

JOÃO PAULO DA CUNHA NOVAES

**A TAXA DE JUROS É O MELHOR INSTRUMENTO DE COMBATE À
INFLAÇÃO? UMA ANÁLISE DO SISTEMA DE METAS E DO PROBLEMA DA
INFLAÇÃO IMPORTADA BRASILEIRA.**

SALVADOR

2005

JOÃO PAULO DA CUNHA NOVAES

**A TAXA DE JUROS É O MELHOR INSTRUMENTO DE COMBATE À
INFLAÇÃO? UMA ANÁLISE DO SISTEMA DE METAS E DO PROBLEMA DA
INFLAÇÃO IMPORTADA BRASILEIRA.**

Monografia apresentada no curso de graduação de Ciências
Econômicas da Universidade Federal da Bahia como
requisito parcial à obtenção do grau de Bacharel em
Ciências Econômicas

Orientador: Prof. Dr. Antônio H. P. Silveira.

RESUMO

O objetivo deste trabalho monográfico é realizar uma discussão sobre a eficácia da utilização da taxa básica de juros como único instrumento de combate à inflação brasileira. Essa preocupação advém da evolução do repasse cambial aos preços domésticos no período 1999-2004, quando se verifica que o receituário adotado tem gerado resultados insatisfatórios quanto à promoção simultânea de crescimento econômico e estabilidade monetária.

Palavras-chave: *passthrough*; sistema de metas de inflação.

SUMÁRIO

LISTA DE ILUSTRAÇÕES	06
1 INTRODUÇÃO	07
2 O SISTEMA DE METAS DE INFLAÇÃO E SUA APLICAÇÃO NO BRASIL	09
2.1 A MUDANÇA DE REGIME CAMBIAL EM 1999	09
2.2 O SISTEMA DE METAS DE INFLAÇÃO – ASPECTOS GERAIS	11
2.2.1 Características do Sistema de Metas de Inflação	11
2.3 A REGRA DE TAYLOR	15
2.4 A REGRA DE TAYLOR PARA O CASO BRASILEIRO	17
2.5 CARACTERÍSTICAS DO SISTEMA DE METAS DE INFLAÇÃO BRASILEIRO	19
2.5.1 Os instrumentos operacionais	20
3 OS DIAGNÓSTICOS DA INFLAÇÃO BRASILEIRA ENTRE 1999 E 2004 E A REAÇÃO DO BANCO CENTRAL	27
3.1 O ANO DE 1999	27
3.2 O ANO DE 2000	30
3.3 O ANO DE 2001	32
3.4 O ANO DE 2002	35
3.5 O ANO DE 2003	37
3.6 O ANO DE 2004	40
3.7 ASPECTOS CONCLUSIVOS DO CAPÍTULO	43
4 INFLAÇÃO IMPORTADA	44
4.1 CARACTERÍSTICAS DA INFLAÇÃO IMPORTADA	45
4.1.1 Grau de Integração Comercial	45
4.1.2 Regra de <i>Mark-up</i> das Empresas Estrangeiras	49
4.1.3 Nível de Utilização da Capacidade Instalada	50
4.1.4 Formação dos Preços Administrados	51

4.3 ASPECTOS CONCLUSIVOS DO CAPÍTULO	56
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS	58
REFERÊNCIAS	59

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

GRÁFICO 01 A REGRA DE TAYLOR DOS EUA – 1970 À 1998	16
FIGURA 01 ESTRUTURA BÁSICA DO MODELO OPERACIONAL DO BANCO CENTRAL	25
QUADRO 01 SÍNTESE DAS ATAS DAS REUNIÕES DO COPOM E SUAS RESPECTIVAS DECISÕES – MARÇO DE 1999 À DEZEMBRO DE 1999	28
QUADRO 02 SÍNTESE DAS ATAS DAS REUNIÕES DO COPOM E SUAS RESPECTIVAS DECISÕES – JANEIRO DE 2000 À DEZEMBRO DE 2000	31
QUADRO 03 SÍNTESE DAS ATAS DAS REUNIÕES DO COPOM E SUAS RESPECTIVAS DECISÕES – JANEIRO DE 2001 À DEZEMBRO DE 2001	33
QUADRO 04 SÍNTESE DAS ATAS DAS REUNIÕES DO COPOM E SUAS RESPECTIVAS DECISÕES – JANEIRO DE 2002 À DEZEMBRO DE 2002	36
QUADRO 05 SÍNTESE DAS ATAS DAS REUNIÕES DO COPOM E SUAS RESPECTIVAS DECISÕES – JANEIRO DE 2003 À DEZEMBRO DE 2003	39
QUADRO 06 SÍNTESE DAS ATAS DAS REUNIÕES DO COPOM E SUAS RESPECTIVAS DECISÕES – JANEIRO DE 2004 À DEZEMBRO DE 2004	
GRÁFICO 02 IPCA DESAGREGADO POR GRUPOS – 1999 À 2004	42
GRÁFICO 03 TAXA DE CÂMBIO – R\$/US\$ - VENDA – MÉDIA – TRIMESTRAL – 1998.3 À 2004.4	48
GRÁFICO 04 CONTRIBUIÇÃO, POR CATEGORIA, DOS ADMINISTRADOS NO IPCA	48
TABELA 01 CONTRIBUIÇÃO, POR CATEGORIA, DOS ADMNISTRADOS – 1999 À 2004	55
TABELA 02 CONTRIBUIÇÃO DO ITEM DERIVADOS DE PETRÓLEO NO IPCA – 1999 À 2004	55
	56

INTRODUÇÃO

Desde a mudança de regime cambial em 1999, a preocupação da autoridade monetária quanto ao repasse cambial aos preços domésticos tem evoluído significativamente. A materialização desta preocupação pode ser verificada a partir da implementação do sistema de metas de inflação, em junho do mesmo ano, o qual consiste em um novo arranjo institucional em que o banco central segue determinadas regras para a condução de sua política monetária e a taxa básica de juros torna-se o principal instrumento de combate à inflação.

Este sistema, que já vem sendo implementado por diversos países e que goza de grande popularidade dentro das comunidades acadêmica e política internacionais, também é alvo de severas críticas, principalmente no que concerne às distorções que a utilização dos juros como único instrumento de política monetária para o combate inflacionário gera na economia nacional como o desemprego, baixo nível de atividade e trajetória ascendente da dívida pública.

Não é objetivo deste trabalho analisar os aspectos favoráveis e desfavoráveis de se implementar este tipo de conduta de política monetária no Brasil. O sistema de metas de inflação será apresentado aqui com a finalidade de expor a forma de conduta da autoridade monetária brasileira diante dos processos inflacionários de 1999 a 2004 e tentar responder se esta conduta tem sido satisfatória para as demandas da sociedade brasileira.

Podemos verificar que diante dos vários diagnósticos da inflação brasileira, realizados pelo Banco Central em seus relatórios trimestrais de inflação, há o reconhecimento da evolução do peso dos preços relacionados direta ou indiretamente com a taxa de câmbio, de maneira que a inflação importada tem aumentado a sua importância na explicação da evolução dos preços da economia brasileira.

A conduta explícita do Banco Central diante do aumento do repasse cambial para os preços internos é de acomodação dos impactos diretos e contenção dos impactos indiretos ou secundários, fazendo com que haja uma elevação dos juros, os quais servem para deprimir a demanda e conter a contaminação dos demais preços da economia diante da mudança dos preços relativos.

Assim, mesmo havendo o reconhecimento de que não partiu da demanda o impulso inflacionário inicial, a reação do Banco Central segue a regra de política monetária típica do sistema de metas de inflação, qual seja, aumento dos juros. Nunca é demais ressaltar que esse tipo de comportamento da autoridade monetária tem deixado o país numa situação de *stop and go*, a qual amplia o ambiente de incerteza dado a descontinuidade do crescimento.

Cabe, portanto, a intensificação do debate acadêmico no sentido de se encontrar saídas para estas armadilhas institucionais que reduzem a margem de manobra da condução da política monetária pelo banco central brasileiro.

Além desta introdução, o trabalho conta com mais três capítulos. No primeiro, realizaremos uma discussão do sistema de metas de inflação, a conjuntura na qual foi implementado, seus aspectos teóricos gerais e algumas características deste sistema no Brasil.

No segundo capítulo, faremos um breve histórico sobre os diagnósticos da inflação brasileira de 1999 até 2004 sob a luz do instrumental do sistema de metas. O objetivo deste capítulo é mostrar que mesmo diante da evolução do peso do repasse cambial sobre o IPCA, não há um mecanismo de combate à causa da inflação (câmbio).

No terceiro capítulo, discutiremos sobre a inflação importada brasileira, sua evolução, características e seus canais de transmissão na economia. O objetivo deste capítulo é entender com maiores detalhes este tipo de inflação que tem ganhado importância explicativa no diagnóstico da inflação brasileira, mostrar como a regra de conduta do BACEN age sobre este tipo de pressão sobre os preços e se esta política é compatível com o crescimento econômico sustentado.

Concluiremos o trabalho, buscando responder se a taxa de juros é o melhor instrumento de combate à inflação importada brasileira, e se há mecanismos alternativos presentes na política econômica capazes de combater as causas deste tipo de inflação e gerar simultaneamente crescimento econômico sustentável.

2 O SISTEMA DE METAS DE INFLAÇÃO E SUA APLICAÇÃO NO BRASIL

2.1 A MUDANÇA DE REGIME CAMBIAL EM 1999

Com o advento da crise mexicana em 1995, provocada, dentre outros fatores, por problemas de financiamento de sua conta corrente, o governo brasileiro dá início a um processo de persuasão dos mercados financeiros internacionais e das agências de classificação de risco, com o objetivo de mostrar que havia uma diferenciação entre a condição macroeconômica brasileira e a condição mexicana.

Apesar desta estratégia ter sido considerada vitoriosa, o Brasil precisaria renovar esse esforço de convencimento dois anos mais tarde devido à deflagração da crise asiática verificada inicialmente na Tailândia e que se generalizou por todo o continente muito rapidamente.

Coréia do Sul, Indonésia e Malásia foram os países que mais intensamente sofreram os efeitos da crise iniciada em 1997 na Tailândia, pois apresentavam, salvo as particularidades de cada local, fundamentos macroeconômicos semelhantes àquele país, quais sejam, uma elevada alavancagem dos bancos, déficits crescentes em conta corrente e regime de taxas de câmbio fixas.

Portanto, como destacamos anteriormente, mais uma vez houve a tentativa das autoridades brasileiras em sinalizar aos mercados sobre a diferenciação entre os fundamentos macroeconômicos brasileiros e aqueles fundamentos verificados nos países asiáticos.¹

Entretanto, o choque adverso dos preços relativos, quando o preço dos produtos comercializáveis brasileiros caiu significativamente², aliado ao impacto adverso sobre o fluxo de créditos aos mercados emergentes, provocado pela crise russa em agosto de 1998, contribuíram para o esgotamento da confiança sobre a manutenção do sistema de bandas cambiais brasileiro.

¹ De fato, o Brasil estava em uma condição melhor, visto que já havia um movimento gradual de desvalorização real proposto pela autoridade monetária brasileira e, combinado a isso, o país possuía um déficit em conta corrente bastante inferior (4% do PIB contra 8% nos países asiáticos). Além disso, havia uma expectativa para a entrada de expressivas quantias de capital externo oriundas das privatizações que propiciariam, com relativa folga, o financiamento do referido déficit. (Giambiagi; Averbug, 2000, p. 9).

² “entre os meses de janeiro de 1997 e janeiro de 1999-quando ocorreu a desvalorização-, o índice de preços dos produtos básicos e semimanufaturados exportados pelo Brasil caiu 15% e 17%, respectivamente”. (Giambiagi; Averbug, 2000, p.11)

Com o fechamento do mercado de crédito internacional para os países emergentes após a crise russa, aumentava cada vez mais o risco de inadimplemento externo brasileiro para as contas de 1999 o que ampliava o risco de desvalorização cambial. O resultado foi uma vultuosa fuga de capitais que provocou uma redução de US\$ 30 bilhões em reservas no período entre a segunda semana de agosto e o final de setembro.(GIAMBIAGI; AVERBUG, 2000, p.14).

Apesar da tentativa de arrefecimento das turbulências através do acordo firmado com o FMI, a restrição do congresso brasileiro sobre alguns pontos do acordo juntamente com a declaração de *default* feito pelo governador de Minas Gerais, consolida o cenário de incertezas que resultaria em 15 de janeiro de 1999 na mudança do regime cambial brasileiro (*ibid*, 2000, p.15).

Uma das maiores preocupações dos analistas na ocasião era o repasse cambial para a inflação e esta preocupação se materializou na decisão do BACEN em aumentar os juros SELIC de 37,34%a.a para 44,95%a.a com o intuito de atrair capitais de curto prazo para reduzir a pressão sobre o câmbio e assim sinalizar aos agentes o compromisso com a estabilidade da moeda nacional.

Segundo Pereira e Carvalho (2000, p. 09), o coeficiente de repasse cambial aos preços verificado nos primeiros meses da desvalorização do real situou-se em 9,6%, valor próximo ao padrão das experiências de flutuação européia em 1992 (repasse de 4,5%), o que foi surpreendente, pois se esperava que o referido coeficiente se aproximasse do verificado na década de 90 na América Latina onde o repasse foi de 25,1%³.

A superação da turbulência inicial e a melhora das expectativas dos agentes quanto ao *passthrough*⁴ brasileiro em 1999, permitem que o Real inicie um movimento de apreciação, o qual vai permitir ao Banco Central, a implementação de uma nova forma de condução da política monetária brasileira, qual seja, o sistema de metas de inflação.

³ Além do peremptório choque de juros verificado (de 37,34%aa para 44,95%aa), podem ser identificados como fatores responsáveis por esse baixo repasse cambial aos preços domésticos o expressivo pacote de ajuda financeira do FMI ao governo brasileiro e a continuidade do processo de desmonte dos mecanismos de indexação, iniciado com o Plano Real em 1994. (Entretanto, ainda persistem alguns desses mecanismos de indexação na economia brasileira, sobre os quais, trataremos no capítulo 4).

⁴ Definido como o grau de repasse cambial aos preços domésticos.

2.2 O SISTEMA DE METAS DE INFLAÇÃO – ASPECTOS GERAIS

O sistema de metas de inflação pode ser visto como o resultado do desenvolvimento de uma teoria macroeconômica pautada por uma relativa convergência entre algumas concepções novo-clássicas e monetaristas, principalmente nos pontos referentes à inexistência de *trade-off* no longo prazo entre o nível de produção e a taxa de inflação e quanto a desejabilidade de adoção de regras de política em detrimento de alternativas de políticas discricionárias. (DEZORDI, 2004, p. 17).

Esse sistema, implementado inicialmente na Nova Zelândia, hoje ocupa lugar de destaque como alternativa à condução de política monetária sendo adotado já por diversos países como, Austrália, Canadá, Espanha, Finlândia, Reino Unido, Suécia, Chile, México entre outros.

Esse ganho de popularidade do sistema de metas de inflação nos últimos anos tem sido justificado pela sua relativa simplicidade de operacionalização, e pela suposta necessidade histórica, segundo o *mainstream*, de obtenção de uma âncora nominal substitutiva do câmbio e/ou de algum agregado monetário.

A seguir, será realizada uma breve exposição dos aspectos teóricos do sistema de metas e de suas aplicações no Brasil.

2.2.1 Características do Sistema de Metas de Inflação

De acordo com Mishkin (2001) *apud* Negromonte (2004, p.28), os seguintes elementos caracterizam um regime de metas de inflação:

- 1) O anúncio público de uma meta numérica de inflação para o médio prazo;
- 2) Um compromisso institucional da estabilidade de preços como o objetivo principal da política monetária;
- 3) Informações sobre muitas variáveis, não somente dos agregados monetários ou da taxa de câmbio, são usadas para decidir a fixação dos instrumentos de política;
- 4) Aumento da transparência da estratégia da política monetária através da comunicação com o público e os mercados sobre os planos, objetivos e decisões das autoridades monetárias;
- 5) Aumento da responsabilidade do banco central para atingir o seu objetivo em relação à inflação.

Quanto às suas origens teóricas, podemos considerar que o regime de metas tem a sua origem a partir da Teoria Quantitativa da Moeda. (DEZORDI, 2004, p. 100-4).

A teoria quantitativa da moeda, em sua versão mais simples, estabelece que os preços variam diretamente com a quantidade de moeda em circulação, mantidos a velocidade de circulação da moeda e o volume de transações inalterados. Sendo assim, variações no estoque monetário não teriam impacto sobre o produto no longo prazo, mas apenas sobre o nível de preços.

A equação de troca de Fisher pode ser expressa pela seguinte identidade:

$$MV=PY \quad (1)^5$$

Onde:

M= estoque nominal de moeda

V= velocidade de circulação da moeda

P= nível de preços

Y= PNB real

De acordo com Carvalho *et al* (2000), a TQM possui 05 postulados básicos:

1. Equiproporcionalidade entre moeda e preços: a relação direta entre moeda e nível de preços é considerada equiproporcional mantidos o produto e a velocidade de circulação constantes. Sendo assim, se a oferta de moeda sobe 10% os preços irão subir também em 10%.

2. Causalidade da moeda para preços: as mudanças em M irão impactar em variações de preços. Isso se deve ao pressuposto de que a moeda possui apenas a função transação e precaução (não é considerado o motivo especulação). Também não é considerada a possibilidade da causalidade inversa, ou seja, o aumento da demanda por moeda forçar da autoridade monetária um aumento na oferta de moeda.

⁵ Na realidade, a versão original da equação de trocas de Fisher traz em vez do PNB real, o nível de transações da economia. A versão apresentada aqui foi formulada para tratar de problemas estatísticos relacionados à dificuldade de determinação das quantidades transacionadas na economia. (Carvalho *et al*, 2000, p. 24).

3. Não neutralidade de curto prazo e neutralidade da moeda no longo prazo: esse argumento é baseado na idéia que os agentes “aprendem” de maneira que o aumento da oferta de moeda não pode gerar permanentemente o aumento no nível de emprego e crescimento econômico. A não neutralidade de curto prazo se justificaria, pois, apesar dos agentes “aprenderem” haveria uma certa demora para que esse aprendizado se concretizasse, de maneira que nesse ínterim, poderia haver alterações no nível de emprego decorrentes de variações positivas na oferta de moeda.

4. Independência entre oferta e demanda por moeda na versão Fisher: essa independência ocorre em economias que operam no padrão-ouro. Nesta situação a oferta de moeda dependerá do resultado da balança de pagamentos e por conseqüência, das variações das reservas internacionais.

5. Dicotomia preços relativos/ preços absolutos: variações nos preços relativos são causadas apenas por fenômenos reais enquanto as mudanças nos preços absolutos são geradas apenas por variáveis nominais, em especial pela oferta de moeda.

Milton Friedman na década de 60 propôs que a conduta de política monetária fosse orientada por uma regra de crescimento constante da moeda, a qual tinha como base a TQM original de Fisher onde os postulados de estabilidade da demanda por moeda (velocidade de circulação) e do produto eram mantidos.

Expressando a identidade (1) em função do tempo:

$$M(t).V(t) = P(t).Y(t) ; \quad (2)$$

Aplicando o logaritmo e suas propriedades:

$$\ln M(t) + \ln V(t) = \ln P(t) + \ln Y(t) \quad (3)$$

e derivando em relação ao tempo(t):

$$1/M . dM/dt + 1/V . dV/dt = 1/P . dP/dt + 1/Y . dY/dt \quad (4)$$

temos que:

$$p = m + v - y \quad (5)$$

onde:

p = taxa de inflação;

m = taxa de crescimento da moeda;

v = taxa de crescimento da velocidade de circulação da moeda; e

y = taxa de crescimento do PIB real

Com a estabilidade da demanda por moeda (velocidade de circulação), o nível de preços fica dependendo basicamente do crescimento do estoque monetário, cabendo à autoridade monetária o estabelecimento de regras para controlar os agregados monetários.

No entanto, esta estabilidade da velocidade de circulação da moeda revela uma forte correlação com a taxa de juros de curto prazo, isto é: “Uma elevação na taxa de juros faz com que os agentes econômicos demandem menos ativos líquidos e com isso aumentando a velocidade de circulação da moeda. Ou seja, variações nos juros nominais e na velocidade de circulação seguem no mesmo sentido”. (DEZORDI, 2004, p. 102).

A política monetária deveria ser guiada pelo controle da expansão dos agregados monetários, prática que se mostrou inviável devido à instabilidade da demanda por moeda e ao desenvolvimento dos produtos financeiros observados nos anos 80 e 90.

Como observado em Giambiagi (2002), sobre uma declaração do banqueiro central canadense:

Alan Blinder, em seu conhecido ensaio sobre a “arte” de ser um banqueiro central, cita a frase de Gerry Bouey, então governador do Banco do Canadá, quem reagindo à crítica pelo fato de o banco central desse país ter deixado de lado o controle estrito da moeda, declarou que “nós não abandonamos os agregados monetários; eles é que nos abandonaram. (citado em Blinder, 1998, página 28)”.

Havia, portanto, a necessidade de uma nova orientação para a condução da política monetária e esta alternativa foi desenvolvida por Taylor (1993), o qual propôs que o novo enfoque na regra

de condução de política monetária fosse dado na determinação da taxa de juros nominais em regime de metas de inflação ainda que baseada na teoria quantitativa da moeda.

2.3 A REGRA DE TAYLOR

Em seu artigo de 1993, Taylor procura mostrar a eficácia que uma condução de política monetária composta por regras transparentes e críveis possui para a obtenção de resultados como estabilidade monetária e crescimento econômico, argumento este que serve de alicerce para o estabelecimento de alguns mecanismos de conduta da autoridade monetária dentro do sistema de metas de inflação.

O referido artigo, porém, é também bastante utilizado para o estabelecimento de uma função de reação das autoridades monetárias devido à análise realizada pelo autor sobre o comportamento das taxas internas de juros dos EUA no período entre 1987 e 1992.

Nesta análise, verifica-se que o comportamento das taxas de juros americanas poderia ser muito bem representado por:

Uma relação linear com a taxa de inflação (π), uma taxa de juros de equilíbrio (r) mais uma soma ponderada entre dois desvios: a diferença entre taxa de inflação (medida pelo deflator do PIB) e a meta de inflação e o desvio percentual do PIB do PIB potencial. Dessa forma, a regra de Taylor depende de duas variáveis exógenas ao modelo: a meta de inflação e o PIB potencial. (BARCELLOS NETO, 2003, p. 07).

A relação destas variáveis pode ser melhor exposta da seguinte forma:

$$i_t = \pi + r^* + 0,5(\pi - \pi^*) + 0,5(Y_t) \quad (6)$$

Onde:

i_t = taxa de juros dos *Federal Funds* americanos;

r^* = taxa de juros de equilíbrio;

π = taxa de inflação (medida pelo deflator do PIB)

π^* = meta de inflação

Y_t = desvio percentual do produto real em relação ao produto potencial.

A relação entre a regra de Taylor acima descrita e a Teoria Quantitativa da moeda aparece quando supomos um crescimento constante da oferta de moeda e consideramos a análise de Friedman sobre a estabilidade da demanda por moeda e da dependência direta de curto prazo da velocidade renda da moeda em relação à taxa de juros nominais.⁶

Como Taylor não estimou sua equação econometricamente, assumiu que os pesos utilizados pelo *Federal Reserve Fund* em relação aos desvios da inflação e o PIB seriam de 0,5. O autor também assumiu que a taxa de juros e a meta de inflação de equilíbrio seriam de 2%. Como podemos verificar no gráfico 01 elaborado por Judd; Rudebusch (1998 *apud* BARCELLOS NETO 2003, p. 8) esta representação apresentou um grau de ajuste muito interessante em relação ao período analisado se compararmos as taxas de juros reais e as estimadas pela regra de Taylor.

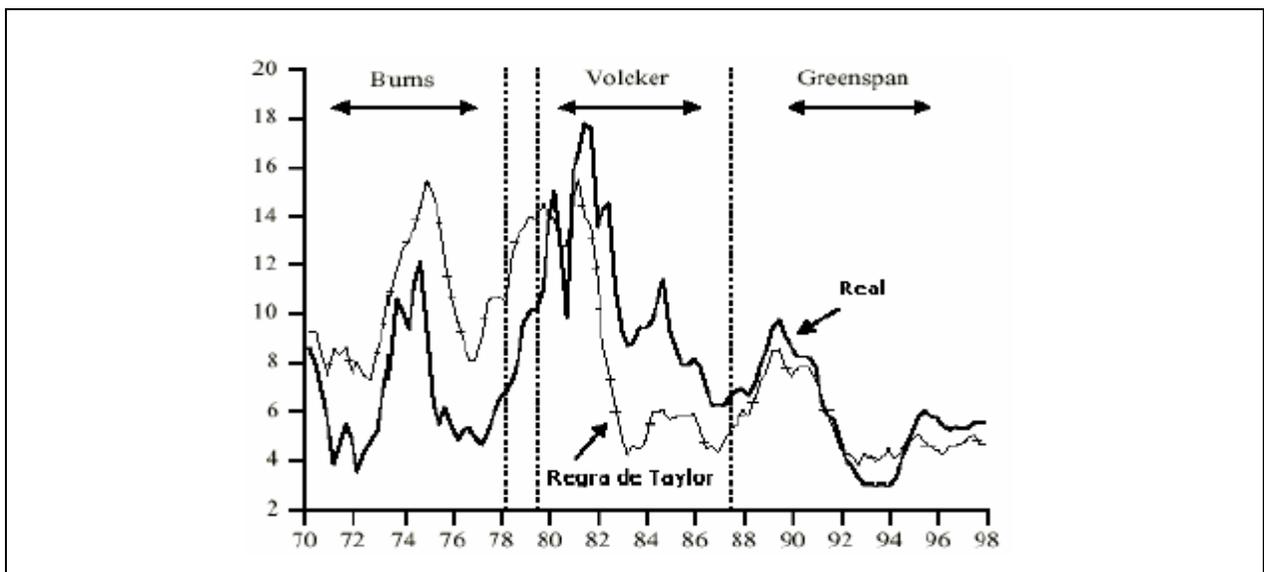


GRÁFICO 1.⁷- A REGRA DE TAYLOR DOS EUA – 1970 À 1998

FONTE: Barcellos Neto (2003, p. 9).

⁶ Isolando a taxa de juros no lado esquerdo da equação (5) observamos uma relação entre a variável isolada e outras duas variáveis, quais sejam, o nível de preços (p) e o produto real (y). (DEZORDI, 2004, p. 103).

⁷ Burns, Volcker e Greenspan são os três presidentes do FED no período analisado.

2.4 A REGRA DE TAYLOR PARA O CASO BRASILEIRO

Segundo (MENDONÇA, 2001, p.74), a regra para a taxa de juros sugerida por Taylor (1993) verificada na seção anterior é adequada para uma situação de uma economia fechada, isto é, uma economia que não necessita apresentar elementos que capturem alterações no cenário internacional capazes de influenciar a determinação da taxa de juros doméstica.

Seguindo a análise de (MENDONÇA, 2001), o fato do Brasil não representar o caso de uma grande economia, ou seja, as decisões de política do país não causarem mudanças nas decisões de política econômica para o resto do mundo, traz a necessidade de incorporação à regra de Taylor original algum elemento que seja um indicador representativo de modificações da conjuntura internacional: “Um importante parâmetro para a definição da taxa de juros pelo COPOM, capaz de traduzir a preocupação ressaltada, consiste na observação da taxa de juros básica definida pelo FED”. (*ibid*, 2001, p.75).

Uma versão da regra de Taylor com a incorporação dessa nova variável pode ser representada por:

$$i_t = \pi + r^* + i^{EUA} + 0,5(\pi_t - \pi^*) + 0,5(Y_t) \quad (7)$$

Onde:

i^{EUA} = taxa básica de juros (EUA).

A consequência da incorporação dessa nova variável na análise é a de que mesmo no caso de inexistência de desvios para inflação ou produto, estaria assegurada uma taxa de juros real interna superior àquela praticada nos EUA o que representaria, dentre outras coisas, uma taxa capaz de atrair a entrada de capitais estrangeiros. (*ibid*, 2001, p.75).

O exercício realizado pelo autor para verificação do ajuste da trajetória da taxa over/selic com a proposição acima descrita obteve resultado satisfatório com exceção dos períodos que

compreendem o segundo semestre de 1997, com o episódio da crise asiática até o quarto trimestre de 1998, com o episódio da crise russa.

Durante o referido período, devido à reversão nas condições de liquidez internacionais e o receio de que uma forte desvalorização cambial provocasse um processo de aceleração inflacionária, o COPOM decide por aumentar a taxa de juros básica para níveis altíssimos como forma de evitar grandes saídas de capitais, o que descaracterizou, em certa medida, a função de reação proposta.

O autor ainda ressalta que, com exceção de períodos extremos, há espaço para redução dos juros básicos pelo COPOM com a utilização da regra de Taylor modificada para o caso brasileiro sem que isso gere problemas para a meta de inflação ou flutuações inadequadas para o produto.

Em um outro exercício realizado por (DEZORDI, 2004, p. 109), verificamos que a estimação realizada através do método dos mínimos quadrados, para o período trimestral de 1999-2001-2002-2004, que mais se adequou à equação (6), foi a que realizou a incorporação da defasagem de dois trimestres do hiato do produto, pois, segundo o autor, a incorporação das defasagens reflete melhor o ciclo de crescimento e recessão da economia brasileira.

O parâmetro que capta a influência do hiato do produto sobre a determinação da taxa de juros SELIC é de 0,798, superior ao proposto por Taylor que é de 0,5, tal como o parâmetro que mede a resposta da taxa de juros devido à variação na inflação que é de 0,830, superior ao proposto originalmente por Taylor para a economia americana de 0,5.⁸

Uma das conclusões retiradas pelo autor do exercício realizado pode ser vista nas seguintes palavras:

Uma afirmativa importante a ser colocada é que a condução da política monetária não responde diretamente à evolução do produto observado no período. Ou seja, a taxa de juros, não apresenta um comportamento pró-cíclico com o hiato do produto como observado na economia norteamericana. Na regressão sem defasagem de y , o parâmetro $g = -0,361$ (influência do hiato do produto na determinação dos juros), demonstra que a taxa de juros reagiu positivamente em períodos de recessão ($y < 0$), demonstrando claramente que o compromisso primordial da política

⁸ Além desta estimação com duas defasagens, foram realizados mais dois exercícios: um sem defasagem do produto e outro com apenas uma defasagem do produto. Para maiores detalhes ver: (DEZORDI, 2004, p. 109).

monetária é estabilizar o processo inflacionário e não o produto. Entretanto (...), (...) a determinação dos juros foi fortemente influenciada pelo desempenho da inflação. (DEZORDI, 2004, p. 110).

Verificamos, portanto, que a função de reação do banco central traz consigo algumas diferenças importantes frente à regra da taxa de juros proposta por Taylor (1993). Estas diferenças entre as funções de reação acima descritas são naturais no momento em que o diagnóstico oficial realizado pela autoridade monetária brasileira, através dos seus mecanismos de análise, traz consigo as especificidades da atividade econômica brasileira, as características próprias dos principais canais de transmissão de sua política monetária e suas respectivas defasagens.

Por conseguinte, realizaremos uma breve exposição do sistema de metas de inflação brasileiro, com suas características específicas, o que vai nos permitir uma melhor compreensão da forma pela qual a autoridade monetária conduz a política monetária brasileira.

2.5 CARACTERÍSTICAS DO SISTEMA DE METAS DE INFLAÇÃO BRASILEIRO

No Brasil, o sistema de metas de inflação foi implementado em junho de 1999 e possui as seguintes características:

- Definição de um intervalo de tolerância de dois pontos percentuais para cima ou para baixo;⁹
- O índice escolhido como oficial para parâmetro da meta foi o IPCA cheio;¹⁰
- Obrigatoriedade do banco central em produzir relatórios de inflação, os quais foram definidos que seriam de periodicidade trimestral e onde constariam informações macroeconômicas, construção de cenários prospectivos e apresentação das decisões tomadas e suas justificativas;

⁹ A partir de 2003 o intervalo de tolerância sobe para 2,5% .

¹⁰ Há uma diferença na metodologia de mensuração do índice cheio para o índice de núcleo da inflação. Enquanto o índice cheio não faz nenhum tipo de exclusão ou suavização dos seus componentes, o índice de núcleo realiza estes procedimentos com o objetivo de captar uma tendência de longo prazo para a inflação, retirando desta medida o impacto de choques inesperados.

- Foram estabelecidas as metas para 99, 2000 e 2001 que seriam de 8%,6% e 4% respectivamente.

2.5.1 Os instrumentos operacionais:

Para a obtenção de maior precisão nas suas decisões, à autoridade monetária se faz necessário um profundo conhecimento dos mecanismos de transmissão da política monetária, assim como das suas defasagens e limitações.

O modelo estrutural do BACEN busca atingir esse objetivo de identificar os principais canais de transmissão de suas políticas e quantificar as defasagens estabelecidas.

O referido modelo é composto basicamente pelas seguintes equações¹¹:

- Curva IS: curva de demanda expressando o hiato do produto em função de suas próprias defasagens (seus valores em períodos passados), da taxa real de juros, e da taxa real de câmbio.
- Curva de Phillips: curva de oferta expressando a taxa de inflação corrente em função de suas próprias defasagens e das expectativas de inflação, do hiato do produto, e da taxa de câmbio nominal. (está subjacente o pressuposto da neutralidade da política monetária no longo prazo).
- Condição de paridade descoberta da taxa de juros: relaciona o diferencial entre as taxas de juros domésticas e externas com a taxa esperada de desvalorização cambial e o prêmio de risco.
- Regras para a política monetária

¹¹ Além dessas equações que fazem parte do chamado modelo estrutural, há também o chamado modelo não-estrutural, o qual é um modelo macroeconômico de Vetores Auto Regressivos (VAR), utilizado para estimar a inflação de curto prazo no regime de metas.

A Curva IS

A curva de demanda agregada é a representação da síntese Neoclássica-Keynesiana que expressa o equilíbrio macroeconômico dos mercados de bens e serviços e sua especificação mais comum é a seguinte:

$$Y_t = \beta_0 + \beta_1 Y_{t-1} + \beta_2 Y_{t-3} + \beta_3 r_{t-1} + \varepsilon^h \quad (8)$$

Onde:

Y_t = log do hiato do produto;

r = log da taxa real de juros [$\log(1+R)$]; e

ε = choque de demanda

Podemos incluir a variável fiscal (pr), como o empréstimo requerido do setor público, conceito primário, como percentagem do PIB.

$$Y_t = \beta_0 + \beta_1 Y_{t-1} + \beta_2 Y_{t-3} + \beta_3 r_{t-1} + \beta_4 pr_{t-1} + \varepsilon^{hf} \quad (9)$$

Onde:

ε^{hf} = choque de demanda

Pressupondo que no estado estacionário, a razão dívida/PIB do governo permanece constante, refletindo um orçamento equilibrado, e que o hiato do produto deve ser igual a zero, implica que o equilíbrio de longo prazo da taxa de juros deve ser igual ao crescimento do PIB potencial. Isto quer dizer que no longo prazo, a taxa de juros real pode ser obtida impondo-se uma restrição aos parâmetros (β_0 ; β_3) de maneira que a razão $-\beta_0/\beta_3$ seja igual à referida taxa.

A Curva de Phillips

Dentro do modelo estrutural do Banco Central, a curva de Phillips representa os fatores de oferta da economia, na qual a taxa de inflação está relacionada com o hiato do produto, com a expectativa de inflação e com as mudanças na taxa de câmbio real.

O Banco Central se utiliza da combinação de duas especificações distintas no que se referem às suas origens teóricas, quais sejam, a especificação *backward-looking* onde os agentes econômicos formam suas expectativas de maneira adaptativa e onde o tempo despendido para o aprendizado abre espaço para que haja impacto da política monetária sobre as variáveis reais no curto prazo, apesar da neutralidade da referida política no longo prazo, e a especificação *forward-looking* onde busca-se captar mais acuradamente a formação de expectativas dos agentes econômicos diante de um ambiente de quebra estrutural dos parâmetros do modelo.

Especificação *backward-looking*

$$\pi_t = \alpha_1^b \pi_{t-1} + \alpha_2^b \pi_{t-2} + \alpha_3^b y_{t-1} + \alpha_4^b \Delta(p_t^f + e_t) + \varepsilon_t^b \quad (10)$$

Especificação *forward-Looking*

$$\pi_t = \alpha_1^f \pi_{t-1} + \alpha_2^f E_t(\pi_{t-1}) + \alpha_3^f y_{t-1} + \alpha_4^f \Delta(p_t^f + e_t) + \varepsilon_t^f \quad (11)$$

A combinação das duas especificações da curva de Phillips é realizada através da sua média simples e busca captar as propriedades dinâmicas das condições de oferta da economia, onde são consideradas a lentidão do ajustamento em decorrência das expectativas adaptativas e a necessidade de ganho de credibilidade da autoridade monetária junto aos agentes para que as suas expectativas convirjam para os cenários desejados da autoridade monetária, mais especificamente, para a meta de inflação estabelecida.

A especificação que apresenta a combinação das duas abordagens é a seguinte:

$$\pi_t = (\alpha_1^b + \alpha_2^f) \pi_{t-1} / 2 + \alpha_2^f E_t(\pi_{t-1}) / 2 + \alpha_2^b \pi_{t-2} / 2 + (\alpha_3^f + \alpha_3^b) y_{t-1} / 2 + (\alpha_4^f + \alpha_4^b) \Delta(p_t^f + e_t) / 2 + \varepsilon_t^n \quad (12)$$

onde:

π = log da inflação de preços;

y = log do hiato do produto;

p^F = log do índice de preços dos bens estrangeiros;

e = log da taxa de câmbio;

Δ = operador da primeira diferencial;

$E_t(\bullet)$ = operador das expectativas, condição na avaliação das informações no tempo t ; e

ϵ^b ; ϵ^f ; ϵ^n = choque de oferta.

Paridade Descoberta da Taxa de Juros

A taxa nominal de câmbio é determinada pela condição da paridade descoberta da taxa de juros, a qual relaciona as mudanças nas expectativas quanto à taxa de câmbio nominal entre dois países e seus diferenciais de taxa de juros e prêmio de risco. (BOGDANSKI *et al*, 2000, p. 14).

Isto pode ser verificado a partir da seguinte especificação:

$$E_t e_{t+1} - e_t = i_t - i_t^f - x_t \quad (13)$$

Onde:

e = log da taxa de câmbio;

i = log da taxa de juros doméstica

i^f = log da taxa de juros internacional; e

x = log do prêmio de risco

Este modelo possui duas variáveis exógenas, quais sejam, a taxa de juros internacional e o prêmio de risco, onde a primeira variável pode ser obtida através dos contratos de comércio dos mercados futuros internacionais e a segunda variável, que pode ser obtida pelo diferencial pago do título brasileiro sobre o título do tesouro americano. O prêmio de risco é associado aos fundamentos da economia brasileira como por exemplo o desempenho fiscal do governo apresentado na curva IS (fiscal) e a um conjunto de fatores subjetivos de difícil previsão.

Regras para a Política Monetária

O estabelecimento de regras para a condução da política monetária é fundamental para a determinação da taxa de juros que é o principal instrumento de política monetária à disposição do banco central diante de um sistema de metas de inflação.

Como destacamos anteriormente, uma regra de conduta para a política monetária pode ser apresentada através da regra de Taylor, efetuando-se as devidas modificações nos parâmetros de resposta da taxa de juros frente às alterações no hiato do produto e nas taxas de inflação.

Uma forma alternativa para o estabelecimento de regras de política monetária é o caminho da taxa de juros plenamente exógeno onde através dos relatórios trimestrais de inflação do banco central são construídos cenários hipotéticos sobre o futuro da inflação e do crescimento econômico e onde a taxa de juros básica permanece constante para verificação de um mapa da inflação refletindo sua trajetória e as suas respectivas probabilidades de concretização do referido cenário.

Estrutura Básica

Combinando-se as equações (08), (9), (12) e (13), e especificando-se a regra de política monetária a ser seguida, o instrumental básico de simulação da previsão da inflação está montado. As relações básicas podem ser analisadas pelo seguinte diagrama:

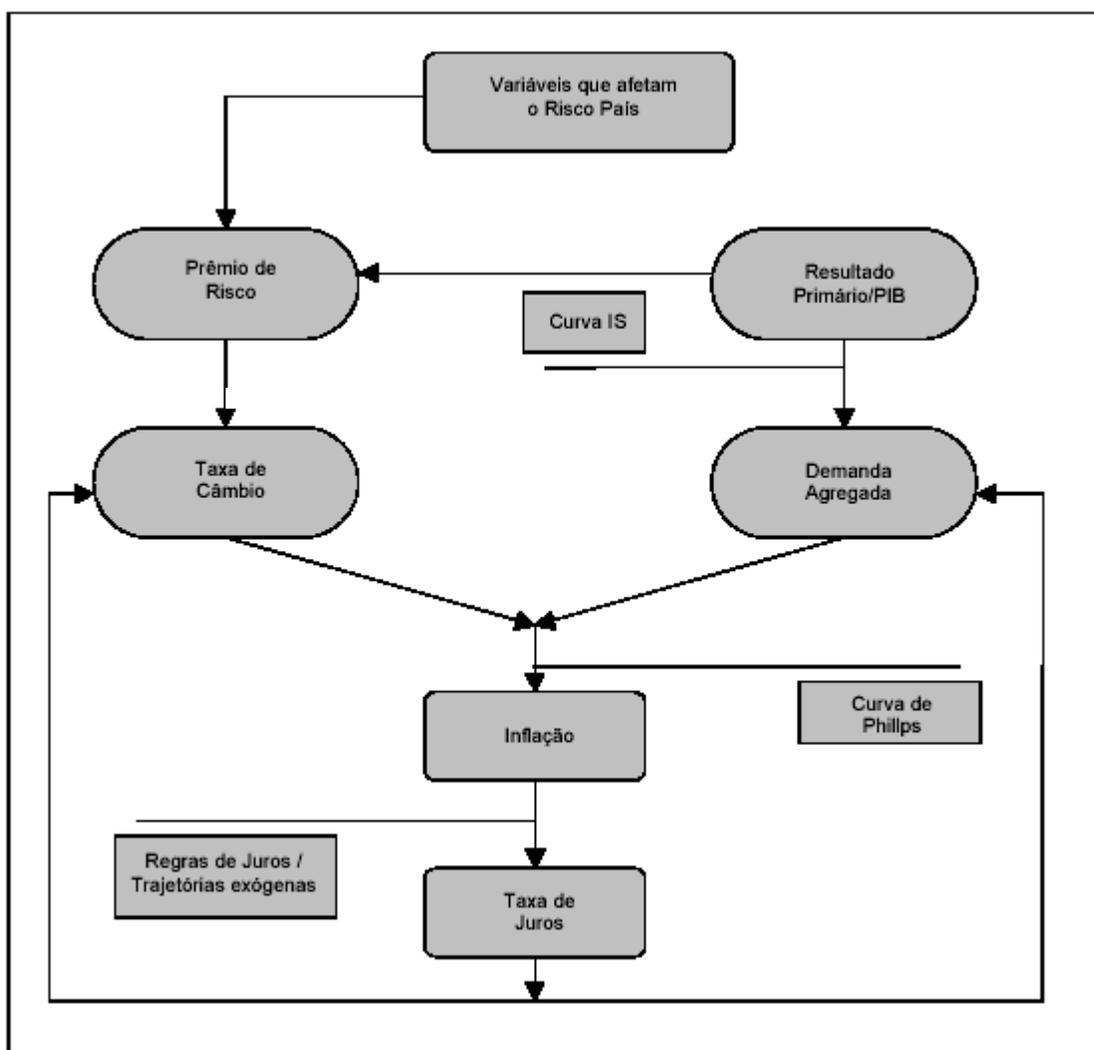


FIGURA 01 – ESTRUTURA BÁSICA DO MODELO OPERACIONAL DO BANCO CENTRAL

FONTE: Dezordi (2004, p.64) *apud* Bogdanski *et al* (2000, p.17).

Podemos verificar as principais conclusões sobre os mecanismos de transmissão do modelo básico do BACEN e sobre suas defasagens, apresentado sucintamente nesta sessão, através das palavras de Dezordi (2004, p. 54), *apud* Bogdanski *et al* (2000):

- i) A taxa de juros afeta o consumo de bens duráveis e gastos com investimentos em um período entre 3 à 6 meses. A transmissão da política monetária para a demanda agregada demora de 6 à 9 meses para seu efeito completo.
- ii) Canal direto: alterações na taxa de juros nominal afetam a taxa de câmbio nominal, e posteriormente, a taxa de inflação através da inflação importada.
- iii) O mecanismo de crédito não tem se apresentado como um canal significativo, com isso, seu impacto sobre a inflação tem sido negligenciado.

No próximo capítulo apresentaremos de forma sucinta o comportamento da autoridade monetária brasileira diante dos vários diagnósticos de inflação desde 1999 até 2004, sob a ótica do mecanismo operacional do sistema de metas exposto acima.

3 OS DIAGNÓSTICOS DA INFLAÇÃO BRASILEIRA ENTRE 1999 E 2004 E A REAÇÃO DO BANCO CENTRAL

3.1 O ANO DE 1999

Como destacado anteriormente, mil novecentos e noventa e nove foi um ano marcado por mudanças determinantes para as diretrizes da condução da política monetária brasileira. A mudança de regime cambial, de fixo para flutuante, instaura uma preocupação geral na sociedade e na autoridade monetária sobre o impacto dessa desvalorização cambial sobre a inflação, o que faz o Banco Central, com o intuito de sinalizar ao mercado o seu compromisso com a estabilidade monetária, aumentar a taxa de juros e após alguns meses, implementar o sistema de metas de inflação no Brasil.

Dado o significativo aumento nas taxas de juros, deprimindo a demanda agregada e reduzindo a expectativa de inflação dos agentes, houve um repasse cambial para a inflação aquém do esperado, fato que permitiu uma mudança no movimento da taxa de juros que passou a cair a partir de junho, chegando a 19%a.a em setembro e permanecendo neste patamar até o mês de dezembro.

Segundo análise do próprio BACEN essa queda não prosseguiu nos meses de setembro a dezembro devido às expectativas do mercado captadas em pesquisa realizada mensalmente pelo Grupo de Comunicação Institucional do BACEN com aproximadamente 70 instituições financeiras e consultorias¹², as quais indicavam para o ano 2000 uma inflação acima da meta estabelecida pelo Banco Central.

Apesar das expectativas do mercado não estarem em convergência com a meta estabelecida para 2000, o cenário apontado pelo Banco Central em seus relatórios trimestrais e atas do COPOM, era de arrefecimento da inflação em 2000, retorno do crescimento econômico, melhora nas transações correntes, que fechou o ano com déficit de US\$ 24.374.000, e estabilidade de preços com o cumprimento das metas.

¹² Hoje este número está em 100 instituições.

Segundo análise do próprio Banco Central, a inflação de 8,94% medida pelo IPCA foi determinada principalmente pela evolução dos preços administrados¹³ com contribuição de 4,3 p.p, equivalente a 37%, e da mudança dos preços relativos verificada na evolução dos preços dos bens comercializáveis com o exterior frente aos preços dos bens não-comercializáveis¹⁴ que em 1998 tiveram aumento medido pelo IPCA de 1,06% e 2,14% e em 1999 de 6,14% e 0,71% respectivamente. Vale frisar que não houve generalização desse impacto em 1999, devido à política de contenção dos impactos secundários do banco central guiada pela regra de Taylor.

Não havia pressões na oferta dada a presença de capacidade ociosa na indústria e à ausência de pressão de custos oriundas do mercado de trabalho assim como também não havia pressões pelo lado da demanda.

Após a relativa estabilização dos choques de 1999, a principal preocupação do Banco Central estava no cenário externo, principalmente na expectativa de como se daria o início da desaceleração da economia americana, onde havia a expectativa que os *FED Funds* subissem de 5,5% aa para 6,25%aa com incrementos de 0,25pp, o que poderia gerar um problema de liquidez internacional reduzindo o fluxo de capitais para as economias emergentes e conseqüentemente aumentando o risco-país.

O futuro da economia argentina, juntamente com a evolução do preço internacional do petróleo, também era fonte de incertezas para o ano de 2000.

Vejamus esta análise de forma mais sucinta através do Quadro 01.¹⁵

QUADRO 01 – SÍNTESE DAS ATAS DAS REUNIÕES DO COPOM E SUAS RESPECTIVAS DECISÕES – MARÇO DE 1999 À DEZEMBRO DE 1999

Número e Data da Reunião	Taxa SELIC (aa)	Explicação da Ata
33º - 04.03.1999	45%	A forte preocupação com o repasse cambial aos preços domésticos e a generalização do processo inflacionário levou a autoridade monetária a fixar a meta neste patamar.
	34%	O Início de um processo de redução das pressões no mercado de

¹³ Os preços administrados serão definidos e analisados no próximo capítulo .

¹⁴ Serão definidos no quarto capítulo.

¹⁵ Iniciamos por março, pois foi o mês de implementação do conceito de meta para a taxa SELIC. Anteriormente, a autoridade monetária utilizava o instrumento de determinação de bandas de juros (TBC e TBAN).

34º - 14.04.1999		câmbio diminuíram a preocupação com um repasse cambial exacerbado aos preços domésticos
35º - 19.05.1999	23,5	A melhora na expectativa de inflação dos agentes e o início da consolidação de um cenário mais positivo fizeram com que o COPOM reduzisse a taxa básica para este patamar.
36ª - 23.06.1999	22,00	Houve uma melhoria no cenário macroeconômico interno em relação à reunião anterior o que permitiu uma redução para tal patamar. Permaneciam, porém, as preocupações referentes aos eventuais impactos de políticas econômicas adotadas por EUA, Japão e Europa sobre o fluxo de capitais nos países emergentes.
37ª - 28.07.1999	19,5	As expectativas para o comportamento da inflação estavam ligeiramente aquém do que estava estimado no I Relatório de Inflação, mesmo já considerando os reajustes de preços administrados. Dado que os indicadores de inflação e da política fiscal eram favoráveis e que não houve mudança substancial no cenário externo, a decisão do COPOM foi de reduzir a taxa básica de juros de 21% a.a. para 19,5% a.a., sem indicação de viés.
38ª - 01.09.1999	19,5	A busca de <i>hedge</i> cambial aumentou em relação à última reunião o que exigia atenção especial da autoridade monetária devido ao eventual repasse de variações da taxa de câmbio nominal aos preços domésticos.
39ª - 22.09.1999	19,00	Com a expectativa de aceleração da atividade da economia mundial, com a trajetória da inflação para o IPCA convergindo para o cumprimento das metas e com o cenário interno sem pressões de oferta e demanda, o COPOM decide reduzir a SELIC para tal patamar.
40ª - 06.10.1999	19,00	A decisão do Supremo Tribunal Federal considerando inconstitucional a contribuição previdenciária dos servidores inativos da União provocou choques inesperados nas expectativas para o ajuste fiscal. Junto a isto, o ambiente externo com restrições à liquidez, fez com que o COPOM decidisse por manter a taxa SELIC no mesmo patamar.
41ª - 10.11.1999	19,00	A retirada dos incentivos fiscais para a indústria de automóveis, a entressafra de produtos agrícolas e o reajuste dos preços administrados exerceram papel fundamental na decisão de manutenção da taxa SELIC, mesmo com a ligeira melhoria no cenário referente à liquidez internacional.
42ª - 15.12.1999	19,00	O cenário apresentado na reunião anterior de preocupação com a evolução dos preços administrados e seu impacto sobre a expectativa da inflação em 2000 foi o responsável pela manutenção da taxa.

FONTE: Banco Central

3.2 O ANO DE 2000

O primeiro semestre de 2000 foi marcado por um extremo conservadorismo por parte do Banco Central com o objetivo de fazer com que a já mencionada assimetria de expectativas entre a autoridade monetária e o mercado quanto ao cumprimento da meta de inflação para 2000 desaparecesse. Na mediana das expectativas do mercado de 7,0%, acima da meta estabelecida para 2000 de 6%, estava contido um certo receio quanto à magnitude do repasse dos preços no atacado para os índices de preços ao consumidor. O IPA-OG (índice de preços no Atacado - conceito oferta global) medido pela Fundação Getúlio Vargas e principal componente do IGP-M (Índice Geral de Preços no conceito Mercado), variou em 1999, 28,9% frente à variação do IPCA de 8,9%.

Porém, fatores como a divulgação da inflação acumulada pelo IPCA dos cinco meses de 2000 que ficou em 1,41%, bem abaixo das expectativas do mercado e do próprio COPOM (Comitê de Política Monetária), e da recorrente ausência de pressões advindas do descompasso entre demanda e oferta, dada a existência de capacidade ociosa, possibilitaram que na última reunião do COPOM do primeiro semestre de 2000, se decidisse pela redução dos juros básicos da economia de 18,5% a.a para 17,5% a.a

Para o segundo semestre, os choques previstos da entressafra agrícola, devido à estiagem nas regiões produtoras de leite e carne e à quebra de safra de cana-de-açúcar no Sudeste, e do aumento dos preços administrados, vieram com magnitude maior do que o esperado, o que fez com que houvesse uma parada na trajetória de queda dos juros básicos. Afora isso, houve nova evolução do preço internacional do petróleo, fato que suscitou incertezas quanto ao futuro do cumprimento das metas para 2000 e 2001.

Essa posição cautelosa foi mantida pelo BACEN até dezembro quando houve uma redução dos juros básicos de 16,5% a.a para 15,75% a.a, dado que houve uma rápida recuperação da safra agrícola e da continuidade da estabilidade das expectativas dos agentes do mercado após os choques do meio do ano, conjuntura que resultou na taxa de inflação pelo IPCA em 2000 de 5,97%, atingindo a meta de inflação com uma certa folga.

Vejamos esta análise de forma mais sucinta através do Quadro 02:

QUADRO 02 – SÍNTESE DAS ATAS DAS REUNIÕES DO COPOM E SUAS RESPECTIVAS DECISÕES –
JANEIRO DE 2000 À DEZEMBRO DE 2000

Número e Data da Reunião	Taxa SELIC (aa)	Explicação da Ata
43ª - 18 e 19 de jan	19,00	Apesar da queda da inflação medida pelo IPCA de novembro e dezembro indicar convergência para a trajetória das metas de inflação, fatores como a evolução dos preços das tarifas públicas, a tendência de gradual restrição da política monetária nos EUA, Inglaterra e Zona do Euro, e o comportamento do preço internacional do petróleo devido ao rigoroso inverno norte-americano, fizeram com que o COPOM mais uma vez mantivesse a taxa SELIC inalterada.
44ª - 15 e 16 de fev	19,00	Avaliação semelhante à reunião anterior
45ª - 21 e 22 de mar	19,00	O cenário apresentado nas duas últimas reuniões se repete apesar da autoridade monetária já apontar para uma redução dos juros.
46ª - 18 e 19 de abr	18,5	Apesar do cenário de riscos permanecer preocupante no que se refere ao comportamento do preço internacional do petróleo, do ambiente externo e a perspectiva de aumento dos juros americanos, o COPOM avaliou que a taxa de juros vigente estava acima da taxa de equilíbrio de longo prazo, possibilitando, portanto, margem para sua queda.
47ª - 23 e 24 de mai	18,5	O quadro geral apresentava-se favorável à estabilidade de preços, mas o choque de oferta provocado pela evolução do preço internacional do petróleo e a evolução dos preços administrados continuavam sendo fatores de pressão sobre a trajetória futura da inflação.
48ª - 19 e 20 de jun	17,5	A redução expressiva da volatilidade dos mercados financeiros e a convergência da trajetória da inflação para as metas estabelecidas para 2000 e 2001, fizeram com que o COPOM, a despeito das incertezas que permaneciam sobre a evolução dos preços do petróleo e dos juros americanos, reduzissem os juros SELIC em 1 p.p.
49ª - 18 e 19 de jul	16,5	A relativa estabilidade no cenário interno e a trajetória de desfecho favorável dos fatores de risco apresentados nas últimas reuniões (petróleo e juros americanos), o COPOM decidiu por unanimidade reduzir os juros em 1 p.p.
50ª - 22 e 23 de ago	16,5	O quadro geral continua estável, porém houve algumas revisões para cima na trajetória da inflação devido à inflação medida pelo IPCA em julho, que foi acima das expectativas do COPOM.

51 ^a - 19 e 20 de set	16,5	Apesar do quadro geral permanecer estável, a pequena alta na expectativa do mercado quanto à inflação em 2000 fez com que o COPOM mantivesse a sua posição cautelosa da reunião anterior.
52 ^a - 17 e 18 de out	16,5	A queda da inflação em setembro, após um aumento temporário da inflação nos meses anteriores, não foi suficiente para que o COPOM voltasse a reduzir os juros devido ao retorno da volatilidade do preço internacional do petróleo.
53 ^a - 21 e 22 de nov	16,5	Apesar da melhoria do cenário interno verificada pela elevação do nível financiamento externo e a privatização do BANESPA, as incertezas no cenário externo, principalmente no tocante ao preço do petróleo, levaram o COPOM a manter a taxa no mesmo patamar.
54 ^a - 19 e 20 de dez	15,75	A análise do cenário macroeconômico interno e externo, mesmo com todos os riscos a eles associados, indicou trajetória declinante da inflação e estabilização em níveis compatíveis com a meta estabelecida para 2001.

FONTE: Banco Central

3.3 O ANO DE 2001

O início do ano foi marcado por uma certa aceleração da produção industrial com conseqüências na expansão do emprego e recuperação gradual dos salários reais, sem, contudo, gerar pressões do lado da demanda.

As principais fontes de preocupação do Banco Central continuavam sendo a inflação dos preços administrados, nos quais predominavam os mecanismos de realimentação inerciais, e o repasse do câmbio para os preços livres dado que o real havia se desvalorizado em fevereiro 2,43%.

Um cenário mais preocupante, no entanto, começa a ser formado a partir do aumento das incertezas relacionadas à economia argentina e do anúncio de medidas restritivas ao consumo de energia elétrica que apesar da dificuldade de mensuração do seu impacto negativo sobre a economia, era sabido que tal choque de oferta poderia resultar em aumento do custo da energia elétrica e piora das expectativas dos agentes, fato que levou a autoridade monetária a aumentar a taxa de juros de 15,75%a.a para 16,25%a.a e para 19,00% em junho.

A título de complementação:

A desvalorização da taxa de câmbio média mensal foi de 21,56% no primeiro semestre de 2001. Seus fatores tiveram origens na piora do balanço de pagamentos e de choques internos e seu impacto sobre o nível de preços domésticos. E, neste sentido, a política monetária deveria orientar as expectativas dos agentes de mercado para a convergência da meta de inflação de 2001 com a elevação da taxa Selic para 19% ao ano. (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2002, p. 81).

O mecanismo de condução do Banco Central fica muito claro diante deste cenário, que se deteriora ainda mais devido aos ataques terroristas a alvos fixos nos Estados Unidos em setembro, onde a pressão direta do câmbio é acomodada ou “ignorada”, porém há uma tentativa de contenção dos efeitos secundários ou de propagação sobre a economia de maneira que a depressão da demanda agregada via aumento da taxa de juros é o principal instrumento para reversão das expectativas de inflação dos agentes do mercado.

Em resumo, o ano de 2001 foi marcado por significativos choques de oferta sobre a economia os quais levaram a autoridade monetária a elevar os juros básicos para 19%a.a, porém esta não foi suficiente para o cumprimento da meta de inflação estabelecida em 4%. O IPCA do IBGE em 2001 registrou alta de 7,67% com contribuição de 3,43 p.p dos preços administrados e o repasse cambial linear para a inflação em 2001 foi de aproximadamente 5,5 %, fatos que levaram o Presidente do Banco Central a enviar carta ao Ministro da Fazenda justificando o não cumprimento da meta para 2001.

Vejamos esta análise de forma mais sucinta através do seguinte Quadro 03:

QUADRO 03 – SÍNTESE DAS ATAS DAS REUNIÕES DO COPOM E SUAS RESPECTIVAS DECISÕES – JANEIRO DE 2001 À DEZEMBRO DE 2001

Número e Data da Reunião	Taxa SELIC (aa)	Explicação da Ata
55ª - 16 e 17 de jan	15,25	Os cenários macroeconômicos interno e externo e seus riscos associados, apresentam perspectivas para 2001 e 2002 compatíveis com as metas de inflação estabelecidas.
56ª - 13 e 14 de fev	15,25	Apesar da manutenção dos cenários interno e externo das últimas reuniões, a evolução dos preços administrados exigiu cautela por parte do

		COPOM.
57 ^a - 20 e 21 de mar	15,75	A desaceleração da economia americana e a crise política na Argentina recrudesceram o ambiente de incertezas, o que em parte contribui para uma redução no saldo comercial e um correspondente déficit na conta corrente, fazendo com que a autoridade monetária redobrasse a atenção para o repasse da taxa de câmbio aos preços domésticos.
58 ^a - 17 e 18 de abr	16,25	O reajuste do conjunto dos preços administrados, a depreciação da taxa de câmbio, juntamente com o cenário já analisado em reuniões anteriores como desaceleração econômica mundial e crise política na Argentina, levaram a um aumento das expectativas inflacionárias e no núcleo calculado da inflação.
59 ^a - 23 e 23 de mai	16,75	A economia brasileira enfrenta diversos choques adversos simultâneos (aumento dos riscos na América Latina, desvalorização cambial, evolução dos preços administrados e crise de energia), o que fez com que a trajetória da inflação para 2001 se direcionasse para a cima da meta estabelecida.
60 ^a - 19 e 20 de jun	18,25	A persistência das pressões descritas na ata da reunião anterior fez com que o COPOM aumentasse os juros SELIC com o intuito de realinhar a trajetória esperada da inflação às metas estabelecidas.
61 ^a - 17 e 18 de jul	19,00	A deterioração do cenário já descrito levou a autoridade monetária a reforçar ainda mais a política de juros vigente.
62 ^a - 21 e 22 de ago	19,00	O COPOM avaliou que o atual patamar da taxa SELIC assegura a convergência da inflação à sua meta e decide manter a referida taxa.
63 ^a - 18 e 19 de set	19,00	Apesar do COPOM considerar que ainda há consideráveis riscos oriundos da depreciação cambial e de seu repasse aos preços domésticos em 2002, o comitê entende que o atual patamar da taxa de juros garante a estabilidade monetária e neutraliza os efeitos secundários desta desvalorização.
64 ^a - 16 e 17 de out	19,00	Mantêm-se o cenário apresentado nas últimas atas.
65 ^a - 20 e 21 de nov	19,00	Apesar dos impactos favoráveis da apreciação cambial e da queda do preço internacional do petróleo, os aumentos dos preços administrados para 2002 e os efeitos secundários da anterior depreciação cambial, exigem cautela por parte da autoridade monetária.
66 ^a - 18 e 19 de dez	19,00	O anterior repasse cambial e a gradual descompressão das margens de lucros foram responsáveis pelos aumentos nos índices de preços ao consumidor calculados em novembro, o que exigiu a manutenção da taxa no atual patamar.

FONTE: Banco Central

3.4 O ANO DE 2002

De acordo com a especificação da curva de Phillips utilizada pelo Banco Central em seu processo decisório, pressupõe-se que todos os preços da economia são reajustados em função das inflações passada e esperada, da variação do custo em reais dos bens importados e do hiato do produto.

O início do referido ano foi marcado pela preocupação do banco central brasileiro em evitar a inércia herdada da inflação de 2001 que se verificava através da tentativa das empresas e trabalhadores em aumentar as suas margens de lucros e salários.

Depois da decisão do COPOM, em sua primeira reunião no ano, de manter a taxa básica de juros em 19%aa, houve um arrefecimento nas expectativas inflacionárias para 2002 de maneira que através das simulações dos modelos estruturais do BACEN, com a manutenção das taxas de juros e de câmbio em patamares iguais aos das vésperas da reunião do COPOM, a inflação em 2002 registraria alta em torno de 4% e para 2003 em torno de 3,25%.

Vale frisar que nos modelos estruturais do BACEN, está subjacente a hipótese de que o sistema de câmbio flexível pode sinalizar que as desvalorizações cambiais verificadas são de caráter provisório, de maneira que se houver um ajuste correto através de juros para conter o repasse secundário da desvalorização cambial, existirá uma convergência relativamente rápida das expectativas do mercado com as metas estabelecidas pelo banco central brasileiro.

Apesar da política de austeridade fiscal com superávits primários proibitivos ao gasto público, incertezas no cenário externo provocadas pelas denúncias de fraudes contábeis de grandes empresas no mercado de capitais norte-americano e no cenário interno dada a aproximação das eleições presidenciais, provocaram uma nova pressão sobre o câmbio brasileiro. Porém, de acordo com os modelos estruturais do BACEN e da hipótese de transitoriedade da desvalorização cambial, o COPOM decide por reduzir os juros básicos para 18,00%aa.

No entanto, o que se verificou nos dias seguintes foi uma pressão nos índices gerais de preços, uma deterioração ainda maior do cenário internacional, uma redução do fluxo de capitais para os países emergentes e a piora nas expectativas dos agentes quanto ao futuro da inflação, fatos que

levaram o COPOM a convocar uma reunião extraordinária quando ficou decidido que os juros básicos subiriam para 21,00%a.a.

O aumento da projeção de inflação para acima da meta ajustada para 2003 recomenda uma política monetária mais restritiva, mesmo que a causa primária da inflação não esteja relacionada com um aumento da demanda, mas sim com o efeito sobre os preços domésticos de uma depreciação cambial significativa. Uma política monetária mais restritiva diminui o repasse da desvalorização cambial para os preços e melhora as expectativas de inflação. Dessa forma, criam-se as condições para a retomada do crescimento sustentado, ou seja, não inflacionário, já no próximo ano. (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2002, p. 64)

Podemos verificar que, devido a deterioração do cenário econômico brasileiro verificado através do aumento da taxa de câmbio, que uma semana antes do segundo turno das eleições presidenciais chegou a R\$3,96/US\$1,00, o maior nível desde a implementação do Plano Real, e do aumento do Risco País medido pelo Embi+ que passou de 857 para 2390 pontos, o IPCA registrou alta de 12,5% no ano fazendo com que mais uma vez o Banco Central não cumprisse com sua meta para 2002 que era de 3,5%.

Vejamos esta análise de forma mais sucinta através do seguinte Quadro 04:

QUADRO 04 – SÍNTESE DAS ATAS DAS REUNIÕES DO COPOM E SUAS RESPECTIVAS DECISÕES – JANEIRO DE 2002 À DEZEMBRO DE 2002

Número e Data da Reunião	Taxa SELIC (aa)	Explicação da Ata
67ª - 22 e 23 de jan	19,00	A preocupação com a inércia inflacionária herdada do ano passado fez com que o Banco Central mantivesse a taxa em seu nível atual.
68ª - 19 e 20 de fev	18,75	O COPOM decidiu pela redução da taxa SELIC por entender que os cenários interno e externo, incluindo a queda recente da inflação, permitem indicar a projeção de queda da inflação em direção à trajetória de suas metas.
69ª - 19 e 20 de mar	18,5	A melhora no cenário externo juntamente com o movimento de queda da inflação apontou para a possibilidade de uma redução dos juros, porém de maneira cautelosa devido ao efeito secundário sobre a inflação dos preços administrados.
70ª - 16 e 17 de abr	18,5	O movimento de queda da inflação em direção à trajetória da meta apresentou-se mais lenta do que o esperado. Junto a isto, o efeito secundário do choque dos preços administrados exigiu cautela por parte da autoridade monetária que decidiu por manter a taxa.
71ª - 21 e 22 de mai	18,5	A trajetória projetada de queda da inflação para 2002

		e 2003 recomenda uma flexibilização da política monetária, porém dúvidas sobre o momento de se iniciar tal flexibilização fizeram com que o COPOM decidisse pela manutenção da taxa básica.
72ª - 18 e 19 de jun	18,5	Apesar dos cenários conjuntural e prospectivo serem favoráveis à flexibilização, a consideração do risco deste cenário não se confirmar, fez com que o COPOM decidisse por manter a taxa no mesmo patamar, porém com viés de baixa.
73ª - 16 e 17 de jul	18,00	A divulgação das novas metas para 2003 e 2004, 4% e 3,75%, respectivamente, indicaram a existência de margem para a flexibilização da política monetária.
74ª - 20 e 21 de ago	18,00	O aumento das incertezas oriundas do processo eleitoral presidencial, agravado pelo aumento da percepção de risco medido pelo Embi+, o qual alcançou 2000 p.b., levou a autoridade monetária a manter os juros no mesmo patamar. A conclusão do acordo com o FMI e a "Carta aos Brasileiros" possibilitaram, porém, a adoção de um viés de baixa.
75ª - 17 e 18 de set	18,00	A persistência do cenário de incertezas exposto na ata anterior, juntamente com a desvalorização do real frente ao dólar em 2,3% desde a reunião de agosto, levou à autoridade monetária a manter a taxa básica no mesmo patamar, sem viés.
76ª - 14 de out (extra)	21,00	Desde a última reunião, a desvalorização do real com a cotação do dólar alcançando os R\$ 3,90 e o aumento das expectativas de inflação para 2003, fizeram com que o COPOM decidisse por um aperto mais rígido da política monetária.
77ª - 22 e 23 de out	21,00	Os cenários, construído e projetado na reunião extraordinária, se mantiveram, o que levou o COPOM a manter também a SELIC no mesmo patamar.
78ª - 19 e 20 de nov	22,00	A persistência da projeção da inflação para 2003 acima da meta ajustada (4% + 2% do intervalo de tolerância), o aumento do risco de repasse da depreciação cambial aos preços domésticos e o processo de recuperação das margens num ambiente de recuperação da economia, levaram à autoridade monetária optar pelo aumento da taxa básica de juros.
79ª - 17 e 18 de dez	25,00	O ambiente de recuperação da atividade econômica, aumentando a possibilidade de recuperação das margens de lucros, a deterioração das expectativas e a trajetória ascendente da inflação levaram o COPOM a decidir pelo aumento da taxa SELIC.

FONTE: Banco Central

3.5 O ANO DE 2003

No primeiro relatório trimestral de inflação em 2003, o BACEN explicita a sua preocupação com a contaminação dos preços pela inércia herdada de 2002. Vejamos a argumentação do COPOM

(BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2003, p.142) em sua 81ª reunião justificando a sua tomada de decisão em aumentar a taxa SELIC para 26,5%aa com viés de alta:

“O COPOM entende que, neste momento, quando a inércia existente na economia transfere o efeito do ano passado para a inflação deste ano, a política deve ser restritiva. O objetivo do COPOM é eliminar o risco de mudança de patamar inflacionário”.

As medidas duras tomadas no início começam a surtir efeito com a tendência de queda da inflação para o segundo semestre, fato que sugeria ao BACEN que o impacto do choque cambial de 2002 sobre a evolução dos preços havia arrefecido.

Quanto aos outros fatores determinantes da inflação como utilização da capacidade instalada, nível de emprego e rendimento real médio, não havia até então qualquer indício significativo de pressões inflacionárias apesar de se verificar uma assimetria no crescimento econômico devido ao bom desempenho do setor exportador, o que conseqüentemente gerava uma assimetria da capacidade instalada entre as indústrias ligadas a este setor e o restante da economia.

No decorrer do ano, verifica-se um movimento de apreciação do Real que vai se refletir em menor inflação registrada no IGP-DI (fechou o ano com 7,7%), registrando variação inferior aos índices de preços ao consumidor, a exemplo do IPCA que em março alcançou 2,8% e em junho já havia caído para 0,4% e que fechou o ano em 9,3%. A velocidade de queda da inflação entre março e junho mostrou-se compatível com a convergência da inflação para a trajetória das metas, enquanto que houve a queda da inércia inflacionária para níveis próximos às médias históricas verificadas no Brasil.

Essa evolução favorável dos preços verificada após as medidas de aumento dos juros básicos no início do ano, juntamente com uma relativa estabilidade da taxa de câmbio, fez com que o banco central iniciasse um movimento de queda da taxa SELIC, a qual chegou a um piso de 16,5%a.a em dezembro.

Embora ainda de forma muito modesta, a atividade econômica começava a dar sinais de recuperação no último trimestre de 2003, com crescimento de 1,5%¹⁶, com destaque para os setores exportadores.

A inflação medida pelo IPCA em 2003 fechou o ano em 9,3% dentro do limite de tolerância da meta de 8,5%¹⁷ estabelecido pelo sistema, sendo que 4,02pp ou 43,23% foram devidos à evolução dos preços administrados.

Vejamos esta análise de forma mais sucinta através do seguinte Quadro 05:

QUADRO 05 – SÍNTESE DAS ATAS DAS REUNIÕES DO COPOM E SUAS RESPECTIVAS DECISÕES – JANEIRO DE 2003 À DEZEMBRO DE 2003

Número e Data da Reunião	Taxa SELIC (aa)	Explicação da Ata
80ª - 21 e 22 de jan	25,5	O COPOM entendeu que a manutenção da taxa em 25,00% resultaria em uma projeção para a inflação em 2003 acima da meta ajustada de 8,3%, o que levou a um aumento da mesma de 0,5 p.p.
81ª - 18 e 19 de fev	26,5	A principal preocupação neste momento é quanto à inércia inflacionária herdada do ano passado onde a desvalorização cambial resultou em mudança substancial dos preços relativos. Por isso a opção feita foi pelo aperto da política monetária com aumento de 1 p.p.
82ª - 18 e 19 de mar	26,5	Ainda que a expectativa de inflação para 2003 estivesse um pouco acima da meta ajustada, a projeção de queda da inflação no segundo semestre foi considerada, o que levou o comitê de política monetária manter a taxa no atual patamar.
83ª - 22 e 23 de abr	26,5	Houve uma melhora nas condições de financiamento externo da economia brasileira ilustrado pelo recuo do risco Brasil em aproximadamente 200 pontos, o que, a despeito da persistência inflacionária de alguns itens, fez com que o COPOM optasse pela manutenção da taxa.
84ª - 20 e 21 de mai	26,5	O COPOM entendeu que a atual persistência inflacionária vista em alguns setores é decorrência dos reajustes salariais baseados na inflação acumulada dos últimos doze meses, o que não poderia ser sancionado com uma redução dos juros.
85ª - 17 e 18 de jun	26,00	Houve um arrefecimento nos índices de inflação o que permitiu ao COPOM decidir pela redução da taxa.
86ª - 22 e 23 de jul	24,5	O COPOM entendeu que as projeções relativas à inflação dos próximos doze meses e à inflação de

¹⁶ Para valores anualizados, esse crescimento corresponderia a aproximadamente 6%.

¹⁷ Para 2003 a meta passou de 4% para 8,5% e para 2004, de 3,75% para 5,5%. Além disso, a margem de erro passou de 2% para 2,5%.

		2004 e as indicações de que o processo inflacionário está retornando ao seu patamar histórico, são elementos suficientes para a promoção de uma flexibilização da política monetária cautelosa.
87ª - 19 e 20 de ago	22,00	A confirmação do cenário positivo apresentado na última reunião permitiu nova redução da taxa básica de juros.
88ª - 16 e 17 de set	20,00	Como as projeções inflacionárias para os próximos doze meses e para 2004 estavam abaixo da meta estabelecida, o COPOM decidiu por reduzir a taxa básica de juros em 2 p.p.
89ª - 21 e 22 de out	19,00	Como as projeções citadas na reunião anterior persistiam abaixo da meta, o COPOM decidiu por reduzir a taxa SELIC para 19,00%, dando continuidade ao processo de flexibilização da política monetária.
90ª - 18 e 19 de nov	17,5	Persiste o mesmo cenário apresentado nas últimas reuniões o que permite a redução da taxa básica em 1.5 p.p.
91ª - 16 e 17 de dez	16,5	A trajetória favorável da inflação, a recuperação paulatina equilibrada da atividade econômica e o quadro externo favorável fizeram com que os membros do Comitê decidissem prosseguir com o processo de flexibilização da política monetária.

FONTE: Banco Central

3.6 O ANO DE 2004

Com o início da recuperação observada no último trimestre de 2003, se inicia um processo de recomposição das margens de lucro das empresas o que faz com que os IGP's do primeiro trimestre de 2004 apresentem aceleração.

Verificou-se também um aumento dos preços internacionais das commodities agrícolas (milho, trigo e soja) de 38,2% e das commodities metálicas (aço) de 31,5%. Esses aumentos, segundo análise presente no primeiro relatório trimestral de 2004, foram provocados principalmente pelo reaquecimento das principais economias mundiais, em especial no que se refere à China.

Diante da melhoria do cenário externo e da convergência das expectativas de inflação do mercado com a trajetória de metas do BACEN, há ainda no primeiro semestre um tímido movimento de redução dos juros básicos que chegará em 16,00% a.a em junho.

Como destacamos no capítulo 2, segundo a modelagem dos mecanismos de transmissão da política monetária do BACEN, há uma defasagem de aproximadamente nove meses para o impacto dos juros sobre a demanda agregada. Sendo assim, a atividade econômica em 2004 começava a refletir a redução de dez pontos percentuais nos juros básicos entre junho e dezembro de 2003.

Verifica-se no primeiro semestre uma melhora significativa em importantes indicadores econômicos como nível de emprego, vendas no varejo, produção industrial, produção agrícola fazendo com que a questão da ampliação do produto potencial brasileiro e a necessidade de investimentos em infra-estrutura retornassem com peso ao debate econômico.

No segundo semestre de 2004, o cenário externo voltaria a ser fonte de incertezas para a economia brasileira devido a fatores como a expectativa de aumento dos juros americanos, da evolução do preço internacional do petróleo e da expectativa de que a China consiga reduzir seu crescimento de maneira ordenada.

No cenário interno, a principal preocupação do BACEN é a já mencionada necessidade de expansão do produto potencial brasileiro, pois segundo avaliação da própria autoridade contida no segundo relatório trimestral do ano:

Dados recentes de absorção doméstica de bens de capital surpreenderam favoravelmente, mas indicações das contas nacionais em prazo mais longo sugerem preocupação com as taxas de poupança e investimento de modo a sustentar um crescimento mais pujante do PIB potencial (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2004, p.95)

E ainda:

Para o médio prazo, é preciso saber se os setores que se aproximam do limite de sua capacidade mais rapidamente terão resposta suficiente rápida de seus planos de investimento, e quais são as condições para a expansão da capacidade dos setores que virão a seguir. (*ibid*, 2004, p. 96).

No diagnóstico realizado pelo BACEN em seu terceiro e quarto relatórios trimestrais, o componente da demanda já aparece como um fator de pressão inflacionária juntamente com a rigidez das expectativas dos agentes privados quanto à inflação, fazendo com que as expectativas para 2005 estejam fora da trajetória de metas de inflação.

Uma outra fonte de preocupação do Banco Central é o descompasso verificado entre a evolução dos preços industriais e os preços ao consumidor, o que sinaliza que há pressões para que os preços no atacado (mais sensíveis ao câmbio) sejam repassados aos consumidores.

Esses fatores fizeram com que o BACEN interrompesse a trajetória de queda dos juros e iniciasse um movimento ascendente da taxa que aumenta 0,25pp em setembro para 16,25%aa e chega ao patamar de 17,75%aa em dezembro.

Vejamos esta análise de forma mais sucinta através do seguinte Quadro 06:

QUADRO 06 – SÍNTESE DAS ATAS DAS REUNIÕES DO COPOM E SUAS RESPECTIVAS DECISÕES – JANEIRO DE 2004 À DEZEMBRO DE 2004

Número e Data da Reunião	Taxa SELIC (aa)	Explicação da Ata
92ª - 20 e 21 de jan	16,5	O COPOM, em uma medida cautelosa, decide por manter a taxa básica de juros no atual patamar para avaliar mais detidamente a redução da taxa em 10 p.p. ocorrida entre junho e dezembro de 2003 e de um repique inflacionário dos preços no atacado.
93ª - 17 e 18 de fev	16,5	O COPOM manteve o diagnóstico da reunião anterior, onde foram expostas as dúvidas acerca das defasagens e do tamanho do impacto do processo de flexibilização do segundo semestre de 2003, de maneira que o receio de que a inflação se desviasse da trajetória das metas fez com que se mantivesse a taxa em seu atual patamar.
94ª - 16 e 17 de mar	16,25	A manutenção da taxa básica em 16,5% durante os meses de janeiro e fevereiro, serviu para materializar o cenário de baixa persistência inflacionária, e afastou o perigo de repasse ao varejo dos preços no atacado entre dezembro de 2003 e fevereiro de 2004. Por conta disto, o comitê decidiu prosseguir com o movimento de flexibilização da política monetária.
95ª - 13 e 14 de abril	16,00	Dado o fortalecimento do cenário benigno projetado na reunião anterior, o comitê decide por reduzir a taxa básica de juros.
96ª - 18 e 19 de maio	16,00	Um aumento da volatilidade do preço internacional do petróleo levou o COPOM a decidir por uma manutenção da taxa básica e aguardar se haveria uma mudança do patamar no preço do referido produto.
97ª - 15 e 16 de junho	16,00	Persiste a preocupação no cenário descrito na reunião anterior.
98ª - 20 e 21 de julho	16,00	O movimento de crescimento da atividade econômica, avaliado pela autoridade monetária como sólido e equilibrado, começa a suscitar preocupações referentes à necessidade e possibilidade de ampliação das condições de oferta da economia. Juntamente a isso, o

		cenário descrito nas últimas duas reuniões levou a autoridade monetária decidir pela manutenção da taxa.
99ª - 17 e 18 de agosto	16,00	O COPOM avalia que a manutenção da taxa básica em seu atual patamar é compatível com o cumprimento da meta estabelecida, a despeito da persistência das preocupações expostas nas últimas reuniões.
100ª - 14 e 15 de setembro	16,25	Os membros do COPOM avaliaram que a forte expansão da atividade econômica dos últimos meses leva a uma trajetória da inflação que está levemente incompatível com a meta de inflação de 2005, tornando-se necessário um moderado ajuste via juros em 0,25 p.p.
101ª - 19 e 20 de outubro	16,75	O COPOM entendeu que o ritmo de preenchimento do hiato do produto levará ao processo inflacionário uma trajetória acima da meta de inflação para 2005 (5,1%), o que torna necessário um ajuste mais incisivo.
102ª - 16 e 17 de novembro	17,25	O COPOM entendeu que o movimento atual de ajuste dos juros básicos para que a trajetória da inflação convirja para a meta estabelecida deveria prosseguir no mesmo ritmo da reunião anterior.
103ª - 14 e 15 de dezembro	17,75	Apesar de uma melhora nas projeções para a inflação, esta ainda não é compatível com a meta de 5,1% estabelecida para 2005.

FONTE: Banco Central

3.7 ASPECTOS CONCLUSIVOS DO CAPÍTULO

Podemos verificar no decorrer deste capítulo que desde a implementação do sistema de metas de inflação no Brasil em junho de 1999, após aproximadamente cinco meses da mudança de regime cambial, a inflação importada foi fonte de preocupação recorrente nos diversos cenários analisados pelo Comitê de Política Monetária (COPOM), ora por conta de desvalorização nominal do câmbio, ora pela excessiva volatilidade do preço internacional do petróleo ou pelo impacto da união destes dois fatores e da evolução dos preços administrados.

Podemos constatar também que a variável juros é o principal instrumento do BACEN para conter as situações de tensão dos cenários supracitados com o objetivo de se evitar a generalização para toda a economia de um eventual choque de primeira ordem.

O nosso objetivo de agora em diante é apresentar as características da inflação importada no Brasil, a sua evolução, seus canais de transmissão e se a forma de reação da autoridade monetária brasileira a este tipo de inflação tem sido eficaz.

4 INFLAÇÃO IMPORTADA

Diante da análise realizada sobre as principais características do sistema de metas de inflação e sua aplicação no Brasil de 1999 até 2004, podemos verificar claramente o aumento da importância da variável câmbio para explicar a inflação brasileira.

Torna-se cada dia mais necessário um estudo pormenorizado das características específicas deste tipo de inflação e seus canais de transmissão assim como um questionamento sobre a forma pela qual os formuladores de política monetária a combatem.

Verificamos no capítulo 2 que o argumento utilizado pelo *mainstream* é que diante do insucesso das políticas de âncora cambial e de controle dos agregados monetários, surgiu a necessidade inexorável de adoção de uma nova âncora nominal a qual seria implementada através do sistema de metas de inflação.

Alguns economistas, no entanto, consideram este argumento falacioso, pois:

Autores Keynesianos afirmam, grosso modo, que uma correta e responsável administração monetária, fiscal e cambial associada à instituição de regras claras são as âncoras de que o nível de preços necessita. Cabe ressaltar que as economias desenvolvidas que não aderiram ao regime de metas, também não possuem âncora cambial, mas todas têm mantido a inflação em níveis aceitáveis. (SICSÚ, 2002a, p. 30).

Vale lembrar que a adoção do sistema de metas exige que seja implementada uma regra para taxa de juros, na qual esta fica sendo o principal instrumento responsável em ajustar a inflação corrente à meta estabelecida.

O objetivo deste capítulo é verificar se este instrumento, recomendado pelos supostos teóricos subjacentes ao sistema de metas, pode ser considerado como eficaz ao combate da inflação importada brasileira e ser combinado com crescimento econômico duradouro.

4.1 CARACTERÍSTICAS DA INFLAÇÃO IMPORTADA

Entende-se por inflação importada a evolução dos preços domésticos decorrentes de alterações na taxa nominal de câmbio e/ou do nível de preços internacionais, os quais provocam no primeiro momento uma mudança nos preços relativos (comercializáveis e não comercializáveis), e em um segundo momento “contaminam” os demais setores da economia via recuperação das margens de lucro e via inércia.

A intensidade e a propagação do impacto da inflação importada em determinada economia irão depender das seguintes variáveis:

- Grau de integração comercial;
- Regra de *mark-up* das Empresas Estrangeiras
- Utilização da capacidade instalada;
- Formação dos preços administrados.

A partir de agora iremos definir e analisar cada uma dessas variáveis de acordo com a realidade brasileira, para que possamos compreender de forma mais clara os canais de transmissão do repasse cambial para os preços domésticos.

4.1.1 Grau de integração comercial

O aumento da participação estrangeira na economia nacional tende a aumentar o coeficiente de abertura da economia, definido como a proporção de importações e exportações em relação ao valor da produção total, dado que estas empresas tendem a participar mais ativamente de atividades relacionadas ao comércio exterior em comparação às empresas de capital nacional.

(DE NEGRI, 2003 *apud* CORREA, 2004).

O impacto da abertura comercial sobre a magnitude do coeficiente de *passthrough* possui efeitos de primeira e segunda ordem. Os efeitos de primeira ordem dependerão do peso das importações nos custos variáveis setoriais, os quais podem ser mensurados através do Índice de Preços no Atacado (IPA), que capta a variação dos custos industriais e que possui um peso de 60% na

formulação do Índice Geral de Preços. Este índice possui uma substancial sensibilidade às variações cambiais, pois é composto por vários itens importados em sua metodologia .

Já os efeitos de segunda ordem dependerão dos reajustes de preços dos fornecedores domésticos sensíveis à variação cambial, pois em tese, mesmo que um determinado setor não possua em seu processo de produção insumos importados, o fato do seu fornecedor doméstico depender desse tipo de insumo já implicará no aumento de custos que, tudo o mais constante, será repassado aos preços.

Quanto maior for a dependência dos fornecedores domésticos aos insumos importados, maior será o impacto indireto ou secundário sobre a inflação de uma desvalorização nominal do câmbio.¹⁸

Isto ocorre, pois há a necessidade das empresas dependentes destes fornecedores domésticos, que foram atingidos pela desvalorização cambial, em promover uma política de recuperação das margens de lucro devido ao aumento de seus custos.

A mensuração do impacto do repasse cambial aos preços via este canal pode ser realizada através de algum índice de preço ao consumidor, o qual estaria sendo contagiado pela anterior variação do IPA decorrente do impacto de primeira ordem.

A classificação dos bens e serviços em comercializáveis e não-comercializáveis, é bastante útil para analisarmos um outro aspecto da questão da abertura comercial sobre o coeficiente de *passthrough*, qual seja, a estrutura da pauta de exportação e importação.

Bens comercializáveis são aqueles que são passíveis de serem comercializados externamente, o que faz com que seus preços acompanhem as variações dos preços praticados pelos seus concorrentes no mercado internacional.

¹⁸ Para um maior detalhamento dos efeitos primários e secundários de uma desvalorização cambial e o método de suas mensurações, ver: (PEREIRA; CARVALHO, 2000, p. 15 a 17).

Já os bens não-comercializáveis são aqueles que possuem um alto custo de transporte por unidade de produto ou possuem características próprias que impedem a sua comercialização com o exterior, por exemplo, o setor de serviços.

Quando um determinado país possui na sua pauta de exportações bens comercializáveis primários, há uma tendência que esses preços sejam mais suscetíveis às oscilações do câmbio, se comparado a bens comercializáveis intermediários, o que faz com que o repasse cambial à inflação seja maior.

No Brasil, alguns dos principais bens comercializáveis são classificados como commodities, que podem ser definidas como mercadorias primárias, ou em seu estado bruto, que são comercializadas internacionalmente, como por exemplo, a soja, o minério de ferro e o café.¹⁹

Além das commodities, os demais bens comercializáveis têm exercido forte pressão sobre os índices de inflação brasileiros, principalmente após a mudança do regime cambial em 1999, e tem sido fonte constante de preocupação do Banco Central para a condução da política monetária, como podemos verificar nos diagnósticos de inflação analisados no capítulo 3.

A manifestação desta faceta da inflação importada brasileira pode ser verificada mais claramente com os gráficos 02 e 03 à seguir, onde verificamos que, no período analisado, a contribuição dos bens comercializáveis para o total da inflação brasileira, medida pelo IPCA, tem se mostrado bastante significativa, principalmente nos momentos críticos dos anos de mudança de regime cambial em 1999 e forte desvalorização cambial em 2001 e 2002.

¹⁹ Apesar de serem considerados commodities, os derivados do petróleo serão aqui incluídos no grupo dos administrados.

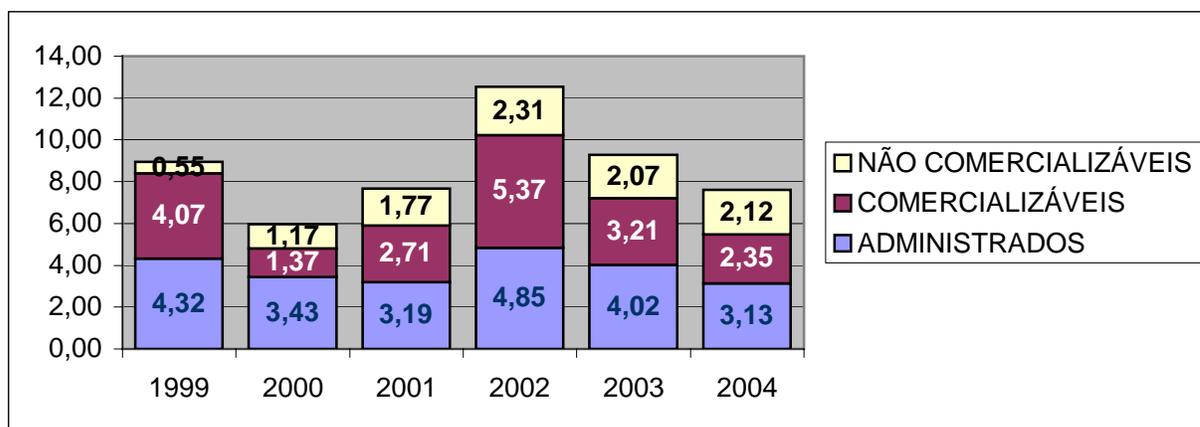


GRÁFICO 02 – IPCA DESAGREGADO POR GRUPOS – 1999 À 2004

FONTE: IPEADATA

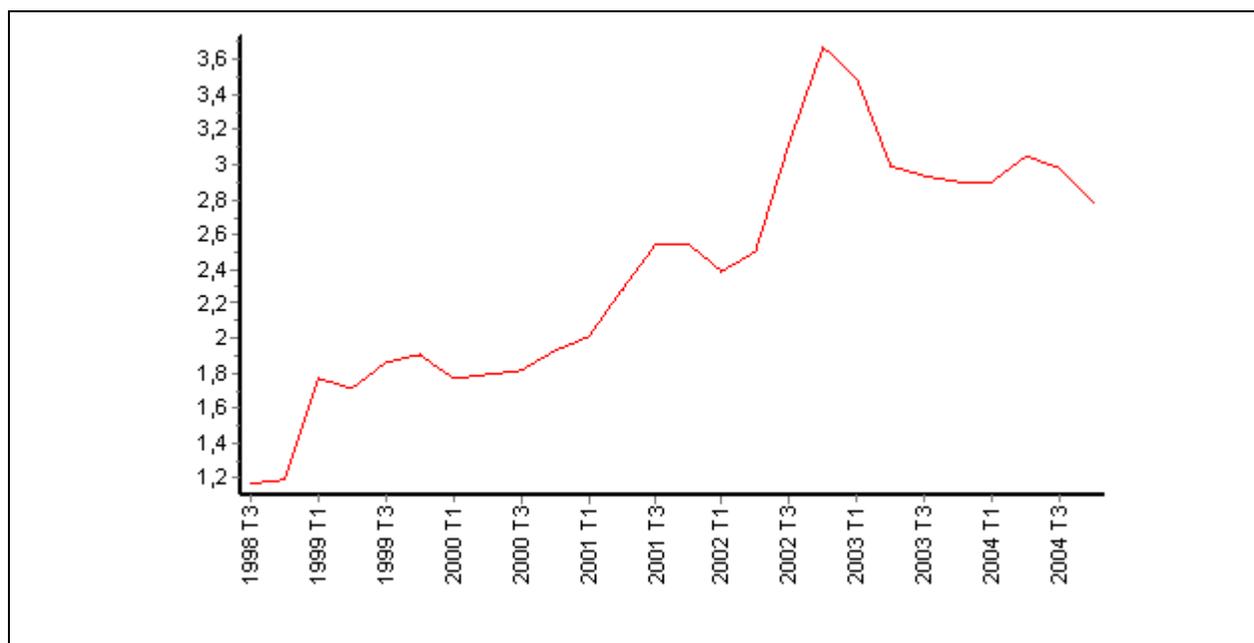


GRÁFICO 03 - Taxa de câmbio – R\$/US\$ - venda-média-trimestral – 1998.3 À 2004.4

FONTE: IPEADATA

No capítulo anterior, verificamos a forma pela qual o banco central brasileiro atua sobre este tipo de inflação, em que o mecanismo juros é acionado com o objetivo de que a mudança de preços relativos, provocada pelo aumento dos preços dos bens comercializáveis, não se propague por toda a economia.

Visto de outra forma, mantido constante o grau de abertura comercial da economia, o aumento dos preços dos bens comercializáveis, em especial das commodities, provoca um aumento dos custos industriais, os quais serão captados através dos índices de preço no atacado.

Em uma situação normal, sem intervenção da autoridade monetária, as empresas repassariam esse aumento de custos para os setores subseqüentes da cadeia produtiva, os quais seriam captados pelos índices de preço ao consumidor, tal como mostrado anteriormente na análise do impacto da abertura comercial sobre a magnitude do coeficiente de *passthrough*.

Contudo, a prática verificada pelo BACEN é de aumento dos juros básicos da economia, aumentando o hiato do produto, com o objetivo de impedir que a transmissão dos custos industriais para os setores subseqüentes seja materializada sem que as empresas incorram em perdas de fatias de mercado, o que tem provocado um ambiente de contração das margens de lucros das empresas.

4.1.2 Regra de *mark-up* das empresas estrangeiras

Mantidos constantes os aspectos que afetam o grau de abertura de uma economia e seus impactos diretos e indiretos da desvalorização cambial à inflação doméstica, verificamos que o nível de *passthrough* dependerá diretamente da regra de *mark-up* adotada pelas empresas estrangeiras presentes na economia doméstica.

Segundo Krugman (1987) *apud* Correa (2000), a intensidade do coeficiente de *passthrough* será diferenciada devido ao tipo de discriminação de preços praticada por empresas que competem no mercado internacional que é a chamada estratégia *Pricing to Market* (PTM).

Nesta abordagem, as empresas ajustam sua política de preços em função do *mark-up* desejado, do grau de competição no mercado de destino da produção, da necessidade de constituição de barreiras à entrada, ou da conquista e manutenção de parcelas de mercado. (*ibid.*, p. 09).

Se as empresas internacionais estabelecidas no país optarem por uma estratégia agressiva de conquista de fatias de mercado através da redução das margens de lucros e/ou prática de *dumping*, a estratégia PTM funcionará como fator arrefecedor do repasse cambial aos preços.

No entanto, se a estrutura do mercado for oligopolizada e se houver predominância de empresas internacionais na economia, a tendência é que a regra de *mark-up* utilizada intensifique o *passthrough* tornando-se, portanto em um elemento pró-cíclico da inflação.

4.1.3 Nível de Utilização da Capacidade Instalada

Um outro fator importante para a determinação da estratégia de discriminação de preços das multinacionais é o nível de utilização da capacidade instalada, pois quanto menor for o hiato do produto decorrente do aquecimento da demanda, maior será a possibilidade de ampliação dos *mark-up's* das empresas.

No sistema de metas de inflação, a demanda agregada via hiato do produto é o canal de transmissão da política monetária mais eficiente que possui a autoridade monetária. Quando a economia se vê diante de uma turbulência cambial, o BACEN lança mão do instrumento juros com o objetivo de deprimir a demanda agregada, aumentando o hiato do produto, e fazendo com que o impacto direto do aumento dos custos da desvalorização não seja repassado para outros setores da economia através da recuperação das margens de lucro das empresas.

Alternativamente, podemos verificar este mecanismo com ajuda da análise dos modelos estruturais desenvolvidos pelo BACEN e analisados no capítulo 2.

Pela curva IS, um aumento na taxa de juros reais afeta negativamente o hiato do produto, direta e indiretamente via taxa SELIC e via estrutura a termo da taxa de juros, respectivamente. E o decréscimo do hiato do produto causa redução da inflação via curva de Phillips. Pela relação de não arbitragem da paridade descoberta de juros, um aumento na taxa de juros causa apreciação na taxa de câmbio que, pelo decréscimo dos preços dos produtos importados, modelado na curva de Phillips, reduz a inflação. (FRAGA E GOLDFAJN, 2002).

O histórico das reações do BACEN apresentado no capítulo terceiro nos mostra claramente que a política monetária não busca atingir a causas da inflação importada (desvalorização cambial, pauta de exportações composta em sua maioria por commodities), mas os seus sintomas, impedindo que os demais setores da economia se contaminem com a desvalorização da moeda nacional.

Isso se deve às origens teóricas do sistema de metas de inflação²⁰ onde o pressuposto de neutralidade da moeda no longo prazo restringe a margem de manobra da autoridade monetária, restando a esta, apenas um objetivo de política que é a estabilidade da moeda doméstica.

Não nos resta dúvida que, mesmo não agindo sobre a causa da inflação, a política de juros altos e contenção dos efeitos secundários de um choque cambial, são eficientes em manter a estabilidade de preços, porém quando tratamos da coexistência entre crescimento econômico e estabilidade monetária, devemos combater duramente este tipo de política devido aos seus efeitos nocivos gerados.

Segundo Sicsú (2004) há um equívoco na terminologia empregada pelos formuladores de política econômica do governo que afirmam que uma elevação dos juros em reação a uma desvalorização cambial gera efeitos colaterais sobre crescimento econômico e nível de emprego.

Efeito colateral é uma reação indesejada diante de uma determinada terapia adotada, o que não se aplica ao caso em questão, porque a redução do crescimento econômico (aumento do hiato do produto) e o aumento do desemprego não são efeitos indesejados provocados pela atitude austera e responsável da autoridade monetária, mas sim efeitos esperados e desejados, sem os quais a política adotada falharia.

Com desemprego em alta e o aumento do hiato do produto, ambos provocados pela alta dos juros, os efeitos secundários de uma desvalorização cambial são arrefecidos, porém não são totalmente combatidos devido à existência de alguns preços na economia brasileira que não respondem às variações de oferta e demanda, e conseqüentemente são praticamente inelásticos a juros, quais sejam, os preços administrados por contrato ou monitorados.

4.1.4 Formação dos Preços Administrados.

Com a implementação do Plano Real em 1994, inicia-se um desmonte dos mecanismos de indexação da economia brasileira. Estes mecanismos eram bastante nocivos à formação de expectativas dos agentes devido às rigidezes para baixo por eles criadas nas taxas de inflação o

²⁰ Tratadas no capítulo 2

que exigia que qualquer mudança nos preços relativos entre comercializáveis e não-comercializáveis fosse acompanhada de aceleração inflacionária, com uma mudança permanente do patamar inflacionário. (LOPES, 1988 *apud* PEREIRA e CARVALHO 2000, p. 09).

Porém, mesmo diante deste processo de desindexação da economia brasileira, ainda há setores estratégicos que possuem mecanismos de indexação de preços, por exemplo, as empresas concessionárias dos serviços públicos privatizados como telefonia e distribuição/comercialização de energia elétrica.

Estes preços são corrigidos através de regras definidas em contratos entre as agências nacionais reguladoras e as empresas concessionárias, e são denominados preços administrados por contrato ou simplesmente, preços administrados.

Nesta subseção, vamos analisar as características e a evolução de três preços administrados no Brasil, quais sejam, a energia elétrica, a telefonia e o petróleo, sendo que, quanto aos dois primeiros, além da formação dos seus preços, serão enfatizados os seus mecanismos de indexação.

- **Energia Elétrica**

Com a reestruturação do modelo do setor elétrico brasileiro, iniciada no início da década de 1990, eliminou-se o nivelamento geográfico das tarifas, o qual gerava ineficiência ao setor devido ao descolamento entre a estrutura de custos das empresas e as tarifas praticadas no mercado.

Já a partir de 1995, as tarifas de energia elétrica passaram a ser determinadas através de contratos assinados entre as empresas concessionárias e a então recém criada ANEEL (Agência Nacional de Energia Elétrica), a qual ficaria responsável pela fiscalização do cumprimento e análise de possíveis alterações nesses contratos.

A partir de então o setor elétrico brasileiro fica dividido em três setores, quais sejam, geração, transmissão e distribuição/comercialização, mas para os consumidores o que interessa é o setor de distribuição.

Geralmente os contratos são reajustados com periodicidade anual e o critério de reajuste considera dois tipos de custos das empresas:

O primeiro inclui apenas custos exógenos à empresa (custos não gerenciáveis), ou seja, aqueles sobre os quais a empresa não possui controle nem são passíveis de negociação (compra de energia, impostos diretos – PIS, COFINS – e encargos como o reserva global de reversão e a conta de consumo de combustíveis). Essa parcela é reajustada de acordo com a variação dos gastos desses itens. O segundo tipo envolve os custos internos da empresa (pessoal, serviços, materiais, etc), cujo critério de correção é baseado no IGP-M²¹. (FIGUEIREDO; FERREIRA, 2002, p. 14).

O IGP-M tem a característica de possuir uma considerável sensibilidade às variações cambiais, por captar variações nos preços do atacado, o que o torna elemento importante para compreensão da inflação importada brasileira.

Quando há uma desvalorização cambial, o impacto sobre as tarifas elétricas vem por duas vias distintas²². A primeira através da correção dos custos não-gerenciáveis que vão refletir o aumento dos preços dos combustíveis e a segunda através dos custos gerenciáveis que vão ser corrigidos pelo IGP-M o qual vai refletir o aumento dos custos dos produtos industriais.

O processo de contaminação da inflação importada se completa através do impacto que a variação dos preços administrados exercem sobre os IPC's (inclusive o IPC-BR) gerando um componente inercial neste tipo de inflação.

Uma forma de identificar de maneira mais formal os elementos inerciais inerentes a estes contratos é através da análise das partes constitutivas dos índices gerais de preços²³. Os IGP's são compostos por um índice de preços ao consumidor (IPC-BR, peso de 30%), por um índice de preços no atacado (IPA, peso de 60%) e um índice de preços para captação da variação dos custos da construção civil (INCC, peso de 10%).

²¹ Este índice é composto pelo INCC (Índice nacional da construção civil com peso de 10%), pelo IPA-DI (Índice de preços no atacado conceito disponibilidade interna com peso de 60%) e pelo IPC-BR (Índice de preços ao consumidor com peso de 30%).

²² Este raciocínio também é válido para o setor de telefonia a ser discutido a seguir.

²³ Análise válida tanto para o IGP-DI como para o IGP-M.

Como parte constitutiva do IPC-BR, temos o item habitação, o qual possui os elementos tarifa de energia elétrica e tarifa de telefonia como os principais subitens. Um reajuste de tarifa de energia elétrica, por exemplo, baseado num índice geral de preço estará refletindo, além de outras coisas, o próprio aumento da energia elétrica, pois um aumento de tarifa terá impacto no IPC-BR, o qual pressionará novamente os IGP's e forçará novos aumentos.

Vale frisar que a utilização da taxa de juros é ineficiente para combater a inflação dos preços administrados. Estes preços não respondem às variações de oferta e demanda, pois como já destacamos, são reajustados a partir de contratos estabelecidos entre as agências reguladoras e as empresas concessionárias dos serviços públicos, de maneira que mesmo que uma elevação dos juros busque provocar uma valorização cambial e conseqüentemente arrefecer a variação dos índices gerais de preços, além de provocar um ambiente de recessão e incerteza na economia, esta medida será inócua, pois ainda assim estarão vigorando os elementos inerciais típicos destes contratos.

- Telecomunicações

O setor de telecomunicações passou por uma reestruturação a partir de 1995, na qual as principais medidas foram o estabelecimento de correção das tarifas de acordo com os custos da prestação de serviços, redução dos subsídios existentes entre as diferentes modalidades de serviços e o tratamento equânime aos diversos segmentos da sociedade que utilizam esses serviços. (FIGUEIREDO; FERREIRA, 2002, p.15).

Após o processo de privatização do setor, as tarifas máximas permitidas eram corrigidas pela Agência Nacional de Telecomunicações (ANATEL) de acordo com os contratos de concessão com atualização vinculada a uma cesta formada por habilitação, assinatura básica e pelo valor do pulso. Cada componente da cesta pode ser reajustado em até 1,09 do IGP-DI (Índice Geral de Preços conceito Disponibilidade Interna),²⁴ desde que o reajuste da cesta como um todo não exceda a variação do índice.(FIGUEIREDO; FERREIRA, p. 15).

²⁴ Este só difere do IGP-M no período de coleta dos dados. Enquanto o IGP-DI coleta os preços entre 1 e 30 do mês de referência, no IGP-M a coleta é entre os dias 21 do mês anterior e 20 do mês de referência

Os mecanismos de inércia presentes na evolução dos preços desse setor são basicamente os mesmos que atuam no setor elétrico.

Verifica-se, portanto, que tanto no setor de telecomunicações quanto no setor de energia elétrica, as tarifas de prestação de serviços são corrigidas por um índice geral de preços o qual possui uma sensibilidade importante às variações cambiais, de modo que a parcela da inflação total no IPCA que é determinada por essas tarifas e pelos preços administrados em sua totalidade vem se mostrando bastante significativa, como podemos verificar através do gráfico 04 e da tabela 01 a seguir.

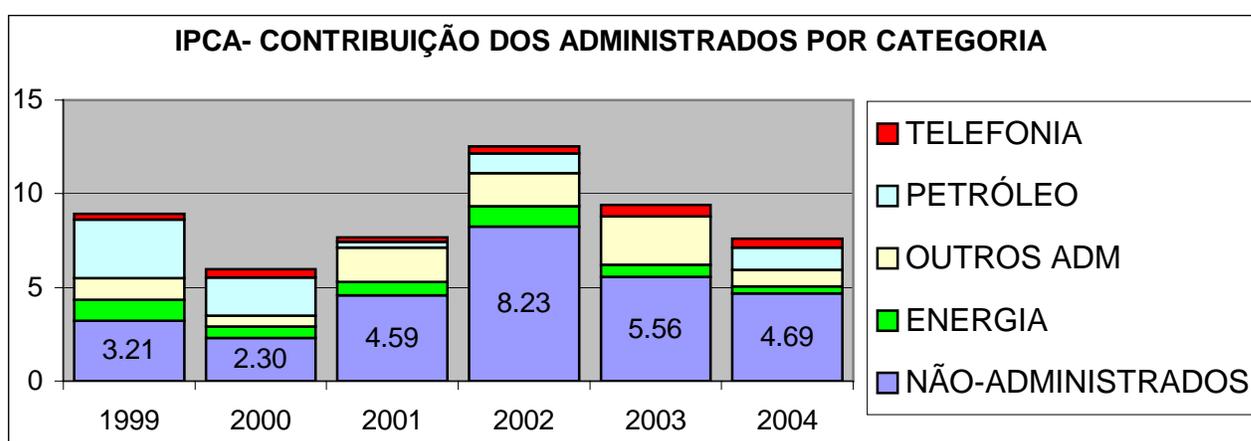


GRÁFICO 04 – CONTRIBUIÇÃO, POR CATEGORIA, DOS ADMINISTRADOS NO IPCA

FONTE: IPEADATA

TABELA 01 - CONTRIBUIÇÃO, POR CATEGORIA, DOS ADMINISTRADOS NO IPCA -1999 À 2004

ANO	1999	2000	2001	2002	2003	2004
IPCA TOTAL (%)	8.94	5.97	7.67	12.53	9.3	7.6
PARTICIPAÇÃO DOS ADM NO IPCA (%)	64.1	61.4	40.14	34.32	40.21	38.31

FONTE: IPEADATA

- Derivados do Petróleo

A partir de 1º de janeiro de 2002, algumas medidas para a desregulamentação do setor de combustíveis entraram em vigor. Estas medidas tinham como objetivo a eliminação do controle de preços de faturamento de refinaria de gasolina, óleo diesel e gás liquefeito de petróleo, além da eliminação de subsídios. No aspecto tributário também houve uma alteração importante com a

instituição da contribuição de intervenção no domínio econômico (CIDE) para os combustíveis e com a extinção da antiga parcela de preços específica (PPE).²⁵ (FIGUEIREDO; FERREIRA, 2002, p.11).

O preço de faturamento, praticado na venda às distribuidoras, é captado pelos índices de preço no atacado e acompanha a evolução dos preços de derivados de petróleo no mercado internacional.

Uma vez vendido às distribuidoras, os derivados de petróleo passam a ter seus preços determinados livremente nas etapas intermediárias entre as distribuidoras e o consumidor final. Esses preços livres são captados pelos índices de preço ao consumidor.

Podemos verificar através do gráfico 04 e da tabela 02 que a participação dos derivados do petróleo no IPCA total foi bastante significativa no período analisado, principalmente nos períodos de maior turbulência dos mercados externos e/ou de desvalorização nominal do real, o que de certa forma justifica a preocupação recorrente da autoridade monetária quanto à evolução do preço internacional do petróleo, a qual pode ser constatada no capítulo 02 através do acompanhamento dos diagnósticos de inflação presentes em seus relatórios trimestrais de inflação.

TABELA 02 – CONTRIBUIÇÃO DO ITEM DERIVADOS DE PETRÓLEO NO IPCA – 1999 À 2004

ANO	1999	2000	2001	2002	2003	2004
IPCA TOTAL (%)	8.94	5.97	7.67	12.53	9.3	7.6
IPCA ADM (pp)	5.73	3.67	3.08	4.3	3.74	2.91
PARTICIPAÇÃO PETRÓLEO NO IPCA TOTAL (%)	35.16	34.44	3.86	8.50	*	15.52
PARTICIPAÇÃO PETRÓLEO NO IPCA DOS ADM (%)	54.85	56.09	9.62	23.26	*	40.51

* Houve variação negativa do item no ano

FONTE: IPEADATA

4.3 ASPECTOS CONCLUSIVOS DO CAPÍTULO

No decorrer deste capítulo, podemos verificar as características da inflação importada brasileira e seus canais de transmissão na economia. Vimos que o grau de abertura da economia tem o papel

²⁵A PPE era: “a diferença entre os preços de faturamento e de realização. Servia para definir o relacionamento financeiro entre a Petrobrás e seu acionista controlador, o Tesouro Nacional, na chamada “conta petróleo”. (FIGUEIREDO; FERREIRA, 2002, p. 11).

de recrudescer o impacto de uma desvalorização nominal do câmbio sobre os preços domésticos e que a estrutura da pauta de exportações brasileiras, composta basicamente por commodities, torna a economia bastante vulnerável às variações dos preços internacionais das referidas mercadorias devido à característica específica da formação de seus preços.

Vale salientar que neste caso, a prática da autoridade monetária de aumento de juros e conseqüente aumento do hiato do produto apesar de impedir a generalização do impacto direto, provocado por uma desvalorização nominal do câmbio e/ou por um aumento dos preços das commodities nos mercados internacionais, não ataca a causa do problema, qual seja, a estrutura da pauta de exportações brasileiras e a excessiva vulnerabilidade externa.

Verificamos também que a regra de *mark-up* das empresas estrangeiras diante de uma estrutura de mercado oligopolizada é um fator relevante a ser considerado por ser intensificador do *passthrough* da taxa de câmbio aos preços, devido ao movimento natural de recuperação das margens de lucro, principalmente nos momentos em que o hiato do produto é reduzido.

Finalmente, analisamos os preços administrados, seus mecanismos característicos de formação de preços e seus mecanismos de indexação. Verificamos que os preços administrados têm exercido pressão significativa sobre os índices de preço ao consumidor, particularmente ao IPCA. Vale frisar que a resposta da autoridade monetária diante deste tipo de inflação tem sido a mesma que se verifica diante de outros tipos de inflação, qual seja, aumento dos juros básicos.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Podemos verificar a partir desta exposição que a economia brasileira após a mudança de regime cambial em 1999 possui uma nova regra de conduta de política monetária, a qual é guiada pelas normas do sistema de metas de inflação.

Neste sistema, verificamos que a regra de Taylor para a taxa de juros adaptada às especificidades brasileiras é o principal instrumento de ajuste para que a inflação corrente convirja para a inflação estabelecida como meta pelo BACEN, fazendo com que a demanda agregada seja deprimida como um todo, mesmo que a pressão inflacionária não tenha sido oriunda dela.

Fizemos um breve histórico sobre a implementação desta regra de política entre 1999 até 2004 e verificamos, a partir de dados sobre a economia brasileira e conjuntura internacional, o quanto este tipo de política é nocivo para o crescimento sustentável do país.

A política monetária brasileira não ataca as causas da inflação, que podem ser identificadas como advindas das pressões do câmbio, mas intensifica o remédio sobre os seus sintomas. A partir daí, verificando que parte considerável da inflação brasileira é oriunda do câmbio, realizamos a discussão sobre a inflação importada, através do estudo dos seus canais de transmissão e ao mesmo tempo concluindo sobre a ineficiência da utilização dos juros para o combate deste tipo de inflação, dadas as necessidades do país em aumentar seu nível de emprego e gerar crescimento econômico.

Uma alternativa para essa armadilha da política monetária brasileira seria o gerenciamento da conta de capitais, pois esta reduziria a volatilidade cambial e conseqüentemente o impacto do repasse do câmbio aos preços domésticos além de permitir um ambiente de menor incerteza para os investimentos de longo prazo.

Este é um tema que já é bastante desenvolvido pela literatura econômica, mas que ainda possui uma névoa de mistificação promovida pelos economistas conservadores. Devemos, portanto, intensificar o debate para que os mitos sejam enterrados e para que o país retome o crescimento econômico duradouro, situação ainda não vivenciada por minha geração.

REFERÊNCIAS

- ABREU, Marcelo de Paiva; MEDEIROS, Marcelo Cunha; Werneck, Rogério L.F.. **Formação de Preços de Commodities**: padrões de vinculação dos preços internos aos externos. Rio de Janeiro: PUC-Rio, Abr. 2003. Texto para discussão n.474.
- ALEM, Ana Cláudia Duarte; GIAMBIAGI, Fábio; PASTORIZA, Florinda. **Cenário Macroeconômico: 1997-2002**. Rio de Janeiro: BNDES, 1997. Texto para discussão nº 56.
- ARIDA, Pérsio. Múltiplos Equilíbrios. **Revista de Economia Política**, v. 22, n. 03, jul.-set. 2002.
- BARCELLOS NETO, P. C. F. **Estimando uma Regra de Taylor para o Sistema de Metas de Inflação no Brasil**. **Monografia**, 2003. Disponível em: www.bacen.gov.br. Acesso em 10.12.2004
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório Trimestral de Inflação**. Brasília. Diversos Números.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Boletim Anual**. Brasília. Diversos Números.
- BOGDANSKI, J.; FREITAS, P.; GOLDFAJN, I.; TOMBINI, A. **Implementing inflation targeting in Brasil**. Brasília: Banco Central do Brasil, 2000. Working Paper n.01
- CANUTO, Otaviano; HOLLAND, Márcio. Flutuação Cambial e Metas Inflacionárias em Economias Emergentes. **Análise Econômica**. v. 20, n. 37, mar. 2002.
- CARNEIRO, Dionísio Dias; MONTEIRO, André M.D.; WU, Thomas Yen Hon. **Mecanismos Não-Lineares de Repasse Cambial para o IPCA**. Rio de Janeiro: PUC-RIO. Ago.2002. Texto para discussão nº 462.
- CARVALHEIRO, Nelson. A Política Monetária no Brasil Pós-Real. **Pesquisa e Debate**, n. 01, v. 13, p. 29. São Paulo, 2002.
- CARVALHO, F. C.; SOUZA, F. E.; SICSÚ, J.; STUDART, R. **Economia Monetária e Financeira**: teoria e política. Rio de Janeiro: Campus 2000.
- CARVALHO, Fernando J. Cardim de. **Oito Mitos do Debate em Torno da Política Macroeconômica Brasileira**. Disponível em: www.race.nuca.ie.ufrj.br. Acesso em: 15/03/2004
- CARVALHO, Fernando J. Cardim de; SICSÚ, João. Controvérsias Recentes Sobre Controle de Capitais. **Revista de Economia Política**, v. 24 n. 02, p.163-184, abr jun.1994.
- CORREA, André Luiz. **A Internacionalização da Indústria Brasileira e seus Impactos sobre os Coeficientes de Passthrough no Brasil no Período 1996-2001**. Disponível em: www.anpec.org.br . Acesso em 20.12.2004.
- CURADO, Marcelo Luiz; PORCILE, Gabriel. **Crises Cambiais na América Latina**: uma Abordagem estruturalista. Disponível em: www.race.nuca.ie.ufrj.br. Acesso em 10.05.2004.

DEZORDI, Lucas Lautert. **A Condução da Política Monetária Brasileira no Regime de Metas de Inflação: uma Abordagem Teórica.** 2004.143 p. Dissertação de Mestrado em Economia.SCSA-UFPR. Curitiba.2004.

FIGUEIREDO, Francisco Marcos; FIGUEIREDO, R.; FERREIRA, Thaís Porto. **Os Preços Administrados e a Inflação no Brasil.** Brasília: Banco Central do Brasil, Dez.2002. Trabalhos para discussão nº59.

FILHO, Fernando Ferrari; SOBREIRO, Rogério. **Regime Cambial para Países Emergentes.** Disponível em: www.race.nuca.ie.ufrj.br. Acesso em: 17.09.2004

FRAGA, A.; GOLDFAJN, I.; Política Monetária no Brasil. In: RELATÓRIO TRIMESTRAL DE INFLAÇÃO. Brasília: v. 04. n. 04. p. 107-114, Dez. 2002.

GARCIA, Márcio G.P. **Noções Equivocadas Sobre Inflação e Crescimento.** Junho de 2003. Disponível em: www.econ.puc-rio.br/mgarcia. Acesso em 03.10.2004.

GARCIA, Márcio G.P. **Juros, Commodities e Preços administrados.2004.** Disponível em: www.econ.puc-rio.br/mgarcia. Acesso em 06.07.2004.

HOLANDA, Marcos C. Relação Inflação-Produto no Brasil no Período Pós-Real. **Análise Econômica.** v.20. n.37, Mar. 2002.

KANDIR, Antônio. **A Dinâmica da Inflação. Uma Análise das Relações entre Inflação, Fragilidade Financeiro do Setor Público, Expectativas e Margens de Lucro.** São Paulo: Ed.Nobel, 1989.

LIBÂNIO, Gilberto A.. **Temas de Política Monetária: uma Perspectiva Pós-Keynesiana.** Belo Horizonte: UFMG/CEDEPLAR, 2004.

LIBÂNIO, Gilberto de Assis. Resenha de Macroeconomia Moderna: Keynes e a Economia Contemporânea. **Nova Economia**, Belo Horizonte, v.10, n. 02. Dez. 2002.

MAKA, Aléxis. **Estratégias de Combate à Inflação: Âncora Cambial Versus Âncora Monetária.** CGFP/IPEA. Abr. 1997. Disponível em: www.ipea.gov.br. Acesso em: 12.04.2004

MENDONÇA, Helder Ferreira. A Teoria da Credibilidade da Política Monetária. **Revista de Economia Política.** v.22, n. 03, (87), jul-set; 2002.

MENDONÇA, H. Mecanismos de transmissão monetária e a determinação da taxa de juros: uma aplicação da regra de Taylor ao caso brasileiro. **Economia e Sociedade**, Campinas n.16, 65-81, junho 2001.

MOREIRA, M.M.. A Indústria Brasileira nos Anos 1990: o que já se pode dizer. In: GIAMBIAGI, F.; MOREIRA, M.M.(orgs) **A economia brasileira nos anos 1990.** Rio de Janeiro: BNDES, 1999.

NEGROMONTE, Antônio. **Fundamentos do Regime de Metas de Inflação.** 2004.44 p. Monografia de Conclusão do Curso de Graduação em Economia. FCE-UFBA. Salvador. 2004.

NETO, Alcino Ferreira Câmara; VERENGO, Matias. Uma Releitura Heterodoxa de Bresser-Nakano. **Revista de Economia Política**. v. 22, n.4(88).out.-dez.;2002.

OREIRO, José Luís. Prêmio de Risco Endógeno, Metas de Inflação e Câmbio Flexível: Implicações Dinâmicas da Hipótese Bresser-Nakano para uma Pequena Economia Aberta. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 22, n.2, p. 107-122. 2002.

PEREIRA, L.C.B.; NAKANO,Y. Uma Estratégia de Desenvolvimento com Estabilidade. **Revista de Economia Política**, v.22, n.03(87), jul-set; 2002.

PEREIRA, L.C.B.; NAKANO,Y. **Inflação e Recessão**. São Paulo: Ed. Brasiliense, 1984.

PEREIRA, Tiago Rabelo; CARVALHO, Alexandre. **Desvalorização Cambial e seu Impacto Sobre os Custos e Preços Industriais no Brasil**. Uma Análise dos Efeitos de Encadeamento nos Setores Produtivos. Brasília: IPEA, Março de 2000. Texto para discussão nº.711.

RIGOLON, Francisco; GIAMBIAGI, Fábio. A Atuação do Banco Central em uma Economia Estabilizada: é desejável adotar metas inflacionárias no Brasil? **Revista de Economia Política**. v. 19, n.03 (75), jul-set de 1999.

SISCÚ. João. Políticas Não-Monetárias de Controle da Inflação: Uma Proposta Pós-Keynesiana. **Análise Econômica**, v.21, n.1, p. 115-36, jan mar, 200?

SISCÚ. João. **A Transição do Modelo de Política Econômica**: uma Transição do Plano A para o Plano A+. 2003. Disponível em: www.race.nuca.ie.ufrj.br. Acesso em 15.06.2004.

SISCÚ. João. **Flutuação Cambial e Taxa de Juros no Brasil**. Disponível em: www.race.nuca.ie.ufrj.br. Acesso em 15.03.2004.

SISCÚ. João. A Alternativa ao Regime de Metas Não é a Sua Flexibilização: Uma Contribuição aos Críticos da Política Econômica do Governo Lula. **Revista de Economia Política**, v.24, n.1, p. 132-37. 2004.

SISCÚ. João. Expectativas Inflacionárias no Regime de Metas Inflacionárias: Uma Análise Preliminar do Caso Brasileiro. **Economia Aplicada**, v.6, n.4, p. 703-11.2002.

SISCÚ. João. Teoria e Evidências do Regime de Metas Inflacionárias. **Revista de Economia Política**. v.22, n.1, p.23-33. 200?.

TAYLOR, J. Discretion versus policy rules in practice. **Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy**, v.9, n.39, 1993.

TOLEDO, Joaquim Elói Cirne. Risco Brasil: o Efeito Lula e os Efeitos BC. **Revista de Economia Política**. v. 22, n.03, jul set. 2002.