-se conhecida como a *crítica de Lucas*. De acordo com ele, quando os agentes são informados de uma mudança na política econômica, eles alteram as suas expectativas perante o futuro, antecipando, assim, os efeitos da política econômica. Por isso, qualquer intervenção na política monetária para alterar variáveis reais não surtiria o efeito esperado, pois os agentes agem através de expectativas racionais. Por exemplo, ao se aumentar a oferta monetária, todos sabem que provocará inflação. Assim uma política

³ A parte introdutória e as seções 1.1 e 1.2 deste capítulo está baseado em Carvalho (2000, cap. 12)

monetária expansionista por parte do governo somente transmitiria uma mensagem aos agentes: os preços e os salários aumentariam e, com isso, eles se antecipariam, elevando os preços e os salários da economia. Com isso os novo-clássicos acreditam, diferentemente dos keynesianos que, não devem ser feitas intervenções na economia através da política monetária para alterar variáveis reais, pois essas não surtiriam efeitos, nem mesmo no curto prazo, a não ser provocar inflação.

1.1. A ineficácia da Política monetária no modelo novo-clássico

Para os novo-clássicos, a ineficácia da política monetária para alterar variáveis reais tem como base a hipótese da existência de uma taxa natural de desemprego. Quando esta coincide com a taxa de desemprego corrente, a economia encontra-se em equilíbrio. No entanto, e quase paradoxalmente, como para os novo-clássicos, os agentes econômicos estão sempre agindo racionalmente, isto é, buscando maximizar satisfação e lucro, e formulam expectativas racionais quanto ao futuro independentemente da taxa de desemprego corrente, a economia sempre estará em equilíbrio. Isto é, “estão tomando decisões coerentes com seus objetivos” (Carvalho, 2000, p.214)

Através da *função oferta de Lucas*, pode-se mostrar a ineficácia da política monetária quando se tenta reduzir a taxa corrente de desemprego (U_t) em relação à taxa natural (U_n).

Na equação de Lucas: $U_t = U_n - \alpha (P_t - P_t^e)$, sendo:

U_t = taxa corrente de desemprego

U_n = taxa natural de desemprego

α = parâmetro positivo

P_t = inflação no período

P_t^e = inflação esperada para o período

Na equação acima pode-se perceber que a taxa corrente de desemprego, U_t , é igual à taxa natural, U_n , quando não há divergência entre a inflação efetiva, P_t , e inflação esperada, P_t^e . Mas no modelo novo-clássico as expectativas sobre a inflação são construídas de acordo com a hipótese das expectativas racionais, tal como mostra a seguinte equação: $P_t^e = E (P / I_{t-1})$, que deve ser interpretada como: a expectativa de inflação, P_t^e , para o período corrente "t", leva em conta todas as informações, "I", obtidas até o período imediatamente anterior, "t-1".

Mas qual é "a" informação relevante para o agente formar sua expectativa de inflação futura? Basicamente, que a variação do estoque monetário no período (M_t), portanto a inflação esperada (P_t^e), seria igual à variação esperada no estoque monetário (M_t^e). Então: $P_t^e = M_t^e$. A partir daí, e manipulando algebricamente as equações já apresentadas, obtemos a equação abaixo:

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

Sendo assim, com essa nova equação, tem-se que a taxa corrente de desemprego seria igual à taxa natural se os agentes conhecessem a regra de variação do estoque monetário, ou seja, se eles conhecessem a política aplicada pela autoridade monetária e não houvesse nenhum “choque aleatório”.

Com isso concluímos que as decisões expectacionais de política monetárias conhecidas pelos agentes não provocam qualquer aumento no nível de emprego e do produto real – causam, simplesmente, aumento do nível de preços, equivalente ao aumento do estoque de moeda.

Quando as políticas monetárias não são anunciadas e causam surpresa, elas podem surtir efeito nas variáveis reais. Sargent e Wallace demonstraram que quando a autoridade monetária pratica uma política sem que ela seja anunciada, os agentes econômicos são induzidos a acreditar que o aumento de preços foi resultado de um aumento da demanda efetiva. Com isso, eles contratariam mais trabalhadores para aumentar a produção. Os trabalhadores que estivessem desempregados abandonariam a condição de desemprego voluntário, acreditando que os salários oferecidos são superiores àqueles que eles rejeitavam. Passado um tempo, todos os agentes econômicos entenderiam os movimentos da economia e os trabalhadores, que haviam abandonado a condição de desemprego voluntário, retornariam àquela condição, e a produção retornaria ao patamar original. Com isso, no longo prazo, este tipo de política somente levaria a um aumento no patamar dos preços.

Essa possibilidade de afetar as variáveis reais através do uso da política monetária seria um incentivo à realização de políticas-surpresas que, no entanto, criam um ambiente de instabilidade e incertezas. Se os governos tendem a surpreender os agentes, estes terão uma maior desconfiança com relação à administração da política monetária no futuro e se anteciparão a qualquer movimento da economia, alterando os preços. Com isso o governo terá que administrar a economia com a taxa corrente de desemprego igual à natural e com inflação.

Para evitar a implementação de políticas monetárias não anunciadas, os teóricos novo-clássicos elaboraram uma série de propostas de condução da política monetária para reduzir estes comportamentos. As principais foram a criação de bancos centrais independentes e a condução da política monetária através de regime de metas inflacionárias.

1.2. A Tese da Independência dos Bancos Centrais

Na década de 1970 surgiu o debate sobre a independência dos bancos centrais. Os economistas Alex Cukierman e Charles Goodhart apresentaram trabalhos importantes e seminais sobre o assunto.

Uma questão importantíssima é saber como se mede, ou se define, a independência de um banco central. E Cukierman formulou um método de avaliação do grau de independência dos bancos centrais.

Antes de entrar num “detalhe”, de como mensurar a independência de um banco central, é preciso entrar no âmbito da questão: por que banco central independente é importante?

A independência do Banco Central tem um claro significado para os seus proponentes: plena liberdade de ação para as autoridades monetárias com o único objetivo de combater a inflação. As bases teóricas dessa proposição são as relações fundamentais da curva de Phillip e a teoria novo-clássica. Ambos demonstram que a moeda não é capaz de alterar as variáveis reais da economia de forma definitiva; assim a taxa natural de desemprego prevalecerá na ausência de erros expectacionais.

A tese do Banco Central independente se apóia em torno do trinômio credibilidade-reputação-delegação. O trinômio credibilidade-reputação-delegação, foi estabelecido por alguns teóricos novo-clássicos que afirmavam que a economia possui um *viés inflacionário*. Este *viés inflacionário* se expressa através da implementação de políticas monetárias que não são consistentes com a taxa natural de desemprego.

A independência de um Banco Central não significa tão somente autonomia para realizar políticas monetárias sem a interferência do governo central. Significa, acima de tudo, independência para perseguir o objetivo da estabilidade de preços, mesmo que esta busca represente sacrificar outros objetivos que podem ser mais importantes para as autoridades políticas⁴. Os proponentes da tese da independência do Banco Central têm argumentado que um Banco Central independente deve assumir a tarefa estatutária única de guardião da estabilidade do poder de compra da moeda.

De acordo com Cukierman, são três os indicadores que devem ser levados em conta para se avaliar o grau de independência de um Banco Central. Primeiramente deve-se analisar o grau de rotatividade dos dirigentes. Neste caso, quanto maior o tempo de permanência do seu presidente, maior é o grau de independência, desde que o dirigente não se submeta a decisões governamentais para tanto. O segundo ponto se refere ao estatuto do Banco Central, que estabelece o seu objetivo e os limites para a interferência do executivo sobre a política monetária. Precisa ser avaliada nesse caso, a clareza das leis que regem o estatuto e o raio de manobra que elas possam permitir. É evidente que quanto mais claras forem tais leis e menor o raio de manobra permitido, melhor. O último indicador diz respeito aos objetivos do Banco Central e sua relação com o governo, aferido através de um questionário que é enviado a especialistas de cada país. O grau de independência seria medido, então, através da média aritmética destes três itens.

Cukierman conseguiu estabelecer uma correlação negativa entre o grau de independência de um Banco Central e taxas de inflação, através de pesquisas empíricas tendo por objeto 14 países no período de 1955-88. Apoiado em tais coordenadas, Cukierman concluiu que quanto maior o grau de independência do Banco Central, menor tende ser a taxa de inflação.

⁴ Evidentemente entende-se aqui que a autoridade monetária não é uma autoridade política.

1.3. Regime de metas inflacionárias⁵

Como afirmamos no início desse capítulo, o regime de metas inflacionárias é propugnado como a forma mais correta e eficaz para conduzir a política monetária pela corrente dominante do pensamento econômico. E também já postulamos que, apesar dessa corrente ser hoje novo-keynesiana, o regime de metas, basicamente, exprime os "desejos" e anseios de toda ortodoxia, quer novo-clássica ou novo-keynesiana. E tendo vista qual o modelo macroeconômico novo-clássico, parece relativamente simples entender por que uma política monetária voltada exclusivamente para a estabilidade dos preços é, para estes autores, a forma mais correta de conduzir a política monetária. E o que nos resta entender e explicar, neste caso, é porque o regime de metas "ultrapassou as fronteiras do novo-classicismo e avançou no território vizinho do novo-keynesianismo."

Nesse "território", sabemos, observam-se, no curto prazo, e independentemente da surpresa dos agentes racionais, desemprego involuntário, em função de imperfeições nos mercados. Daí que, logicamente, no "espaço novo-keynesiano", caberia uma política monetária que não estivesse obstinada com o controle da inflação. Seria essa a política o regime de metas?

O regime de metas inflacionárias propõe uma meta de crescimento para algum índice de inflação, previamente anunciada. A meta é estabelecida pelo governo ou pelo parlamento e deve ser perseguida pelo Banco Central. Esta meta pode ser um ponto, com ou sem um intervalo de tolerância, ou mesmo um intervalo. A política monetária passa a ter o objetivo principal de alcançar a meta inflacionária determinada. Mas seria tal política uma "moldura", possibilitando alguma flexibilidade de ação ou uma regra mais rígida?

As políticas monetárias há muito vêm se caracterizando por serem políticas baseadas na condução através de regras ou através de atuações discricionárias. Os que, no campo do pensamento ortodoxo, defendem a condução através de leis e/ou regras, advogam que isto traz credibilidade e transparência às ações do banco central. Já os críticos, dentro do *mainstream*, alegam que este modo de

⁵ Esta seção esta baseada em Bernanke et alii.(1999)

condução priva o banco central de agir em situações inesperadas e incomuns, tais como choques de oferta ou de demanda, e, ademais, há os que também alegam para a possibilidade e mesmo a necessidade de que a política monetária tenha atuação, ainda que no curto prazo, sobre as variáveis “reais” da economia, como renda e emprego. Na outra ponta do debate, mas sempre no campo da ortodoxia, os que defendem uma política monetária discricionária ressaltam a preservação da flexibilidade e a possibilidade do banco central de responder a situações de emergência como os pontos positivos. No entanto, a falta de disciplina na condução da política monetária poderia causar um aumento das incertezas dos agentes perante a condução desta política aumentando, assim, a propensão da economia a uma elevação das taxas de inflação.

Historicamente as políticas monetárias discricionárias prevaleceram, pois sempre que aconteciam situações adversas as autoridades monetárias tendiam a abandonar a condução através de regras ou leis para que a política monetária pudesse ter um papel mais atuante. Um exemplo disso foi o padrão ouro e o Sistema Monetário Europeu (SME) que eram, sucintamente falando, políticas monetárias conduzidas através de regras, mas que, no entanto foram suspensas sempre que se mostrou necessário, uma política monetária flexível, como em guerras ou em outros momentos de graves distúrbios na economia. No caso do regime de metas inflacionárias a condução da política monetária pode se dar rigidamente, mas também pode se dar, através de um sistema de “liberdade contida”.

A condução da política monetária através de um regime de metas inflacionárias se apóia em três argumentos, definidos pela ortodoxia econômica. Primeiramente, a longo prazo, a inflação seria a única variável macroeconômica que a política monetária consegue afetar⁶. Segundo, haveria um consenso de que até níveis moderados de inflação poderiam ser prejudiciais ao crescimento da economia⁷. Por último, o anúncio das metas inflacionárias comunica aos agentes

⁶ Para os novo-clássicos, como vimos, mesmo a curto-prazo não há espaço para interferência do “monetário” sobre o “real”.

⁷ Poucas vezes a literatura é clara e objetiva a respeito do que seja um nível “moderado” de inflação, isto é, aquele que não prejudicaria o crescimento. Avaliações empíricas mostraram uma relação muito mais complexa e inconclusiva, até hoje, sobre o assunto. Por exemplo, Ghosh and Phillips (1998, apud Arestis,

econômicos as intenções das autoridades perante a condução da política monetária, aumentando a credibilidade e reputação. O regime de metas inflacionárias serviria, portanto como uma “âncora” da condução da política monetária. Passamos a um detalhamento desses pontos.

Um ponto muito importante no debate sobre o regime de metas inflacionárias é com relação ao que a política monetária pode ou não fazer, o que ela consegue e não consegue afetar. No debate “histórico” no âmbito do *mainstream*, os que defendem uma política monetária atuante se baseavam na curva de Phillips, que sustentava a existência de um *tradeoff* entre inflação e desemprego. Os keynesianos acreditavam que uma atuação da política fiscal e/ou monetária pode manter o emprego num nível máximo. A crítica a este tipo de visão de teoria econômica e de atuação da política econômica veio com Milton Friedman e os monetaristas, que afirmaram que a política monetária funciona somente no curto prazo e que, no longo prazo, tende a levar somente a um aumento da inflação. A evolução à crítica de Friedman, quanto a políticas monetárias atuantes ou não, foi a proposta por Lucas (como já vimos na seção 1.1). Para este, e para os novo-clássicos em geral, a política monetária não deve ser atuante porque os agentes, diferentemente do que Friedman dizia, não possuíam expectativas adaptativas, mas sim expectativas racionais, o que anularia o efeito de qualquer política monetária (anunciada), mesmo no curto prazo.

Um segundo ponto muito importante para a proposição de um regime de metas inflacionárias, no âmbito do *mainstream economicis*, é quanto aos benefícios que uma inflação baixa pode trazer. De acordo com os defensores do regime de metas, até taxas de inflação que poderiam ser consideradas “moderadas” podem ocasionar sérias distorções na economia. A começar pelos seus impactos na contabilidade das empresas, passando pelas distorções nos contratos de trabalho e impactando até a avaliação de risco e retornos de ativos financeiros. Isso sem mencionar o argumento “clássico” de que a inflação distorce os preços relativos, sinal por excelência para os mercados a respeito da

(2003) apresentam, a partir de uma extensa análise empírica, uma relação mais complexa e não linear entre.

existência, ou não, de excessos de oferta e/ou demanda em determinados segmentos da economia.

Um terceiro, e talvez dos mais importantes argumentos, para o estabelecimento de um regime de metas inflacionárias segundo o *mainstream* é com relação à credibilidade e à transparência da condução da política monetária. Ao se estabelecer uma política monetária conduzida através de um regime de metas inflacionárias, a autoridade monetária enviaria aos agentes econômicos uma mensagem de como será conduzida a política monetária. O regime de metas serviria como um foco para orientar as expectativas dos agentes, bem como um referencial para a atuação do banco central sobre a economia. Daí os agentes teriam a certeza de que o banco central agiria de forma a sempre estar perseguindo as metas de inflação propostas.

Voltando a um ponto posto acima, o regime de metas inflacionárias se encaixa como uma política monetária conduzida através de regras ou uma política discricionária? Os que, fora do campo dominante do pensamento econômico, criticam este tipo de condução da política monetária afirmam que ela é uma regra, e que não possui flexibilidade para responder a situações inesperadas, como um choque de oferta (por exemplo, um aumento no preço do petróleo), ou uma desvalorização do câmbio, ou mesmo uma tendência deflacionária na economia. No entanto, o regime de metas inflacionárias é tido pelos seus defensores como um modo de condução da política monetária que serve como uma “moldura” à qual se deve adaptar, e pode-se aplicar uma política monetária “discricionária controlada”. Isto é, no longo prazo, o regime de metas mantém a política monetária sob uma “moldura” e, no curto prazo, permite ao banco central ter certo raio de manobra. E essa idéia de que, no curto prazo, é preciso que o banco central tenha um raio de manobra, para atuar contra as imperfeições do mercado, ao mesmo tempo em que sinaliza claramente para seu objetivo de longo prazo, a estabilidade dos preços, é perfeitamente compatível e coerente com a “visão novo-keynesiana”.

Capítulo 2 – A economia brasileira de 1994 a 2004

Em julho de 1994 é implementado no Brasil o Plano Real, um programa de estabilização econômica que tinha como objetivo acabar com as altas taxas de inflação que assolavam o país até então, permitindo que entrasse num ciclo de “crescimento sustentável”. O Plano Real tinha como eixo a implementação de uma âncora cambial como mecanismo para alcançar mais rápida e eficientemente a estabilidade dos preços internos na economia.

Para se implementar uma âncora cambial utiliza-se a moeda externa que constitua uma substituta da moeda doméstica como função de reserva de valor. No caso do Brasil, esta moeda externa é o dólar. É um pressuposto da âncora cambial a idéia de que parte dos preços dos bens, serviços e ativos internos são cotados na mesma moeda externa.

A princípio, a âncora cambial afetará somente os preços dos bens comercializáveis, mas segundo Carneiro (2002): “na prática, se a taxa de câmbio é utilizada como indexador, ou seja, como referência para ajuste de outros preços domésticos, o seu efeito será mais amplo, abarcando também parte dos bens não comercializáveis” (p. 358). As razões para que isso aconteça se devem ao fato da moeda externa ter um papel como reserva de valor. Os agentes defenderão o valor de sua renda e, com isso, utilizarão a taxa de câmbio para atualizar seus preços e o valor de sua riqueza.

Antes de avançar na explicação do Plano Real, devemos enfrentar, ainda que sumariamente, uma questão crucial, a saber: o que gera a inflação, ou seja, a perda de valor interno da moeda? As teorias ortodoxas e heterodoxas se distinguem quanto à relação entre os fatores determinantes. Para os ortodoxos o principal fator responsável por variações na inflação são os desequilíbrios fiscais, que geram emissão monetária ou endividamento governamental. Numa visão fundamentada nas expectativas racionais, os agentes sempre reajustarão os seus preços para evitar que parcela de sua renda seja apropriada pelo setor público em razão do seu poder de emissão. Como os títulos de hoje serão a moeda de amanhã, o raciocínio se aplica também à emissão de dívida.

Já os heterodoxos acreditam que a inflação está relacionada, em última instância, com a instabilidade da taxa de câmbio e seus impactos nos preços. Contudo, como afirma Carneiro (2002), os heterodoxos podem admitir uma relação entre desequilíbrios do setor público e inflação. Mas tal relação não é imediata:

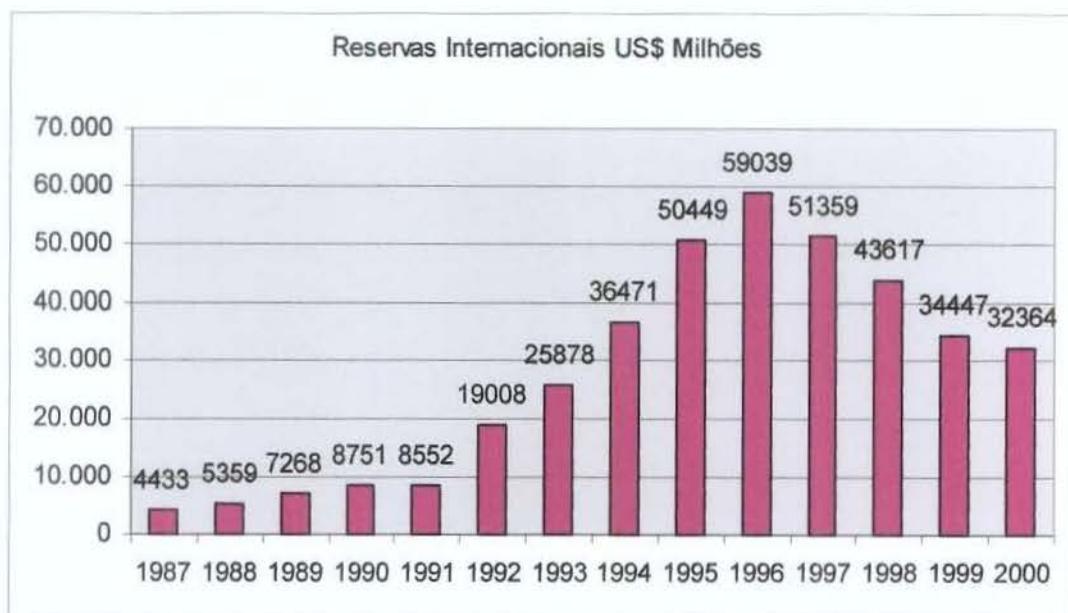
“Ela diz respeito à solvência do Estado soberano que tem a prerrogativa de emissão monetária. Dívidas muito elevadas ou crescendo muito rápido ou ainda com perfil ou fonte de financiamento inadequados podem desencadear crises de confiança de maior ou menor intensidade.” (pág. 361).

2.1. Antecedentes e pré-requisitos do Plano Real

Para que o Plano Real fosse bem sucedido, uma série de pré-condições eram necessárias. Entre os principais pré-requisitos para se implementar o Plano Real estavam a existência de condições adequadas de financiamento do balanço de pagamentos. Outro pré-requisito era a ausência de crises de confiança de maior intensidade sobre a dívida pública, ou seja, havia uma necessidade de equilíbrio fiscal e de controle sobre a evolução da dívida pública.

A âncora cambial pressupõe um regime de câmbio fixo. Portanto, a formação de um alto nível de reservas internacionais é necessária para desencorajar tentativas de especulação contra o câmbio. A abertura financeira da economia brasileira no início da década de 1990 significou a volta do financiamento externo, que foi abundante até 1997, permitindo ampliar consideravelmente o montante de reservas internacionais, assegurando a manutenção do valor externo da moeda (Gráfico 3). Para manter as reservas em patamar elevado, contudo, é preciso estimular os influxos de capitais. Os fluxos mais voláteis constituíram as principais formas de absorção de recursos financeiros. Assim, os fluxos líquidos elevados exigiam altas taxas de juros na moeda doméstica.

Gráfico 3: Reservas Internacionais



Fonte dos dados primários: Banco Central do Brasil

O segundo ponto importante para realizar o programa de estabilização e estabelecer a âncora cambial é, como vimos, com relação às contas públicas. A dívida líquida do setor público atingiu, em 1994, o valor mais baixo da década, chegando a menos de 30% do PIB. Isso se deve, em primeiro lugar, à redução da dívida interna que resultou do Plano Collor em 1990. No caso da dívida externa, a sua redução se deu graças ao acúmulo de reservas internacionais e ao deságio permitido pela renegociação no âmbito do Plano Brady.

O outro quesito a ser avaliado é o equilíbrio corrente do setor público. Um ponto importante são as próprias perdas para as finanças públicas que o plano de estabilização traria com o fim dos ganhos advindos da depreciação de despesas que a alta inflação gerava. A inflação, deste ponto de vista, era um instrumento de equilíbrio das contas públicas, pois preservava as receitas (indexadas) e desvalorizava as despesas (não indexadas e reprimidas). Para enfrentar o problema de aumento dos gastos, o governo criou o Fundo Social de Emergência – FSE, posteriormente denominado de Fundo de Estabilidade Fiscal – FEF. O

objetivo central do FSE era criar um instrumento capaz de minimizar os acréscimos de despesas oriundos da estabilização, evitando o surgimento de déficits. O FSE era essencialmente um mecanismo de desvinculação de receita e ampliação da capacidade de cortar gastos.

Com essas condições estabelecidas, iniciou-se o programa de estabilização. Primeiramente, estabeleceu-se um mecanismo de passagem e coordenação para a fixação de preços na nova moeda. Para evitar problemas que ocorreram no passado foi criado um indexador chamado de Unidade Real de Valor – URV. A URV era um superindexador cujo valor era alterado diariamente em razão da desvalorização ou das variações de preço na moeda corrente. Além disso, o câmbio passou a variar de modo idêntico à URV, estabelecendo uma equivalência entre dólar e URV. O governo também estabeleceu que a variação da Unidade Fiscal de Referência – UFIR acompanharia a URV, e isso significaria a conversão de sua própria receita em URV. Durante o período da URV, os preços e tarifas públicas também foram convertidos. Além disso, o governo também converteu em URV os salários, dando aos produtores de bens não comercializáveis uma referência para o cálculo dos preços dos seus produtos. A vigência da URV foi de março a julho de 1994, período no qual já se evidenciou uma queda da inflação. Então, após a fase de alinhamento de preços relativos, todos os preços foram expressos obrigatoriamente em reais a partir de julho de 1994.

2.2. Impactos do Plano Real: 1994 – 1998

A inflação continuou a declinar a partir do início do Plano. No entanto, a taxa de inflação continuou expressiva durante os dois primeiros anos, caindo para um dígito anual apenas em 1996. Esta redução, de certo modo “lenta”, foi em grande parte devido à variação dos preços bens não comercializáveis, pois a estabilização dos comercializáveis foi imediata. De acordo com Carneiro (2002)

“A rapidez com a qual a estabilidade ocorre depende, portanto, da mudança de preços relativos que acompanha os programas de estabilização. Essa mudança, por sua vez, depende

essencialmente da participação dos bens comercializáveis *vis-à-vis* os não comercializáveis na oferta doméstica. Considerada a questão desse ponto de vista, percebe-se que a abertura comercial constituiu outro importante instrumento de estabilização dos preços internos. De um lado, aumentou a participação dos bens comercializáveis no conjunto dos preços domésticos, de outro, criou um limite ao reajuste interno de preços em razão da concorrência potencial das importações". (pág.369)

Os grandes movimentos que podemos perceber nos preços dos bens e serviços foram um declínio dos preços de bens industrializados, em razão da abertura comercial, e um aumento dos preços dos serviços públicos e privados. Grande parte destes aumentos de preços e serviços foram ocasionados pelo processo de privatização, que fez com que as tarifas dos serviços oferecidos pelas antigas estatais fossem reajustados a níveis mais "reais" e, posteriormente, indexados ao Índice Geral de Preços – IGP-M, como tentativa de manter seus valores em dólares. Já os serviços privados tiveram seus preços aumentados durante a fase inicial do Plano, quando se verificou um elevado crescimento da economia. Depois observa-se um relativo declínio.

Na questão cambial, logo após a adoção do plano houve uma apreciação do real perante o dólar, que já vinha da fase da URV. O grande fluxo de recursos externos e a intervenção do BC no mercado pressionaram a cotação do dólar para baixo. O objetivo implícito, segundo Carneiro (2002), era obter uma queda mais rápida da inflação e produzir um fato político para que o então ministro da Fazenda, Fernando Henrique Cardoso, pudesse ser alçado à Presidência da República. Essa política cambial prevaleceu até março de 1996, quando, em função da crise do México, o Banco Central definiu um regime por bandas de flutuação cambial. Na prática, se indexou o câmbio à inflação corrente após ter sido feita uma minidesvalorização de 5%. Do início do Plano até março de 1996, segundo cálculos do DIESP, o real teve uma valorização de 20% perante o dólar e de 16% perante uma cesta de moedas.

Com relação aos salários, a estabilidade provocou mudanças importantes. A conversão dos salários pela média dos quatro meses antecedentes pode ter cristalizado perdas em função da aceleração da inflação nesse período, não

captado pelos índices. Uma vez convertidos, os salários passaram a ser ajustados na moeda velha a cada período de recebimento (em geral 30 dias), o que eliminou a tradicional perda de poder aquisitivo ocorrida entre o longo período compreendido entre os reajustes. O poder aquisitivo, medido diante de uma ampla cesta de bens (INPC), aumentou 32% entre 1993 e 1998. Este crescimento, que é anterior ao plano de estabilização, está relacionado ao ciclo de crescimento verificado no período.

Um ponto muito importante do plano Real foi a política de juros empregada pelo governo. Durante os primeiros meses do plano, o governo sustentou altas taxas de juros nominais internas, com o intuito de manter as taxas reais internas elevadas, evitando o crescimento excessivo da demanda agregada e a fuga para ativos reais, isto devido às incertezas sobre a trajetória da inflação. Além disso, os juros altos serviam de atrativo aos capitais externos, necessários para manter as reservas internacionais num patamar elevado e evitar pressões sobre o câmbio. Em março de 1995, devido à crise do México, a política cambial mudou a sua orientação e indexou-se a taxa de câmbio à inflação. Além disso, o governo realizou uma política doméstica restritiva, com o intuito de determinar patamares elevados para a taxa interna. A duração desta política foi até o primeiro trimestre de 1996, quando as condições de financiamento melhoraram. Em 1997 veio a crise asiática, e as taxas de juros voltaram a subir, para manter um câmbio atrativo para os investidores externos. Isto se deu porque o câmbio se elevou devido à crise externa. Os juros só voltaram a cair em 1999 com a desvalorização cambial. No entanto, eles se mantiveram em um patamar elevado.

Com relação às contas públicas, devem-se analisar os efeitos da estabilização tanto do ponto de vista das contas correntes, como do ponto de vista patrimonial. O país deixou uma situação de relativo equilíbrio fiscal com expressivos superávits operacionais em 1993 e 1994 e passou a uma situação de desequilíbrio, obtendo crescentes déficits operacionais até 1998. Nesse ano o governo realizou um ajuste fiscal que o levou a obter superávits primários em torno de 3% do PIB. O déficit que se manteve, principalmente após 1998, teve origem puramente financeira, resultado das altas taxas de juros aplicadas pelo

governo na economia. Após 1999 intensifica-se o caráter contracionista da política fiscal. O principal objetivo era alcançar seguidos superávits primários para fazer frente aos encargos da dívida pública nacional, que elevaram-se consideravelmente entre os anos de 1994 a 1998.

Com a implementação do Plano Real, a balança comercial sofreu grandes mudanças. O impacto da valorização cambial e do ciclo de crescimento levou a balança comercial de significativos superávits no início da década – cerca de US\$ 12 bilhões anuais – para resultados negativos significativos – cerca de US\$ 6 bilhões por ano. A deterioração deste saldo ocorreu pela grande diferença no crescimento das importações e exportações. Em 1996 o déficit comercial chegou a aproximadamente US\$ 1 bilhão já em março, alimentando projeções de que ultrapassaria os US\$ 10 bilhões. O desemprego chegou a quase 11% em poucos meses e fecharia o ano em torno de 10%.

Em meados de 1997, iniciou-se uma crise nos mercados asiáticos que começou a abalar o mercado financeiro internacional, provocando perdas de reservas cambiais brasileiras. Ao final do ano de 1997 a bolsa de valores de Hong Kong quebrou, dando seqüência a uma série de colapsos financeiros pelos outros países: Coréia do Sul, Tailândia, Malásia. Todos sucumbiram a ataques especulativos que derrubaram suas bolsas de valores e moedas, contagiando a totalidade dos países “emergentes”. No Brasil, as bolsas de valores despencaram e teve início uma forte fuga de capitais, dilapidando as reservas do Banco Central e ameaçando a sustentabilidade da âncora cambial. Semelhante à reação que o governo tomou na crise mexicana, as taxas de juros foram mais que duplicadas (passaram de 20,00% a.a. para 45,00% a.a.). Em seguida o governo lançou um pacote de medidas fiscais com o intuito de aumentar as receitas e cortar gastos. Além disso, restringiu importações e incentivou exportações.

O ano eleitoral de 1998 se iniciou com um “certo” clima de otimismo e alívio. O relativo apaziguamento da crise asiática viabilizou o retorno dos capitais especulativos de curto prazo ao país e reduziu a pressão sobre o dólar. O Banco Central pôde até fazer um corte dos juros maior do que se esperava (de 34,50% para 19,00% a.a.). Em meados do ano, contudo, a instabilidade retornou, só que

dessa vez devido à crise na Rússia. O calendário eleitoral dava o tom das ações no Brasil, por isso, nenhuma medida mais drástica foi tomada até o término das eleições. As eleições transcorreram em clima de alta instabilidade econômica, e após o seu término, os juros foram elevados para 29% e diversas medidas foram tomadas para atrair capital especulativo, visando estancar a saída de dólares, ao mesmo tempo em que se iniciaram negociações com o Fundo Monetário Internacional.

2.3. Colapso da âncora cambial e o segundo governo FHC: 1999 - 2002

O segundo mandato de FHC começaria, em 1999, em meio a uma crise. A situação da economia, que já era ruim desde meados de 1998, em poucos dias passou a ser de pânico financeiro e cambial. Em menos de um mês o Banco Central sucumbiu aos ataques especulativos do mercado, impotente para conter a maxidesvalorização do real frente ao dólar.

Em janeiro de 1999, em meio a um ambiente muito tenso, dá-se o anúncio da moratória das dívidas do estado de Minas Gerais. Com isso, credores passaram a desconfiar ainda mais da solvência brasileira, intensificando o movimento de saída de recursos do país. No dia 13 de janeiro de 1999, Gustavo Franco, presidente do Banco Central e principal ideólogo e operador da âncora cambial, foi demitido. Francisco Lopes assumiu seu posto e anunciou um alargamento controlado da banda cambial, com desvalorização de 9%. Os mercados não acreditaram na sustentabilidade da nova regra, a bolsa de valores despencou, a saída de dólares do país se intensificou e a pressão sobre o governo e o Banco Central se tornou insustentável. No dia 15 de janeiro de 1999, o câmbio começou a operar em regime de livre flutuação, tendo sido abandonado o regime de bandas. O real se desvalorizou mais de 10%, indo de R\$1,50 por dólar na média do mês de janeiro para R\$1,91 em fevereiro (Gráfico 4), e os mercados se acalmaram por alguns dias. No entanto, os problemas em torno da credibilidade do presidente do Banco Central, Francisco Lopes, suscitados por questionáveis ações do Banco Central junto a alguns pequenos bancos com vistas

a evitar uma crise generalizada no sistema financeiro, voltaram a desestabilizar o ambiente econômico, e houve uma nova depreciação do real. Na sexta-feira, dia 29 de janeiro de 1999, o dólar chegou a ser cotado a R\$2,15, contra R\$1,20 do início do mês.

Gráfico 4: Taxa de Câmbio



Fonte: IPEA

O presidente FHC, percebendo que era insustentável manter Francisco Lopes na direção do Banco Central, o substituiu por Armínio Fraga. Esse tomou posse no início de fevereiro. Para conter a especulação cambial da qual o país era objeto, o novo presidente do Banco Central anunciou um aumento na taxa de juros, que foi de 25% para espetaculares 45% ao ano. Além disso Armínio Fraga, juntamente com então ministro da fazenda, Pedro Malan, anunciou, em 21 de junho de 1999, a implementação de uma política monetária baseada em um regime de metas inflacionárias, substituindo uma âncora (a cambial) por outra (a meta de inflação). Naquele momento, foram anunciadas metas de inflação para os

próximos três anos: 8% para 1999, 6% para 2000 e 4% para 2001, com dois pontos percentuais de intervalo para baixo e para cima.

Ao final de 1999, a taxa de câmbio já exibia relativa estabilização, os juros caíam paulatinamente, as relações financeiras com o exterior se restabeleciam. Tal melhora se tornou possível porque os capitais externos, que haviam abandonado o país, estavam retornando, em busca de altos ganhos propiciados pelos juros recordes e para aquisição de ativos e empresas brasileiras, que ficaram muito baratos em função da desvalorização do real.

O ano de 2000 foi um ano de recuperação para a economia. O PIB cresceu 4,36%, enquanto nos dois anos anteriores ele permaneceu praticamente estagnado (0,13% em 1998 e 0,79% em 1999). Além disso, a inflação permaneceu sob controle, tendo sido de 5,97% em 2000 contra 8,94% do ano anterior. Mas a fragilidade estrutural se mantinha. O déficit em conta corrente elevado, de cerca de 4% do PIB, levou o Banco Central a manter os juros elevados para atrair capitais externos. O efeito foi a ampliação do déficit interno e da dívida interna. O déficit nominal chegou a quase 5% do PIB, com gastos de R\$ 87,4 bilhões (8% do PIB) com juros, volume bem superior ao superávit primário recorde de R\$ 38,2 bilhões (3,5% do PIB). Além disso, a dívida líquida do setor público atingiu 49,5% do PIB, ou R\$ 563 bilhões.

No começo de 2001 os juros caíram para 15,25% ao ano, o nível mais baixo na era FHC. A economia dava sinais de que iria repetir o "bom" desempenho do ano anterior e que o PIB, portanto, alcançaria níveis de crescimento em torno de 4%. No entanto, o país voltou a explicitar suas vulnerabilidades, principalmente nas contas externas, quando eclodiu a crise na Argentina e a economia norte-americana deu sinais de desaquecimento. O risco-Brasil entrou em trajetória ascendente, o dólar também começou a subir. A primeira medida do Banco Central veio logo em março, com uma elevação dos juros. Em maio veio a crise energética e o anúncio do racionamento de energia, que acabou gerando transtornos para a indústria e queda de vendas em quase todos os setores. O dólar ganhou novo impulso e ameaçou puxar a inflação para cima. Temendo não alcançar as metas de inflação propostas o Banco Central elevou ainda mais os

juros. O dólar chegou a picos de R\$ 2,80 e os juros atingiram um patamar de 19% ao ano.

Em 11 de setembro de 2001 ocorreram os atentados terroristas aos EUA, levando a um nervosismo nos mercados internacionais que acabou por gerar uma onda de retirada de capitais dos países periféricos. Os juros voltaram a subir no Brasil (19%), e o risco-Brasil alcançou os 1.200 pontos. Ao final de 2001, contudo, a economia mundial já começava a dar sinais de melhora e uma onda otimista contagiou o Brasil. Essa percepção mais positiva levou a cotação do dólar a fechar o ano em R\$2,32 e abriram-se perspectivas de que a economia se recuperasse no ano seguinte.

De fato, nos meses iniciais de 2002 as expectativas conjunturais encontravam-se mais favoráveis. O Banco Central chegou a dar início ao corte dos juros, mostrando confiança em alcançar a ambiciosa meta inflacionária de 3,5%. No entanto, logo os indicadores começaram a apontar para perda de fôlego na recuperação da atividade econômica. Além das eleições nacionais, outros fatores contribuíram para o aumento das incertezas: a recuperação da economia norte-americana era mais lenta do que se esperava, havendo um risco de recessão. Além disso, uma série de escândalos na contabilidade das grandes corporações (ENROM, etc) abalaram ainda mais o mercado internacional. A cotação doméstica do dólar “explodiu” para além de R\$ 3,00, chegando quase a R\$ 4,00 em setembro, a inflação anual chegou a 12,53 %, o risco-Brasil ultrapassou os 2.000 pontos, com os papéis brasileiros sofrendo forte desvalorização.

Após dois mandatos como presidente, a era FHC termina, do ponto de vista da estabilidade da moeda, com saldo positivo. O Brasil saiu de um regime de alta inflação para um ambiente de baixa inflação. No entanto, do ponto de vista de outros indicadores macroeconômicos, o desempenho da economia brasileira no governo FHC não foi tão positivo. O PIB, depois de um crescimento de mais de 4% em 1993, 1994 e 1995, teve um crescimento médio ao redor de 2,0% de 1996 a 2002. A relação dívida externa/PIB passou de 27,3% do PIB em 1994 para mais de 39% em 1999 e a relação dívida pública/PIB cresceu de 30,4% em 1994 para 41,7% em 1997, alcançando 57,4% em 2002. Concomitantemente, a taxa de

desemprego medida pelo IBGE, que diminuiu rapidamente no início do Plano Real, de 9% em julho de 1994 para 7,8% em dezembro de 1994, passou a oscilar a partir de então, atingindo em dezembro de 2002 10,5%.

2.4. O governo Lula: 2003 – 2004

O ano de 2003 começou, e o país tinha um novo presidente. Agora Luiz Inácio Lula da Silva, o Lula, chefe sindicalista e ex-torneiro mecânico, assumia a presidência do país representando um dos maiores partidos de esquerda do mundo, o Partido dos Trabalhadores (PT), e as esperanças de um povo por uma nova política econômica, que tirasse o Brasil dos problemas que ele vinha enfrentando nos últimos anos e o levasse ao tão sonhado “paraíso do desenvolvimento sustentado”.

Nos primeiros meses de governo, a equipe econômica corretamente considerou a inflação, que se acelerava, um grave problema a ser imediatamente atacado. Era preciso demonstrar ao mercado que o governo estava disposto a derrubar a inflação, que teria condições de honrar seus compromissos financeiros internos e externos, seria capaz de manter o taxa de câmbio relativamente estável, evitando assim os graves problemas decorrentes de uma instabilidade cambial. O governo Lula então optou por uma governabilidade de inclinação claramente conservadora ao adotar um modelo econômico baseado nas teorias ortodoxo-liberais. Manteve os juros em um patamar elevado (26,5%), conseguiu levar a taxa de câmbio para um patamar em torno de R\$2,85, taxa essa que atingiu quase R\$4,00 no final do mandato do presidente FHC. O risco-país também se reduziu, indo de aproximadamente 2.400 pontos para um nível de oscilação em torno de 600 a 700 pontos.

Era claro também que a relação dívida/PIB, considerada bastante elevada, deveria assumir uma trajetória descendente. O governo Lula optou por alcançar este objetivo utilizando-se de uma política fiscal contracionista, combinado corte de gastos e aumento de arrecadação. Uma vez que os superávits primários a serem obtidos eram altíssimos (4,25% do PIB), a política fiscal ficava “engessada”,

sem poder atuar de maneira mais efetiva no que diz respeito ao estímulo da atividade econômica. Evidentemente, os elevados juros somente pioravam essa situação.

Segundo Sicsú (2003), a política econômica adotada pelo governo Lula seguiu o tripé da teoria econômica ortodoxa-liberal:

- câmbio flutuante com mobilidade de capitais;
- regime de metas de inflação com um banco central de fato autônomo; e
- metas para os superávits fiscais primários.

Este tripé tinha e tem um claro objetivo, que é fazer com que o governo ganhe credibilidade frente ao mercado, esperando que esse, uma vez “acalmado”, opere automaticamente seu desígnio de levar a economia ao seu ponto ótimo.

Os resultados foram os seguintes. A inflação foi controlada, atingindo 9,3% em 2003 frente aos 12,53% do ano anterior. O superávit primário estabelecido também foi alcançado (4,25% do PIB). No entanto, o desemprego se manteve num patamar acima de 11%, a renda caiu e a economia ficou praticamente estagnada. Sendo mais preciso, podemos dizer que, a taxa de desemprego, que em dezembro de 2002, antes da posse de Lula, era de 10,5%, em agosto de 2003 alcançou 13%, segundo dados do IBGE. Coerente com esse comportamento do nível de emprego é o que se observa com os salários reais que tiveram uma queda de 15% nos seus rendimentos no ano de 2003. E o PIB, que havia crescido somente 1,93% em 2002, em 2003 conseguiu apresentar um resultado pior, de -0,22%.

O ano de 2004 apresentou uma continuidade das políticas econômicas empregadas no ano anterior. Com a política fiscal comprometida com os altos superávits primários, e a política monetária à serviço da obtenção de uma taxa de inflação baixa, a única fonte de dinamismo da economia têm sido as exportações líquidas. Por isso, apesar da manutenção dessa política contracionista, a economia apresentou um crescimento do PIB positivo nos dois primeiros trimestres do ano. Comparando com o ano anterior a economia apresenta claros sinais de uma melhora. O desemprego, que vinha aumentando até abril, quando alcançou o pico de 13,1%, começou a declinar e fechou outubro em 10,5%. Já o

câmbio demonstrou uma tendência de queda, com o dólar ao final de outubro valendo R\$2,78. Por fim, a inflação acumulada até outubro pelo IPCA é de 5,95, bem perto da meta estipulada para o ano.

Capítulo 3 – Regime de metas inflacionárias no Brasil: 1999 – 2004

O regime de metas inflacionárias foi instituído no Brasil em 21 de junho de 1999, pelos então ministro da fazenda, Pedro Malan, e o presidente do Banco Central, Arminio Fraga. O regime de metas foi anunciado como a nova âncora da economia brasileira, substituindo a âncora cambial que prevaleceu desde a implementação do Plano Real até então. A propósito, entendemos que o fim do regime de câmbio fixo, e que funcionava como âncora da economia, decretou o fim do Plano Real.

A meta de inflação é definida em termos da variação anual do Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), calculado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). No anúncio de sua implementação, o Ministro da Fazenda também anunciou as metas para os três anos seguintes, já com seus intervalos. Para o ano de 1999, a meta anunciada foi de uma inflação de 8%, com um intervalo de dois pontos percentuais para baixo e para cima, ou seja, o Banco Central teria que manter a inflação para aquele ano no mínimo entre 6% e 10%, tentando sempre se aproximar mais do núcleo de 8%. Para 2000, a meta anunciada foi de 6%, com o mesmo intervalo de dois pontos percentuais para baixo e para cima (entre 4% e 8%). Finalmente, para 2001, a meta anunciada foi de 4% com o mesmo intervalo (entre 2% e 6%). As metas para os anos seguintes seriam anunciadas mais para frente, possibilitando uma análise mais precisa.

Em 1999, primeiro ano de vigência do regime de metas de inflação, a variação do IPCA alcançou 8,9%, isto é, 0,9% acima da meta central, mas ainda dentro do intervalo de tolerância de dois pontos percentuais. Neste ano, é bom lembrar, a economia brasileira sofreu importantes choques: primeiro houve uma desvalorização cambial de 48,01% – o dólar variou de aproximadamente R\$1,20 no início do ano para quase R\$2,00 no final do mesmo ano (ver Tabela 3 e Gráfico 5). Além disso, houve a disparada dos preços do petróleo (de US\$10,57 no final de 1998 para US\$25,26 no final de 1999). Se compararmos o comportamento do

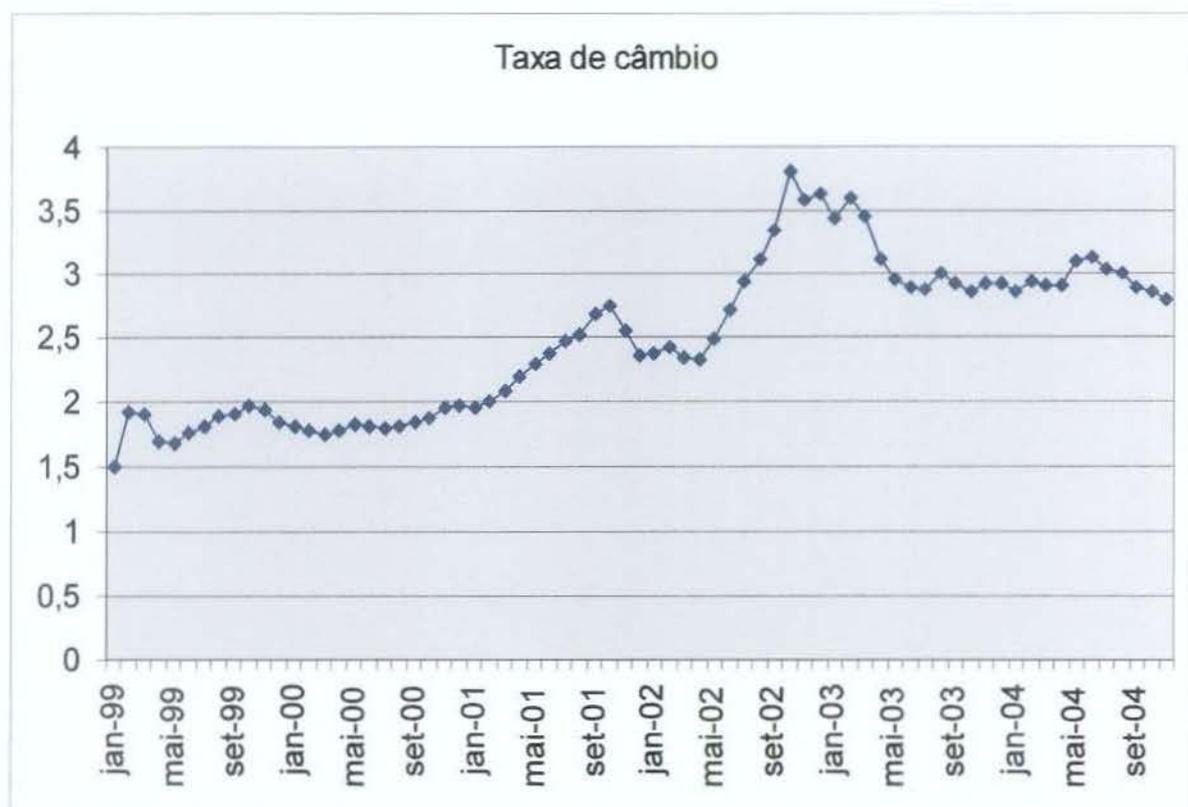
nível geral de preços por categoria de bens veremos que, os preços dos bens administrados elevaram-se cerca de 19,22%, os bens comercializáveis variaram 11,27% e os não-comercializáveis em 1,15%. Daí que, já nesse ano percebe-se que os preços administrados foram o grupo que mais pressionou o IPCA, sendo justamente estes os preços relativamente menos influenciados pelo comportamento da taxa de juros. Os preços administrados envolvem os preços de tarifas públicas (energia, transportes, telefone, etc) que são ou determinados pelo governo, ou indexados ao IGP-M (Índice Geral de Preços do Mercado, da Fundação Getúlio Vargas). Este índice sendo muito influenciado pelo câmbio, apresenta grandes flutuações quando há muita instabilidade cambial. E no ano em questão, o real sofreu uma grande desvalorização, como podemos observar na Tabela a seguir.

Tabela 3 – Taxa de câmbio: 1999 – 2004 (mensal)

Período	Taxa de câmbio										
jan-99	1,5011	jan-00	1,8029	jan-01	1,9537	jan-02	2,3771	jan-03	3,4376	Jan-04	2,8
fev-99	1,9129	fev-00	1,7745	fev-01	2,0011	fev-02	2,4188	fev-03	3,59	Fev-04	2,9
mar-99	1,896	mar-00	1,7412	mar-01	2,0883	mar-02	2,3458	mar-03	3,4461	Mar-04	2,9
abr-99	1,6933	abr-00	1,7674	abr-01	2,1917	abr-02	2,3196	abr-03	3,1179	Abr-04	2,9
mai-99	1,6827	mai-00	1,8271	mai-01	2,2964	mai-02	2,4796	mai-03	2,9549	mai-04	3,0
jun-99	1,7646	jun-00	1,8075	jun-01	2,375	jun-02	2,7132	jun-03	2,8824	Jun-04	3,1
jul-99	1,7995	jul-00	1,797	jul-01	2,4652	jul-02	2,9338	jul-03	2,879	Jul-04	3,0
ago-99	1,88	ago-00	1,8084	ago-01	2,5098	ago-02	3,1093	ago-03	3,0017	Ago-04	3,0
set-99	1,8973	set-00	1,8384	set-01	2,6709	set-02	3,3412	set-03	2,922	Set-04	2,8
out-99	1,9687	out-00	1,8788	out-01	2,7394	out-02	3,8051	out-03	2,8607	Out-04	2,8
nov-99	1,9291	nov-00	1,9472	nov-01	2,5423	nov-02	3,5756	nov-03	2,913	Nov-04	2,7
dez-99	1,842	dez-00	1,9625	dez-01	2,3619	dez-02	3,6251	dez-03	2,9245		

Fonte: IPEA

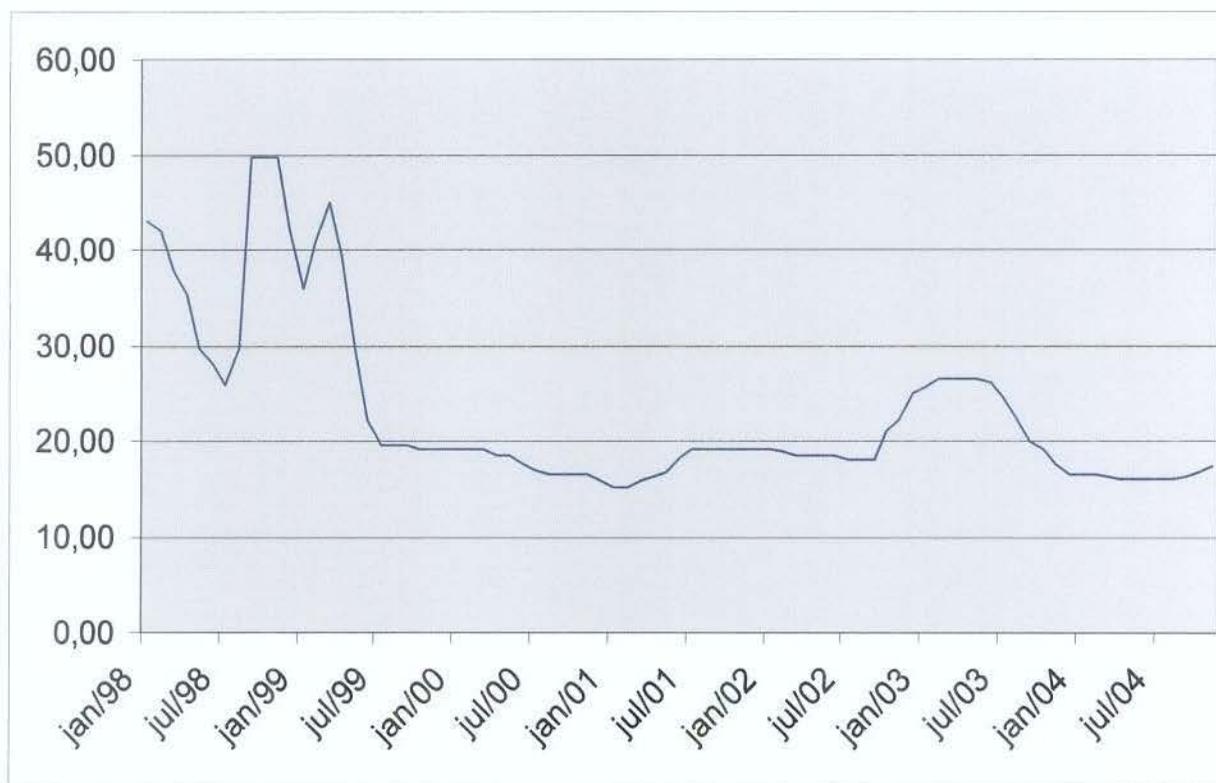
Gráfico 5 – Taxa de câmbio: 1999 - 2004



Fonte: IPEA

Em 2000, o cenário já foi um pouco diferente. O IPCA anual atingiu 5,9%, próximo ao centro da meta (6%). A SELIC teve um comportamento descendente, começando o ano num patamar de 19% e fechando em 15,75% (ver Tabela 4 e Gráfico 6). O Real se depreciou 9,3% no ano (ver Gráfico 5 e Tabela 3). Comparando com o ano de 1999, houve um certo realinhamento de preços relativos, o que se torna evidente quando se compara a evolução relativa dos preços administrados, comercializáveis e não-comercializáveis. Os administrados se elevaram 12,95%, contribuindo com 3,46 pontos percentuais do aumento de 5,9% registrado pelo IPCA. Os comercializáveis variaram 3,65% e os não-comercializáveis subiram 2,94%. O aumento dos preços administrados foi impulsionado em grande parte pelos aumentos no preço do petróleo, além dos ajustes nas tarifas públicas que são indexadas ao IGP-M.

Gráfico 6 – Taxa Básica de Juros



Fonte: Banco Central do Brasil

Tabela 4 – Meta para SELIC: 1998 – 2004⁸

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Janeiro	43,00	36,00	19,00	15,25	19,00	25,50	16,50
Fevereiro	42,00	41,00	19,00	15,25	18,75	26,50	16,50
Março	38,00	45,00*	19,00**	15,75	18,50	26,50	16,25
Abril	35,25	39,50*	18,50	16,25	18,50	26,50	16,00
Maio	29,75	29,50*	18,50	16,75	18,50	26,50	16,00
Junho	28,00	22,00*	17,50	18,25	18,50	26,00	16,00
Julho	25,75	19,50	17,00**	19,00	18,00	24,50	16,00
Agosto	29,75	19,50	16,50	19,00	18,00	22,00	16,00
Setembro	49,75	19,50*	16,50	19,00	18,00	20,00	16,25
Outubro	49,75	19,00	16,50	19,00	21,00	19,00	16,75
Novembro	49,75	19,00	16,50	19,00	22,00	17,50	17,25
Dezembro	42,25	19,00	15,75	19,00	25,00	16,50	

Fonte: Banco Central do Brasil

* No ano de 1999, para os meses de Março a Junho e Setembro foi utilizado o viés

** No ano de 2000, para os meses de Março e Julho foi utilizado.

Na tabela, repetiremos a taxa do mês anterior.

O ano de 2001 começou com as taxas de juros mais baixas da era FHC, 15,25%. Diferentemente do ano anterior, o comportamento da SELIC foi ascendente, como podemos ver no Gráfico 6. A meta para a SELIC iniciou o ano em 15,25%, mas após a crise energética que se deflagrou o governo teve de elevá-la para 19,00%. Com os atentados terroristas aos EUA o governo manteve a SELIC neste patamar. A inflação de 2001 foi de 7,67%, bem acima dos 4% estabelecidos como meta para este ano. O ano fechou com uma valorização de 20% do dólar frente ao real: aquele basicamente abriu o ano valendo R\$1,95 e fechou o ano valendo R\$2,36. No entanto, ao longo do ano o dólar atingiu picos de R\$2,80, afetando principalmente os preços administrados e dos bens comercializáveis, com impactos sobre a inflação acumulada durante o ano.

Em 2002, ano de eleição, a inflação atingiu o pior patamar desde 1996. O IPCA deste ano fechou em 12,53% bem acima da meta estipulada de 3,5%. Esse resultado deveu-se, pelo menos em parte, à crise de confiança diante da possibilidade de eleger-se um presidente oriundo de um partido de esquerda, que tradicionalmente deplorava o receituário de política econômica convencional.

⁸ No período de 1/7/1996 a 4/3/1999, o COPOM fixava a TBC. A TBAN foi criada em 28/08/1996 e extinta em 4/3/1999. A partir de 5/3/1999, com a extinção destas, o COPOM, passou a divulgar a meta para a Taxa

Conseqüentemente o dólar disparou, atingindo R\$3,80 no mês de outubro. Ao final do ano, com a eleição já definida, o dólar deu uma recuada e fechou valendo R\$3,62. Assim, tal como já fôra em 2001, em 2002 o comportamento da SELIC foi ascendente e a taxa de juros fechou o ano num patamar de 25,00%.

O ano de 2003 inicia-se, Lula toma posse em 1º de janeiro e uma nova equipe assume o comando da política econômica. A condução da política monetária através do regime de metas inflacionárias é mantida, e a sustentabilidade da política monetária é reforçada. Contudo, já em janeiro o Ministro da Fazenda, Antonio Palocci, e o Presidente do Banco Central, Henrique Meirelles, anunciaram que o objetivo da política monetária não seria atingir a meta original de 4%, tampouco o limite superior do intervalo de tolerância, de 6,5%, mas buscar uma inflação de 8,5%. Mesmo assim o IPCA não ficou dentro do intervalo de tolerância para a meta inflacionária, pois variou 9,3%. Isso, no entanto, não reflete o caráter extremamente restritivo aplicado pelo governo para a condução da política monetária. As taxas de juros aplicadas pelo Banco Central foram as mais altas desde 1999 e só voltaram a um patamar abaixo dos 20% no final do ano. O choque dos juros altos sobre a economia foi tão forte que em junho o IPCA registrou deflação de -0,15%. O IGP-M, por sua vez, registrou três meses de deflação – maio, junho e julho, respectivamente, com taxas de -0,26%, -1% e -0,42%. E neste ano o IGP-M, que costuma ser superior ao IPCA, apresentou uma variação menor, de 8,71% (ver Tabela 5). O câmbio, com exceção do primeiro trimestre que apresentou uma média de R\$3,50, oscilou em torno de R\$3,00 o resto do ano.

Tabela 5 – IPCA e IGP-M: 2003 e 2004

Período	IPCA		IGP-M	
	2003	2004	2003	2004
janeiro	2,25	0,76	2,33	0,88
fevereiro	1,57	0,61	2,28	0,69
março	1,23	0,47	1,53	1,13
Abril	0,97	0,37	0,92	1,21
Maió	0,61	0,51	-0,26	1,31
Junho	-0,15	0,71	-1	1,38
Julho	0,2	0,91	-0,42	1,31
agosto	0,37	0,69	0,38	1,22
setembro	0,78	0,33	1,18	0,69
outubro	0,29	0,44	0,38	0,39
novembro	0,34		0,49	0,82
dezembro	0,52		0,61	
Acumulado no ano	9,3	5,95	8,71	11,59

Fonte: Banco Central do Brasil

No que diz respeito ao ano de 2004, podemos dizer que até outubro o IPCA registrava uma inflação acumulada de 5,95% próxima dos 5,5% propostos como meta de inflação para este ano, o que leva a crer que a inflação ficará próxima ao limite superior do intervalo de tolerância para a meta que é de 7%⁹. O IGP-M, no entanto, já registra uma inflação acumulada até novembro de 11,59%. Para alcançar estes resultados o Banco Central manteve a SELIC num patamar de 16% grande parte do ano, elevando-a para 16,75% em outubro e 17,25% em novembro. O Banco Central, afirmando que a sua prioridade com relação à política econômica é alcançar as metas inflacionárias propostas, reagiu com uma elevação da taxa de juros à elevação dos preços do petróleo no mercado internacional e ao próprio aquecimento da economia ao longo deste ano. O câmbio neste ano operou, maior parte, abaixo dos R\$3,00, chegando a alcançar um patamar de R\$2,78 em novembro.

⁹ Originalmente, a meta proposta para 2004 foi de 3,75%. Depois foi ajustada para 5,5%.

Conclusão

Como apontamos no início deste trabalho, adotamos como pressuposto “heterodoxo” que a política monetária afeta, no curto e longo prazo, as variáveis reais, como renda e emprego. E tal pressuposto nos coloca, desde logo, na posição de críticos de uma política monetária que tenha como objetivo único a obtenção da estabilidade inflacionária.

Como forma de testar nossa hipótese, procuramos apresentar, ainda que de forma sucinta, o comportamento da economia brasileira nos últimos dez anos. Tratamos desse período, por entendermos que a partir de 1994, com a adoção do Plano Real, a economia brasileira de fato ingressou num novo ciclo. Tendo construído este painel mais amplo, procuramos focar, no final desse trabalho, no período da economia que vai de 1999 a 2004, período de vigência da política de metas de inflação.

Após seis anos de condução da política monetária através do regime de metas inflacionárias, muitos questionamentos permanecem sobre os resultados que este regime trouxe e as perspectivas dele para o futuro. O modelo econômico adotado pelo governo FHC e reforçado pelo governo Lula vem trazendo sérios prejuízos à economia nacional. Para alcançar as metas de inflação propostas, o governo vem aplicando uma política de manutenção dos juros altos e usa como justificativa a necessidade de conquistar a credibilidade frente aos mercados internacionais, além de insistir na importância em si da estabilidade inflacionária. Em seu discurso de posse na presidência do Banco Central, Henrique Meirelles fez questão de afirmar que o papel do Banco Central é praticar a taxa de juros “necessária e suficiente” para atingir a meta de inflação. Se um desavisado lesse tal discurso seria difícil que o associasse a uma autoridade que faz parte da equipe econômica de um partido que tinha como bandeira a adoção de uma política monetária mais “desenvolvimentista”. Em comparação ao discurso de Pedro Mallan, Ministro da Fazenda do governo FHC, por ocasião de 21 de junho de 1999, quando anunciou a adoção do regime de metas inflacionárias, no qual fez questão de afirmar que o mesmo não seria o único objetivo da política

monetária, o discurso de Meirelles demonstra ainda mais afinidade com o chamado ideário econômico ortodoxo. Talvez pudéssemos qualificá-lo como um novo-clássico.

As freqüentes turbulências registradas nos últimos anos mantêm presentes as preocupações quanto à economia brasileira e as ameaças decorrentes das apostas e erros dos governos FHC e Lula. Tais temores estão ligados à nossa grande vulnerabilidade, aprofundada ao longo dos dois governos, basicamente em função dos estoques de dívida interna e externa. Desde a implementação do regime de metas em 1999, o endividamento do setor público passou de 50% do PIB para 60% em 2003. Em termos financeiros, custou US\$ 60 bilhões em dívida nova, além dos juros que foram pagos com superávits primários – ou seja, mais de US\$156 bilhões. Este é o ônus maior que a economia brasileira carregara ainda por vários anos, resultado da postura e das políticas econômicas adotadas nos últimos quinze anos. O programa de metas inflacionárias somente tem agravado esta situação.

Também devemos dizer que, no nosso entender, as metas vêm sendo perseguidas às custas do aumento do desemprego (ver Gráfico 7 e Tabela 6). Depois de atingir taxas recordes no início de 2004, o desemprego começou a cair a partir de Abril deste ano. Assim mesmo, esta queda veio acompanhada de uma queda na renda. De acordo com Sayad (2004)

“A âncora da nossa economia é verdadeiramente o desemprego. Com desemprego, aumentam os custos das matérias-primas, do petróleo, mas o salário não aumenta. A renda dos trabalhadores não aumenta, nem a da economia. Os preços não podem aumentar”.

Gráfico 7 – Taxa de desemprego: 2001 – 2004



Fonte: IBGE

Tabela 6 – Taxa de desemprego: 2001 – 2004

Período	Taxa de desemprego						
Out-01	11,7	jan-02	11,1	jan-03	11,2	jan-04	11,7
Nov-01	11,5	fev-02	12,5	fev-03	11,6	fev-04	12
Dez-01	10,6	mar-02	12,9	mar-03	12,1	mar-04	12,8
		abr-02	12,5	abr-03	12,4	abr-04	13,1
		mai-02	11,9	mai-03	12,8	mai-04	12,2
		jun-02	11,6	jun-03	13	jun-04	11,7
		jul-02	11,9	jul-03	12,8	jul-04	11,2
		ago-02	11,7	ago-03	13	ago-04	11,4
		set-02	11,5	set-03	12,9	set-04	10,9
		out-02	11,2	out-03	12,9	out-04	10,5
		nov-02	10,9	nov-03	12,2		
		dez-02	10,5	dez-03	10,9		

Fonte: IBGE

No ano de 2003 o Banco Central justificou que não iria perseguir a meta de 4%, nem o limite superior do intervalo, de 6,5%, porque para fazê-lo, o PIB teria de encolher 1,6%. Ao procurar atingir uma meta de 8,5%, o Banco central estaria projetando um crescimento de 2,8% para 2003. No entanto, o que se pôde observar foi um cenário ainda pior. O país não só não alcançou a meta inflacionária de 8,5% como o PIB encolheu -0,22%.

Se analisarmos o período de 1999-2004, veremos que o país cresceu a uma média de 1,63%. Vemos, assim, que os resultados obtidos com este regime não foram nada satisfatórios com relação ao crescimento da economia do país. Mas o que dizer, quanto ao ano de 2004? O crescimento que a economia brasileira PODE alcançar, estimado em 5%, não será apenas um resultado do clima favorável dos mercados internacionais? Ou então o país realmente estaria entrando em um ciclo de crescimento econômico sustentado, tendo finalmente ganho a confiança e a credibilidade dos mercados internacionais?

Tabela 7 – PIB trimestral: 2003 – 2004

Período	PIB – 2003	Período	PIB – 2004
1º trimestre	-1,1	1º trimestre	1,7
2º trimestre	-1,2	2º trimestre	1,5
3º trimestre	0,4	3º trimestre	
4º trimestre	1,7	4º trimestre	

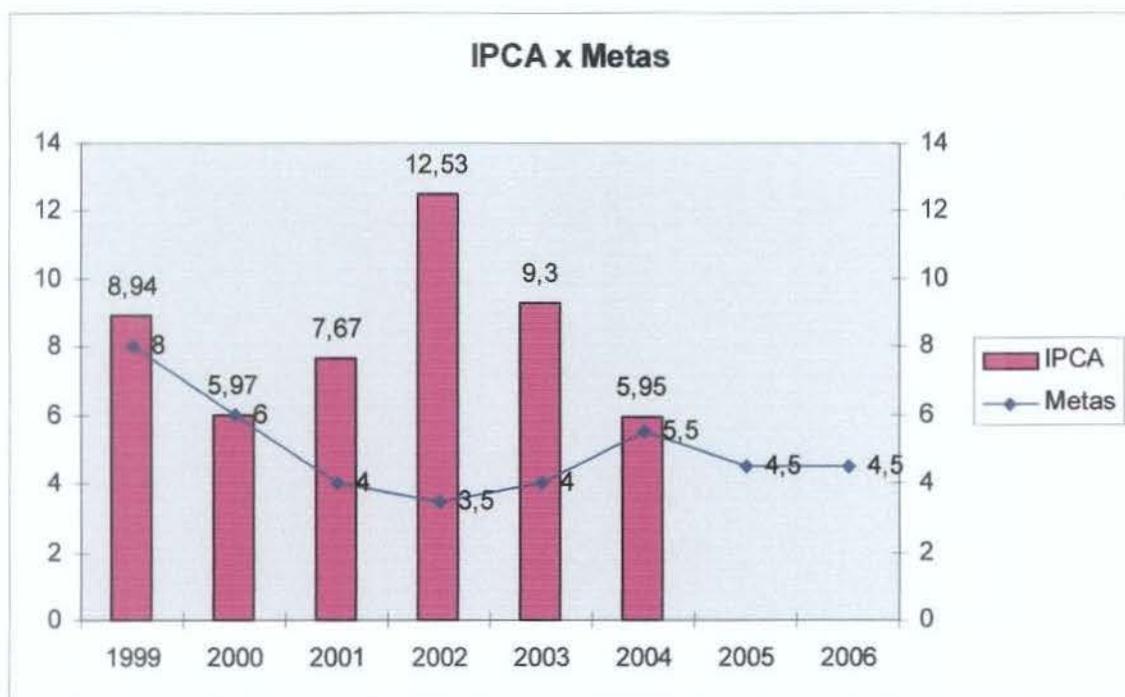
Fonte: IPEA

Podemos encontrar uma parte desta resposta investigando a pauta dos produtos comercializados com o exterior. Do lado das exportações, o Brasil tem uma pauta de produtos intensivos em capital, mão-de-obra e matéria-prima, principalmente commodities agrícola e mineral e produtos de indústria de base. Com exceção da EMBRAER, que exporta aviões intensivos em tecnologia de ponta, o país não apresenta mais nenhuma empresa significativa neste setor que atue no mercado externo. Já no lado das importações, grande parte delas é de produtos intensivos em tecnologia de ponta. Este cenário revela a fragilidade estrutural da economia brasileira, uma vez que os preços do commodities no

mercado internacional tendem a ser muito suscetíveis a oscilações do mercado. Nesse ano, para nossa sorte, os preços cresceram.

Além disso, a tão proclamada credibilidade que o governo alega ser importante para se conseguir trilhar um caminho de crescimento econômico sustentado vem tendo no regime de metas inflacionárias, um grande inimigo em potencial. Isto porque, dos seis anos de vigência deste regime, somente em dois as metas foram alcançadas (ver Gráfico 8). Talvez no atual ano de 2004, fiquemos dentro do intervalo de tolerância proposto. Agora, o que aconteceria se os resultados continuassem sendo negativos quanto ao alcance das metas? O país e a sua autoridade monetária perderiam toda a sua credibilidade? E todos estes anos de políticas fiscal e monetária restritivas sufocando o crescimento da economia para se alcançar as metas, teriam sido em vão? A resposta para esta questão talvez esteja em outra questão: Para quem nós queremos mostrar credibilidade?

Gráfico 8 – IPCA x METAS



Fonte dos dados primários: Banco Central do Brasil

Finalmente devemos responder às perguntas que colocamos no início do trabalho. Qual é o saldo do regime de metas inflacionárias? E a segunda: será que esta é a única maneira de se conduzir a política monetária de forma eficiente? Acreditamos que o regime de metas inflacionárias é um dos grandes responsáveis pelos resultados pífios da economia nos últimos seis anos, tal como acabamos de apresentar. Quanto à segunda pergunta, a resposta, evidentemente, é não. Entendemos que a condução da política monetária não deve estar voltada exclusivamente para o controle da inflação. As chamadas variáveis reais, como renda e emprego, que afetam a vida de milhões de pessoas, são também atingidas pela política monetária, qualquer que seja o horizonte temporal que levemos em consideração.

Bibliografia

BANCO CENTRAL DO BRASIL – *Relatório Focus*, 6 de agosto de 2001

BANCO CENTRAL DO BRASIL – *Relatório Focus*, 17 de julho de 2002

BANCO CENTRAL DO BRASIL – *Relatório Focus*, 25 de junho de 2003

BANCO CENTRAL DO BRASIL – *Relatório Focus*, 1º de julho de 2004

BATISTA JR., P. N. “Quem precisa ser demitido?”. *Folha de São Paulo*. Caderno B-2, 18 de novembro de 2004.

BELLUZZO, L.G. & CARNEIRO, R. “A insustentável leveza do crescimento”. *Política Econômica em Foco*, nº4 – maio/out. 2004

BELLUZZO, L.G. & CARNEIRO, R. “Bloqueio ao crescimento”. *Política Econômica em Foco*, nº3 – jan./abr. 2004

BELLUZZO, L.G. & CARNEIRO, R. “Globalização e Integração Perversa”. *Política Econômica em Foco*, nº1 – maio/ago. 2003

BELLUZZO, L.G. & CARNEIRO, R. “O paradoxo da credibilidade”. *Política Econômica em Foco*, nº2 – set./dez. 2003

BERNANKE, B.; LAUBACH, T.; MISHKIN, F. e POSEN, A. *Inflation Targeting: Lessons from the international experience*. New Jersey: Princeton University Press/ Princeton 1999.

CARNEIRO, R. *Desenvolvimento em crise: a economia brasileira no último quarto do século XX*. São Paulo: Ed. Unesp/IE-Unicamp, 2002

CARVALHO et alii. *Economia Monetária e Financeira: Teoria e Política*. Rio de Janeiro, Campus. 2000.

DELFIN, A. N. "Câmbio e juros". *Folha de São Paulo*. Caderno B-2, 05 de março de 2003

DELFIN, A. N. "Há anos a inflação é a mesma". *Folha de São Paulo*. Caderno B-2, 13 de outubro de 2004

DELFIN, A. N. "Por que aumentar o juro real?". *Folha de São Paulo*. Caderno B-2, 22 de setembro de 2004

DURÃO, V. "IPCA-15 acelera, chega a 2,08% e pulveriza previsões de inflação". *Valor Econômico*. 1º Caderno, 27 de novembro de 2002.

FARHI, M. "As repercussões da volatilidade financeira". *Política Econômica em Foco*, nº1 – maio/agosto 2003

FARHI, M. "As Economias Emergentes e os Ciclos de Liquidez". *Política Econômica em Foco*, nº3 – jan./abr. 2004

FARHI, M. "Crédito, mercados de capitais e perspectivas de crescimento". *Política Econômica em Foco*, nº2 – set./dez. 2003

FARHI, M. "Metas de inflação e o medo de crescer". *Política Econômica em Foco*, nº4 – maio/out. 2004

FRAGA, É. "Metas de inflação". *Folha de São Paulo*. Caderno B-2, 14 de março de 2004

NASSIF, L. "O "hiato da produção" e os juros". *Folha de São Paulo*. Caderno B-2, 12 de novembro de 2004

OLIVEIRA, R. "BC vai ter inflação de volta à meta hoje vigente". *Valor Econômico*. Finanças, 8 de janeiro de 2003

PAULA, L. "Plano Real, o que restou?". *Jornal do Brasil*, 15 de julho de 2003

PAULANI, L. M. "Brasil Delivery: razões, contradições e limites da política econômica nos primeiros seis meses do governo Lula". *Revista de Economia Política*, Vol 23, nº 4, Out-Dez - 2003

PINTO, C. "BC vai elevar meta ajustada da inflação para este ano". *Valor Econômico*. 1º Caderno, 9 de janeiro de 2003

PINTO, C & DURÃO, V. "Meta ajustada da inflação permite manter os juros". *Valor Econômico*. 1º Caderno, 9 de janeiro de 2003

PRADO, M. "Alta gradual do juro é inócua, dizem analistas". *Folha de São Paulo*. Caderno B-2, 16 de novembro de 2004

SAFATLE, C. "Fazenda define este mês novas metas macroeconômicas". *Valor Econômico*. 1º Caderno, 14 de janeiro de 2003

SAYAD, J. "A base teórica das metas de inflação". *Folha de São Paulo*. Caderno B-2, 16 de fevereiro de 2004

SAYAD, J. "Inflação sustentável". *Folha de São Paulo*. Caderno B-2, 15 de março de 2004

SAYAD, J. "Um quarto de 1%". *Folha de São Paulo*. Caderno B-2, 20 de setembro de 2004

SICSÚ, J. "Definições, primeiros resultados e perspectivas de política econômica do governo Lula". *Economia e Sociedade*, n.21, jul./dez.2003

SOUZA, L. & CRUZ, N. "Governo ajusta meta de inflação para 8,5%". *Folha de São Paulo*. Caderno B-2, 22 de janeiro de 2003