



UNIVERSIDADE FEDERAL DA BAHIA
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS

RENATA MARTINEZ PINHEIRO

**O REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO E O SEU PROCESSO DE
IMPLANTAÇÃO NO BRASIL**

SALVADOR

2007

Renata Martinez Pinheiro

**O REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO E O SEU PROCESSO DE
IMPLANTAÇÃO NO BRASIL**

Trabalho de conclusão de curso da Faculdade de
Ciência Econômicas, Universidade Federal da
Bahia, como parte dos requisitos para obtenção o
grau de bacharel em Ciências Econômicas.

Orientador: Guilherme Furtado Lopes

SALVADOR

2007

Ficha catalográfica elaborada por Joana Barbosa Guedes CRB 5-707

Pinheiro, Renata Martinez

P654 O regime de metas de inflação e o seu processo de implantação no Brasil /
Renata Martinez Pinheiro. – Salvador, 2007.

54 p. ilustr.

Trabalho de conclusão de curso (Graduação em Economia) – Faculdade de
Ciências Econômicas da UFBA, 2007.

Orientador: Prof. Guilherme Furtado Lopes

1. Política monetária. 2. Inflação. 3. Governança I. Pinheiro, Renata Martinez.
II. Título.

CDD – 332.4981

RENATA MARTINEZ PINHEIRO

O REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO E O SEU PROCESSO DE IMPLANTAÇÃO NO BRASIL

Aprovada em julho de 2007

Orientador: _____

**Prof. Guilherme Furtado Lopes
Faculdade de Economia da UFBA**

**Prof. Osmar Sepulveda
Faculdade de Economia da UFBA**

**Leormínio Moreira Bispo Filho
Mestre em Economia – CME/UFBA**

RESUMO

O trabalho tem como objetivo apresentar a implantação do regime de metas de inflação no Brasil e seus resultados mais significativos. Para isto é feito um apanhado dos regimes anteriores e das condições para a implantação do regime de metas de inflação. É apresentada a experiência internacional destacando a Nova Zelândia, o Chile e a Inglaterra. Em seguida vem a apresentação das condições necessárias para a implantação do regime no Brasil tratando do ajuste fiscal e da reforma monetária, bem como as políticas utilizadas antes do referido regime – âncora monetária e âncora cambial. Após a apresentação do regime de metas no Brasil é feita uma crítica sobre a estrutura de governança da política monetária do país. Na conclusão são apresentados os efeitos da política econômica, adotada após o regime, sobre a taxa de desemprego e o PIB brasileiros.

Palavras-chave: regime de metas de inflação, política monetária, governança.

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	6
2	REGIMES MONETÁRIOS: ASPECTOS TEÓRICOS	8
2.1	REGIME DE METAS CAMBIAIS	11
2.2	REGIME DE METAS MONETÁRIAS	14
2.3	REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO	16
3	A EXPERIÊNCIA MUNDIAL COM O REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO	20
3.1	O REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO NA NOVA ZELÂNDIA	23
3.2	O REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO NO CHILE	24
3.3	O REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO NA INGLATERRA	26
4	A EXPERIÊNCIA BRASILEIRA COM O REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO	27
4.1	A ESTABILIZAÇÃO DOS PREÇOS E O PLANO REAL	31
4.1.1	Ajuste Fiscal E Reforma Monetária	32
4.1.2	Âncora Monetária → Âncora Cambial	34
4.2	O BRASIL NO <i>MAINSTREAM</i> DA POLÍTICA MONETÁRIA	37
4.2.1	O Cenário da Economia Brasileira Após a Implantação do Regime	40
4.2.2	Fatores que Dificultam o alcance da meta pelo BCB	43
4.2.3	Estrutura de Governança da Política Monetária Brasileira	45
5	CONCLUSÃO	47
	REFERÊNCIAS	49
	ANEXOS	52

1 INTRODUÇÃO

O cenário econômico dos anos 80 e início dos 90 no Brasil apresentava um desastroso quadro de hiperinflação. A indexação da economia estava arraigada no país e as tentativas de frear o viés inflacionário foram inúmeras. Sucessivos planos econômicos foram implementados, sempre com o componente do congelamento de preços e/ou salários. Do Cruzado I ao Collor II não houve um só momento de conforto para a sociedade, que assistia a desvalorização do seu poder de compra com bastante angústia.

A solução seria a mudança da fórmula, a criação de um mecanismo que fosse capaz de destruir o viés inflacionário e ao mesmo tempo refazer as expectativas dos agentes econômicos sobre a inflação. A partir de 1993 foram sendo criadas as condições para o Plano Real, que entrou em vigor em junho de 1994.

Inicialmente o país adotou o regime de metas monetárias, mas por um breve período insignificante de tempo. Em seguida, adotou o regime de metas cambiais e com ele segurou a economia do país até a crise de 1999 quando foi impossível sua manutenção. Instalou-se então o regime de metas de inflação.

O foco deste trabalho é este último regime – metas de inflação. Inicialmente os regimes monetários são caracterizados apresentando o regime de metas cambiais, o regime de metas monetárias e finalmente o regime de metas de inflação. Nesta parte é feita a apresentação teórica dos regimes.

Em seguida é feito um apanhado da experiência mundial com o regime de metas de inflação e são destacados três países: a Nova Zelândia (por ser o primeiro), o Chile (por ser um país da América Latina) e a Inglaterra (por sua importância econômica).

Feitas estas considerações entramos finalmente na experiência brasileira com o regime de metas de inflação. O capítulo inicia-se com a apresentação da preparação do país para a adoção do regime. Trata de como foram preparadas as condições econômicas necessárias para a implantação do regime: o ajuste fiscal e a reforma monetária. Mostra o processo entre a

utilização da âncora monetária e da âncora cambial e a posterior mudança para âncora nominal do regime de metas de inflação.

Neste ponto é apresentado como se desenvolveu o regime no país e apresenta as críticas feitas ao regime no que se refere ao crescimento do PIB e ao desenvolvimento das outras variáveis da economia. Entram na discussão os fatores que dificultam que o BCB alcance as metas estabelecidas; estes fatores são o baixo grau de previsibilidade da inflação brasileira, a fixação de metas excessivamente reduzidas e o impacto dos preços administrados no IPCA. Dentro desta crítica é apresentado o problema da estrutura de governança da política monetária e as sugestões para a resolução destes problemas.

2 REGIMES MONETÁRIOS: ASPECTOS TEÓRICOS

Os choques do petróleo (1973 e 1979) e o fim do sistema de Bretton Woods, que tinha como âncora nominal a taxa de câmbio, em 1971 foram de suma importância no amadurecimento do regime de metas de inflação. Estes fatores contribuíram para a conscientização da importância da estabilidade monetária por parte dos bancos centrais e dos governos federais. O controle da inflação tornou-se o foco da política monetária.

Neste capítulo serão apresentados três dos principais regimes monetários adotados no mundo capitalista: os regimes de metas cambiais, metas monetárias e metas de inflação. Em todos estes regimes aparece de certa forma uma âncora nominal que vincula o valor da moeda doméstica, produzindo o sucesso das políticas monetárias na determinação e no controle da inflação sendo que cada um destes três regimes de metas (cambiais, monetária e de inflação) é alicerçado por uma base teórica diferente.

O regime de metas cambiais pode assumir três formas distintas além da dolarização: atrelar a moeda doméstica a uma *commodity*; atrelar a moeda doméstica à moeda de um país com baixa inflação; ou atrelar o valor da moeda doméstica ao valor de uma moeda estável.

A primeira destas formas nos remete ao padrão ouro clássico que vigorou entre os anos de 1880 e 1914. A segunda está retratada pelo padrão ouro-dólar ou o sistema de *Bretton Woods* que vigorou de 1946 a 1971. E a terceira forma vem sendo utilizada desde o final do século XX. Sobre esta Modenesi afirma que “estabelece-se uma âncora nominal para os preços internos mais flexível do que nas outras variantes desse regime, subordinando a inflação doméstica à taxa de variação de preços do país âncora” (p. 02).

Trazendo como principal expoente o economista Milton Friedman da Universidade de Chicago temos a Teoria Monetarista, que identifica a inflação como um fenômeno monetário. Este monetarismo pode assumir duas formas diferentes, sendo uma delas o monetarismo tipo I que fundamenta teoricamente o regime de metas monetárias.

As hipóteses que se destacam no monetarismo tipo I são a taxa natural de desemprego e as expectativas adaptativas que traz como consequência a curva de Phillips aceleracionista. Estas

hipóteses trazem como resultado a neutralidade da moeda, na qual variações no estoque monetário não afetam variáveis reais da economia. Outro forte componente da teoria monetarista é a Teoria Quantitativa da Moeda (TQM) que foi restaurada por Friedman.

O trecho abaixo traz as conclusões de Rossetti e Lopes sobre os monetaristas:

- Somente a moeda é importante e o seu controle depende exclusivamente das autoridades monetárias, sendo portanto a oferta monetária uma variável exógena.
- A velocidade da moeda é uma função estável; ou, pelo menos, é mais estável que o multiplicador keynesiano da renda.
- A longo prazo, variáveis nominais não afetam de forma permanente variáveis reais.
- A moeda age com defasagens e, portanto, pode constituir-se em poderoso desestabilizador da economia, se a sua oferta não se processar em ritmo firme e constante, ajustado ao crescimento da economia. (LOPES; ROSSETTI, 2002, p. 284-285)

A terceira e última teoria que fundamenta ou que desencadeia a utilização de um determinado regime de metas monetárias é o monetarismo tipo II ou o modelo Novo-Clássico. Este modelo alicerça o regime de metas de inflação, o principal assunto deste trabalho.

A denominação *monetarismo tipo II*, introduzida por Tobin, é decorrente do fato de que este modelo incorpora a taxa natural de desemprego e a concepção monetarista da moeda, abordadas por Friedman no monetarismo tipo I. Alguns autores destacam-se como os principais representantes desta escola: Robert Lucas (Universidade de Chicago), Thomas Sargent (Universidade de Stanford), Neil Wallace e Eduard Prescott (Universidade de Minnesota), Robert Barro (Universidade de Harvard) e Patrick Minford (Universidade de Liverpool).

A escola Novo-Clássica apresenta como principais hipóteses a taxa natural de desemprego, a curva expectacional de Phillips e o viés inflacionário. Traz como principal diferença do monetarismo tipo I a formação das expectativas: elas passam de adaptativas para racionais. Dessa forma os agentes econômicos se utilizam de todas as informações disponíveis, maximizando suas funções e eliminando a possibilidade de erro expectacional.

Outra importante característica do monetarismo tipo II (e que difere do monetarismo tipo I que trabalha com desequilíbrios) é o fato de o modelo apresentar um equilíbrio contínuo de curto e longo prazo a partir da maximização das funções de utilidade e de lucro por parte dos agentes econômicos, eliminando-se a ilusão monetária e acentuando-se, dessa forma, a neutralidade da moeda.

2.1 REGIME DE METAS CAMBIAIS

Existe um grande número de sistemas cambiais que variam conforme a rigidez na definição da taxa de câmbio. Modenesi (2005) traz dez destes sistemas em ordem crescente de rigidez: 1. flutuação pura ou limpa; 2. flutuação suja; 3. banda cambial rastejante; 4. banda cambial deslizante; 5. banda cambial; 6. minidesvalorizações; 7. câmbio fixo ajustável; 8. câmbio fixo; 9. conselho da moeda; e 10. dolarização plena. Sendo que nem a flutuação limpa nem a flutuação suja podem ser consideradas regimes monetários de metas cambiais, tendo em vista que, nestes casos, a autoridade monetária tem plena autonomia na condução da política monetária, não importando os resultados sobre o BP ou seus reflexos sobre a taxa de câmbio.

O regime de metas cambiais é baseado no estabelecimento, pelo banco central, de um valor para a taxa de câmbio. Essa taxa de câmbio pode movimentar-se conforme o grau de rigidez do sistema cambial escolhido pelo banco central. Como o banco central é obrigado a estabelecer um valor para a taxa de câmbio, ele perde, com esse compromisso, a liberdade na condução da política monetária através da movimentação da taxa de câmbio.

É justamente este o ponto que caracteriza o regime de metas cambiais: o banco central não pode agir de forma discricionária em função do seu compromisso com a taxa de câmbio, dessa forma ele pode influenciar as expectativas dos agentes econômicos em relação à inflação e balizar o nível de preços ao consumidor, executando assim a política monetária sem movimentar, para isso, a taxa de câmbio.

Dentre as vantagens do regime de metas cambiais estão: a vinculação da taxa de inflação interna à do país âncora; a coordenação das expectativas inflacionárias, balizadas pela inflação externa; a redução do viés inflacionário; e a fácil compreensão do regime por parte dos agentes e do público em geral.

E dentre as desvantagens:

- (i) implica a perda de autonomia na condução da política monetária;
- (ii) impossibilita o Banco Central de exercer sua função de emprestador de última instância; na medida em que ele perde a capacidade de emitir moeda;
- (iii) é provável que os choques que incidam sobre o país-âncora sejam

diretamente transmitidos à economia doméstica, pois as taxas de juros de ambos os países são correlacionadas; e (iv) aumenta a suscetibilidade da moeda doméstica sofrer ataques especulativos. (MODENESI, 2005, p. 18).

No Brasil, a hiperinflação das décadas de 80 e 90 havia alcançado um estágio de difícil solução. Os dois principais planos anteriores ao Real (Cruzado - 1986 e Collor1 - 1990) haviam sucumbido à inflação, desgastando e descreditando ainda mais a reputação do país no que concerne às suas políticas econômicas – principalmente a monetária. O país chegou a um estágio muito delicado, comprometendo o crescimento sustentável da economia no período.

A adoção de um regime baseado em âncora cambial no início do Plano Real (JUL/94) para conter a hiperinflação parecia o único caminho ainda não experimentado. Foi então adotado o sistema de mini bandas para o câmbio para ajustar os preços relativos e recuperar a credibilidade na economia. O efeito imediato das medidas pode ser visto no gráfico a seguir:

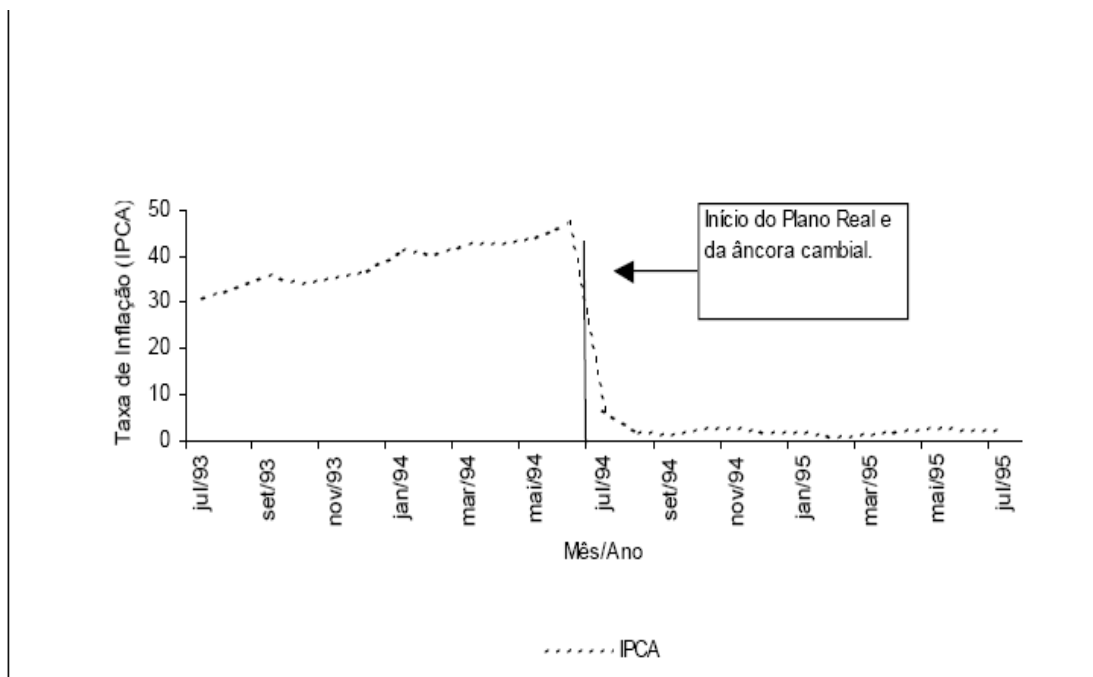


Gráfico 1 – Taxa de inflação (IPCA) mensal da economia brasileira – jul/1993 à jul/1995

Fonte: IBGE

A condução da política monetária, com a implantação do Plano Real, no combate a hiperinflação foi muito bem sucedida, como indica o gráfico. Esse sucesso no combate à inflação foi sustentado por um grande fluxo de recursos externos que possibilitou um acúmulo de reservas com valor aproximado de US\$ 40 bilhões. Foi possível sustentar o regime e conduzir a política monetária com grandes dificuldades até meados de 1999.

Para isso o Banco Central adotou uma paridade da moeda doméstica com uma moeda estrangeira (o dólar) forte e com liquidez internacional. Para manter essa paridade o BC ficou obrigado a administrar as reservas internacionais e o fluxo de capitais para manter o equilíbrio externo do balanço de pagamentos e controlar o mercado de divisas. Essa administração foi feita através da manutenção de altas taxas de juros doméstica visando evitar ataques especulativos e fuga de capitais.

Dessa forma a política monetária estava atrelada ao setor externo. A taxa de juros e as reservas internacionais tinham como objetivo ajustar a economia doméstica externamente. Acoplado a este fator, a política fiscal também tinha um controle rígido, tendo em vista que déficits fiscais prolongados acabariam provocando a desestabilização da razão dívida pública/PIB e, conseqüentemente, crises cambiais e desvalorizações, colocando o país em dificuldades financeiras.

Esse regime cambial artificial enfrentou três crises expressivas (México, Ásia e Rússia) o que por fim levou a uma desvalorização cambial, com fortes efeitos sobre estabilidade monetária e o desenvolvimento econômico do país. Apesar da eficiência do regime para destruir o processo hiperinflacionário em um primeiro momento, a sua manutenção termina provocando graves problemas no país e foi nesse momento que surgiu a necessidade de um novo regime com o câmbio flexível. O então presidente do BCB, Armínio Fraga Neto, optou pelo regime monetário de metas de inflação (JUN/1999)¹

¹ Os problemas acima estão relacionados ao desaquecimento da economia e aos componentes da demanda agregada:

1)CONSUMO – inibido pelas altas taxas de juros e pelo desemprego; 2)INVESTIMENTO – inibido pela recessão, redução das vendas, elevada capacidade ociosa e pesada carga tributária; 3)GASTOS DO GOVERNO – inibido pelo ajuste fiscal; e 4)EXPORTAÇÕES – inibida pela desaceleração da economia mundial e pela sobrevalorização do real.

2.2 REGIME DE METAS MONETÁRIAS

O regime de metas monetárias distinguiu-se dos outros pela adoção explícita de uma meta monetária. Mas este não é o único aspecto deste regime. Ele é teoricamente fundamentado em Friedman quando ele ressalta que “a inflação é um fenômeno monetário e que, portanto, a estabilidade de preços é obtida se, e somente se, a oferta monetária se expandir à mesma taxa que o produto real.” (MODENESI, 2005, p. 89). Dessa forma o regime de metas monetárias é fruto direto do modelo monetarista.

Três características compõem este regime: 1. A coordenação das expectativas inflacionárias através do anúncio de uma meta para algum agregado monetário (base monetária ou meios de pagamentos); 2. disponibilidade de informações confiáveis sobre os agregados controlados; 3. possibilidade de acompanhamento do comportamento da autoridade monetária por parte dos agentes econômicos (transparência).

Além destas três características é interessante acrescentar a “criação de algum mecanismo de responsabilidade que elimine grandes e sistemáticos desvios da meta monetária; e inexistência de dominância fiscal² e presença de taxa de câmbio flexível.” (MENDONÇA, 2002, p. 41).

Dentre as vantagens da adoção do regime de metas monetárias podemos citar a liberdade para o banco central escolher sua meta de inflação e controlar seus agregados monetários, a possibilidade de responder às flutuações do produto e aos choques externos no curto prazo e a maior transparência no que concerne à condução da política monetária tendo em vista o processo de informação inerente ao regime.

Modenesi (2005, p. 90) conclui dessa forma que “a adoção desse regime monetário proporciona uma âncora nominal que coordena as expectativas inflacionárias dos agentes econômicos e baliza a formação de preços, contribuindo diretamente para o controle inflacionário”.

² Situação em que a dívida pública é elevada e há o aumento do juro real visando combater o aumento da inflação. Dessa forma, há o aumento do endividamento público.

A principal desvantagem desse regime é em relação à estabilidade da velocidade de circulação da moeda. Caso exista instabilidade nesta velocidade o controle inflacionário pode não ser alcançado. Segundo Modenesi (2005, p. 90), ocorrendo esta instabilidade na velocidade de circulação da moeda, a relação entre os agregados monetários e o nível geral de preços rompe-se, impossibilitando a mensuração do nível de oferta monetária compatível com a estabilidade de preços.

É essencial que a velocidade de circulação da moeda seja previsível, de maneira que o nível de preços e a relação com o estoque de moeda também o sejam, possibilitando o cumprimento da meta monetária e a conseqüente estabilização dos preços. Um outro fator desvantajoso deste regime é a dificuldade de mensuração dos componentes monetários para o estabelecimento de metas, a exemplo do produto de uma nação.

Entre as décadas 70 e 80 diversos países bem sucedidos adotaram o regime de metas monetárias, mas apenas dois se destacaram. Estes foram a Alemanha e a Suíça; esse destaque deveu-se ao fato do modelo que ambos adotaram. Eles usavam uma estratégia que se aproximava do modelo de metas de inflação na medida em que estabeleciam suas metas e comunicavam ao público visando controlar as expectativas inflacionárias dos agentes econômicos.

O principal fator que levou a derrocada desse regime nos diversos países (Estados Unidos, Canadá, Inglaterra, Japão e México entre outros) em que fora adotado está creditado à instabilidade da velocidade de circulação da moeda, causada principalmente pelas inovações financeiras da época.

2.3 REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO

O regime de metas de inflação é uma estratégia de política monetária pautada em uma meta explícita para a variação de preços previamente anunciada pelas autoridades monetárias a ser perseguida pela mesma a longo e médio prazo. O principal instrumento da autoridade monetária na busca desta meta é a taxa de juros básica da economia. Existem cinco elementos fundamentais para o funcionamento deste regime trazido pelos principais estudiosos do tema:

1. anúncio oficial de uma meta de médio prazo para a inflação;
2. compromisso institucional com a estabilidade de preços como a principal meta de longo prazo da política monetária;
3. redução da importância das metas intermediárias;
4. transparência na condução da política monetária, com a divulgação ampla dos planos, objetivos e decisões da autoridade monetária; e
5. independência de instrumentos para o BC.

O simples anúncio de uma meta de inflação não caracteriza o regime, estes cinco elementos devem acontecer concomitantemente para que o regime vigore de forma eficaz. Dezordi (2004, p. 20) argumenta que a prioridade na estabilidade dos preços não implica o desprezo às outras variáveis monetárias, como a taxa de câmbio, o produto e o emprego “mas reconhece que as tentativas de realizar ajustes de curto prazo através da política monetária podem ser inócuas no longo prazo. E, em caso de prioridades de objetivos da política econômica a taxa de inflação deve ser seguida”.

Existem ainda outras precondições para o bom funcionamento do regime de metas, mas que não impedem, apenas dificultam, a sua operação, destacando-se duas delas: ausência de dominância fiscal e estabilidade do setor externo. Segundo Eduardo Loyo (2003) o comportamento dos preços domésticos são influenciados pela volatilidade do câmbio, exigindo uma participação maior do Banco Central. Além disso, uma dívida pública alta e de curto prazo pode influenciar a política monetária para uma trajetória incompatível com o

cumprimento das metas de inflação, provocando o aumento da taxa de juros e, conseqüentemente, aumentando as despesas do governo com juros. Ainda segundo Loyo e também Yashiaki Nakano (2003), esses dois problemas devem ser gradativamente solucionados para a manutenção do regime de metas de inflação.

O regime de metas não é uma regra rígida, ele possibilita uma flexibilidade à autoridade monetária que é conhecida como **discrição restrita**. Isso porque, conforme Modenesi (2005, p. 194) cita

não se define uma regra fixa para a condução da política monetária, pois o Banco Central tem liberdade para definir a trajetória dos instrumentos que julgar necessária para alcançar a meta de inflação...; a meta de inflação é definida como um objetivo de médio/longo prazo, restringindo a condução da política monetária apenas em linhas gerais, possibilitando, assim, a absorção de choques; de forma que ... existe escopo para objetivos de estabilização de curto prazo, notadamente aqueles referentes ao nível de produto/emprego e à taxa de câmbio.

Os defensores do regime de metas de inflação assim se posicionam por ele apresentar algumas vantagens sobre os outros regimes monetários. Cinco delas podem ser facilmente percebidas: a flexibilidade na política monetária possibilita a absorção de choque de oferta e demanda; toda a informação sobre o estado da economia é considerada; o objetivo final da política monetária (inflação) fica livre da pressão das metas intermediárias; confere maior credibilidade à política monetária devido à maior transparência na condução da política, proporcionando um melhor monitoramento e avaliação da autoridade monetária; e é de fácil compreensão para o público em geral.

Os defensores do regime também ressaltam que assim é criada uma âncora nominal que além de coordenar as expectativas inflacionárias dos agentes econômicos, baliza a formação de preços, contribuindo para o controle da inflação. (MODENESI, 2005, p. 195).

A estes fatores deve ser acrescida a existência de cláusulas de escape que funcionam como justificativa para eventuais descumprimentos da meta. Com todos estes aparatos há espaço para que a autoridade monetária se comporte com certo grau de discricionariedade sem comprometer a credibilidade na política monetária. Dessa forma o uso de metas monetárias

torna-se possível, mas, quando há *trade-off* com relação à taxa de desemprego, à balança de pagamentos, à distribuição da renda ou qualquer outra variável macroeconômica, prevalece sempre a estabilidade de preços.

A transparência neste regime é uma questão essencial. A publicação da meta de inflação e da política monetária a ser adotada para o cumprimento da meta torna fácil a monitoração por parte dos agentes econômicos para com o banco central, reduzindo a incerteza e coordenando as expectativas inflacionárias para evitar o viés inflacionário. Sendo assim, fica dificultada a possibilidade do banco central adotar uma política inconsistente para o objetivo final.

Dessa forma, o banco central deve tornar disponível: “(i) os objetivos e limitações da política monetária; (ii) uma meta de inflação e como ela será obtida; (iii) as razões dos eventuais desvios com relação à meta; e (iv) previsões sobre comportamento futuro da inflação.” (MODENESI, 2005, p. 196).

Muitos são os fatores apontados pelos críticos como desvantagens do regime de metas de inflação. Uma das principais é a dificuldade de previsibilidade da inflação. A imprevisibilidade da inflação dificulta a capacidade de controle do banco central, e, conseqüentemente, a busca pela meta final. Aliado a isto, tem o fato do banco central controlar a inflação indiretamente, formando então um cenário de risco para a credibilidade dos agentes econômicos.

Uma forma de contornar o desvio da meta é a adoção de bandas ou faixas dentro das quais a inflação pode variar sem provocar grandes problemas de credibilidade. Esta medida é adotada pela maioria dos países que usam o regime, inclusive o Brasil.

A flexibilidade cambial, inerente ao regime, pode provocar instabilidade financeira caso o câmbio se apresente muito volátil. Isso pode ocorrer quando a flexibilidade cambial vem acompanhada da liberdade de capitais. A desvalorização cambial, principalmente nos países emergentes e/ou dolarizados provoca o aumento do endividamento e comprometimento do balanço contábil destes países.

Um outro fator preocupante dentre as desvantagens do regime seria a dominância fiscal. Elevados déficits fiscais podem levar a monetização da dívida pública e provocar a expansão

da oferta monetária. Essa expansão financiaria o governo, mas deterioraria o objetivo maior do banco central de estabilidade de preços.

3 A EXPERIÊNCIA MUNDIAL COM O REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO

O Regime de Metas de inflação teve o seu primeiro registro de adoção na Nova Zelândia em 1990. Desde então um grande numero de países, tanto desenvolvidos quanto emergentes, adotaram o regime com o mesmo intuito: a busca pela estabilidade dos preços. A grande maioria deles vem de regimes mal sucedidos baseados em âncoras nominais aliados a metas intermediarias.

A lista de países que adotaram o regime desde então não para de crescer: Canadá, Israel, Chile, Reino Unido, Suécia, Finlândia, Austrália, México, Espanha, República Tcheca, Brasil, Polônia, Colômbia, África do Sul, Tailândia, Islândia, Hungria, Noruega, Filipinas e Peru entre outros que já adotaram ou estão em vias de adotar. Nesta lista está inclusive a União Européia que aderiu ao regime em 2000.

Uma interessante tabela sobre a implantação do regime de metas em diversos países, mostrando suas metas iniciais e a inflação medida logo após a implantação do regime, foi utilizada por Fontana (2005):

Tabela 1 – Inflação inicial e após adaptação ao regime de metas de inflação dos referidos países

Initial Targets na Inflation Around Adoption of inflation Targeting				
(12 Month accumulated inflation)				
	Date of Adoption Inflation targeting	Fist Target	Inflation Right before it adoption	Inflation 12 Months after it adoption
Develop Economies				
Australia	Apr/93	2% - 3%	1.22	1.74
Canada	Feb/91	3% - 5%	6.83	1.68
Iceland	Mar/01	2.5%(-1.5%+3.5%)	4.05	8.72
New Zealand	Mar/90	3% - 5%	7.03	4.52
Norway	Mar/01	2.5%	3.64	1.10
Sweden	Jan/93	2% (+ - 1%)	1.76	1.70
Switzerland	Jan/00	<= 2%	1.63	0.90
United Kingdom	Oct/92	1% - 4%	3.57	1.35
Avarage		2.8	3.72	2.71
Median		2.5	3.61	1.69
Emerging Market Economies				
Brazil	Jun/99	8% (+ - 2%)	3.15	6.51
Chile	Jan/91	15% - 20%	27.31	19.47
Colombia	Sep/99	15%	9.22	9.35
Czech Republic	Jan/98	5.5% - 6.5%	9.98	3.50
Hungary	Jun/01	7% (+ - 1%)	10.78	4.87
Israel	Jan/92	14% - 15%	18.03	10.74
Mexico	Jan/99	<= 13%	18.61	11.03
Peru	Jan/94	15% - 20%	39.49	13.71
Poland	Oct/98	<= 9.5%	10.44	8.82
South Africa	Feb/00	3% - 6%	2.65	7.77
South Korea	Jan/98	9% (+ - 1%)	6.57	1.46
Thailand	Apr/00	0% - 3.5%	1.04	2.47
Avarage		10.3	13.11	8.31
Median		9.3	10.21	8.30

Fonte: Muinhos (2001)³³ Tabela retirada da Monografia de Fabiana Cristina Fontana (2005)

Nesta tabela é possível constatar que a maioria dos países alcançou sucesso quando da implantação do regime de metas inflacionárias.

Será destacado neste trabalho o processo de implantação do regime na Nova Zelândia, por ser o primeiro a adotar, no Chile, por ser um país da América Latina, no Reino Unido, por ser uma grande potência mundial, e no Brasil.

3.1 O REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO NA NOVA ZELÂNDIA

A implantação do regime de metas de inflação na Nova Zelândia foi fundamentada pela decisão do Parlamento que o objetivo principal da política monetária seria a estabilidade de preços. Para consolidar e respaldar esta decisão foi estabelecido que o condutor da política monetária pudesse ser demitido caso a meta não fosse alcançada.

O regime de metas da Nova Zelândia foi adotado após um período de transição no qual o governo implementou medidas para desacelerar a inflação, que alcançava a casa dos dois dígitos, prejudicando as expectativas inflacionárias dos agentes econômicos. Um dos motivos que elevou a inflação na década de 80 foi opção pelo câmbio flutuante, que provocou a desvalorização da moeda e gerou uma inflação de 15% ao ano.

A meta de inflação a ser seguida neste país é definida a partir de um índice de preços que exclui, no seu cálculo, itens de significativa variação como o preço da energia e de commodities. O regime de metas de inflação na economia da Nova Zelândia vem acompanhado de um grande número de reformas institucionais e estruturais para liberalização e modernização da economia.



Gráfico 2 – Evolução da taxa de inflação da Nova Zelândia (1970/2006)

Fonte: Banco Central da Nova Zelândia

3.2 O REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO NO CHILE

O regime de metas de inflação no Chile foi iniciado em 1991. O processo se deu acompanhado algumas medidas de ajuste na economia necessárias à implantação do regime. Uma delas foi em relação ao banco central; as medidas conduziram a uma maior independência da instituição para que ela tivesse autonomia na condução da política monetária. Houve também ajuste fiscal levando o Chile a superávits orçamentários durante os seis primeiros anos do regime (1991-1997). Outra característica marcante foi a preocupação em relação à supervisão e regulamentação bancária, principalmente após as crises dos anos 80.

No início de 1991 o Chile apresentava inflação anual acima dos 20% e visando evitar um choque na economia foi instituída uma meta de inflação a longo prazo, baixando a mesma gradativamente ao longo dos anos 90 como pode ser visto no gráfico a seguir:

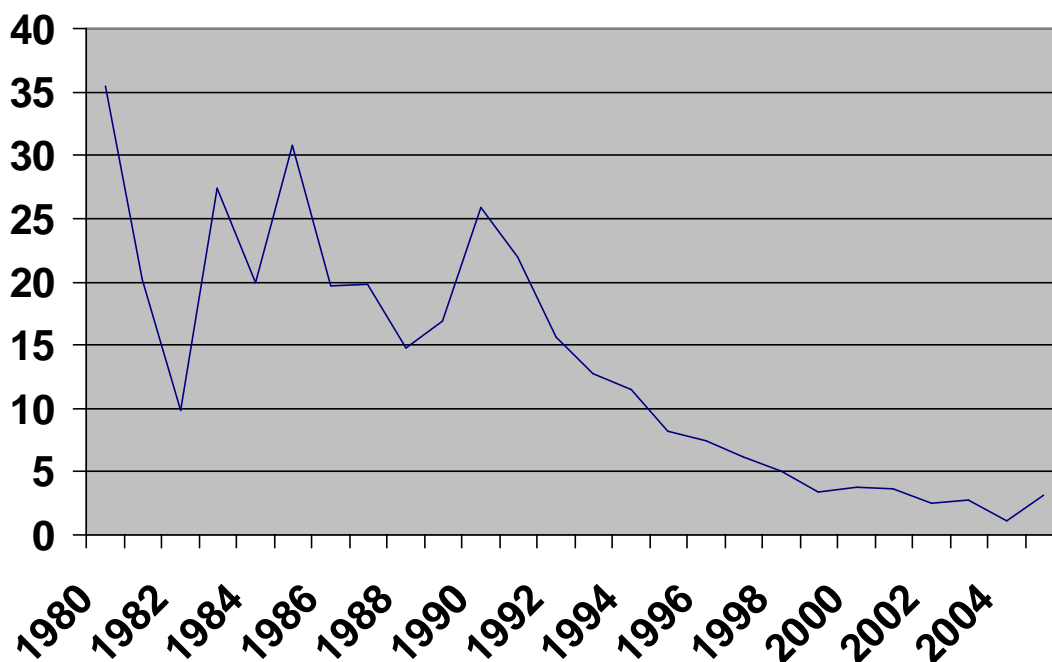


Gráfico 3 – Evolução da taxa de inflação do Chile (1980/2004)

Fonte: Banco Central do Chile

Inicialmente o regime de metas de inflação chileno foi implantado sem rigidez ou formalidade, projetando uma meta a ser seguida, mas com bastante flexibilidade. Dessa forma, foi possível trazer a meta de inflação a 3,5% ao final da década de 90 e ao mesmo tempo manter a estabilidade econômica e permitir o crescimento da economia do Chile a uma taxa média de 8% ao ano nos seis primeiros anos do regime.

A crise que atingiu as economias capitalistas em 1998 afetou também a economia chilena que registrou um crescimento de 3,4% naquele ano. Depois de alguns erros na condução da política monetária, o banco central chileno voltou a controlar a situação em 1999 e em 2000 passou a apresentar relatórios sobre a inflação visando aperfeiçoar o regime de metas de inflação.

A forma gradual como o Chile baixou a inflação do país nos anos 90 foi a responsável pelo sucesso em relação as variáveis econômicas. Não houve choque e foi possível manter um crescimento sustentável do país com inflação baixa, queda do desemprego e saúde no setor externo.

3.3 O REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO NA INGLATERRA

Segundo Dezordi (2004, p. 43), o regime de metas de inflação na Inglaterra foi implantado devido à necessidade de uma nova âncora cambial. Essa necessidade surgiu após uma crise cambial e o regime só foi adotado após um período de desinflação.

A meta de inflação é definida pelo Ministério do Tesouro e exclui itens que envolvam a taxa de juros oficial. Inicialmente ela era definida com a utilização de bandas, mas posteriormente passou a ser uma meta ponto. O anúncio sobre o início do regime de metas de na Inglaterra se deu em outubro de 1992, mas o banco Central deste país só tornou-se independente em maio 1997.

Com essa independência tardia o Banco Central da Inglaterra limitou-se a analisar a inflação passada e fazer projeções sobre a inflação futura. Assim, utilizou-se estrategicamente da comunicação com o público para conduzir a política monetária. O principal instrumento de comunicação utilizado é o Relatório de Inflação com uma publicação trimestral.

Mesmo dependente o Banco Central obteve sucesso no controle da inflação e a Inglaterra alcançou bons resultados desde o início do regime nas outras variáveis (como a diminuição da taxa de desemprego) também. O regime foi conduzido sempre visando o declínio da taxa de inflação, usando para isso a taxa de juros da economia.

4 A EXPERIÊNCIA BRASILEIRA COM O REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO

Neste capítulo será desenvolvida uma breve apresentação da trajetória de planos econômicos ineficazes adotados pelo Brasil desde os anos 80 até o Plano Real e a posterior implantação do Regime de Metas de Inflação.

Plano → Medidas ↓	Cruzado I 28/2/1986	Bresser 15/6/1987	Feijão com Arroz 1/1988	Verão 14/1/1989	Collor I 3/1990	Collor II 2/1991
Diagnóstico da inflação	Inercial – déficit operacional próximo a zero	Inercial + inflação de demanda	Inflação de demanda	Inercial + demanda	Fragilidade financeira do Estado	Indexação é a causa da retomada da inflação
Política Monetária e Fiscal	Propostas: políticas monetária e fiscal acomodaticias. Prática: políticas monetária e fiscal expansionistas	Proposta e prática: políticas monetária e fiscal contracionistas	Proposta: políticas monetária e fiscal contracionistas (gradualismo) com meta de inflação de 15% ao mês. Prática: política monetária expansionista (megassuperávits da balança comercial)	Proposta: cortes nas despesas e aumento das receitas. Prática: não aprovado pelo congresso	Aumento do IPI, imposto sobre exportação e agricultura Criação do IOF. Fim da política monetária expansionista. Combate à sonegação. Reforma administrativa e privatização	Cortes de gastos + programas de fomento e competitividade e industrial
Preços	Congelamento: previsto para 1 a 3 meses; durou 11 meses	Congelamento: 3 fases 1) congelamento por 90 dias; 2) flexibilização – reajustes mensais pelo IPC dos três meses anteriores; 3) liberação dos preços	Tentativa de pacto social. Prefixação dos reajustes de preços públicos e privados	Congelamento por prazo indefinido. Descongelamento gradual a partir de marco. Reajustes trimestrais.	Congelamento	Aumento de tarifas e serviços públicos. Preços congelados. Descongelamento gradual via câmaras setoriais
Moeda	1.000 cruzeiros = 1 cruzado	X	X	1.000 cruzados = 1 cruzado novo	1 cruzado novo = 1 cruzeiro	X
Salário	Não foram congelados: mantidos os dissídios. Abono salarial: 8% para todos os salários, 16% para salário mínimo + gatilho (disparado quando a	3 fases seguindo política de preços. Inflação de junho não resposta. Não houve abonos ou gatilho	Suspensão por 2 meses reajustes dos funcionários públicos. Esperava-se que os trabalhadores teriam aumento do salário real via queda da inflação	Salário janeiro = salário de dezembro corrigido pela URP de janeiro. A diferença da URP-INPC seria paga em 3 parcelas	Reajuste de marco de acordo com a inflação de fevereiro. Prefixação dos reajustes mensais (taxas máximas de reajustes). Salário mínimo: reajuste trimestral de acordo com a	Conversão pela média real dos últimos 12 meses. Aumento de 7% do salário mínimo em relação a fevereiro. Abonos sucessivos não-cumulativos para todas as

	inflação acumulasse 20%) → redistribuição de renda em favor dos trabalhadores (o que contribui para a explosão do consumo)				variação da cesta básica	classes nos outros meses
Dissídios	Anuais com correção de 60% sobre o aumento do custo de vida	Mantidos com exceção daqueles ocorridos nos 3 meses da fase de congelamento	X	Mantidos – reajuste varia entre 11,31 e 18,71% de acordo com a categoria	A partir de maio, reajustes pré foram abandonados – “livre negociação” com limite máximo anual sem indexação	Fora do dissídio, não se poderia dar reajustes até 1º de agosto de 1991
Índice de Preços Oficiais do Governo	IPC com ponderação do antigo IPCA. Mudança para índice ponta a ponta	Apuração dos preços para o início da vigência do congelamento (15 de junho). Aumento de preços públicos em junho	X	IPC continua sendo índice oficial do governo. OTN é congelada e extinta	Varição IPA<IPC: “Gorduras nos lucros”. No IPC, vestuário, alugueis, serviços têm aumento maior	Extinção da correção monetária mantém metodologia dos índices
Câmbio	Fixo ao valor de 28 de fevereiro – a balança comercial se encontrava equilibrada	Desvalorização de 9,5%. A taxa não é congelada. Houve desvalorização real da taxa cambial. Minidesvalorizações	Desvalorização visível nos megassuperávits	Desvalorização em 16,38%, ficando o câmbio, a partir daí, congelado. A taxa estipulada é de 1 cruzado novo = 1 dólar	Câmbio flutuante. Liberados controles administrativos sobre exportação e importação (fim das licenças)	X
Tablita	Para converter dívidas com vencimento posterior à data do plano	Para atualizar dívidas estabelecidas antes da data do plano com expectativas de inflação superiores	X	Para converter em dívidas posteriores a 15 de janeiro Juro real revisto	X	Dívidas contratadas entre fevereiro e setembro serão deflacionadas diariamente por um fator cumulativo (1.0116)
Aluguéis	Reajustes semestrais para aluguéis residenciais e anuais, com coeficiente determinado pelo governo para os aluguéis comerciais	Aluguéis comerciais e residenciais congelados, sem compensação pela inflação ocorrida desde o último reajuste	X	Com o fim da OTN, os aluguéis passaram a ter reajustes por índices próprios	X	Fim da correção monetária. Maior liberalização
Indexação	Proibida por um ano. Fim da ORTN e criação da OTN – congelada por 1 ano	Novo indexador URP para salários e tetos de preços de acordo com a política de congelamento (3 fases)	X	Extintas a OTN e a URP, na prática, o indexador passava a ser o IPC ou o overnight – o maior. Criação	Mantêm-se BTN e BTN fiscal, essa última projeta a evolução mensal da taxa de inflação	Extintas BTN e BTN fiscal. Overnight e openmarket. Criação da TR e do FAF

				da BTN. Junho: BTN fiscal- diária		
Cadernetas de Poupança	Rendimento trimestral	X	X	A partir de maio IPC + 0,5%	Depósitos à vista e de poupança: limites de conversão de 50 mil (US\$ 1.200). Over e open, limites de 25 mil ou 25% - o maior. Fundos de curto prazo, renda fixa, CDB/RDB: 20% do saldo do valor do resgate bloqueados por 18 meses. Devolução em 12 parcelas a partir de setembro de 1991 – rendimento de 6% de juros reais ao ano	Mantém o “seqüestro de liquidez”. Rendimento passa a ser pela TR
Juros e Dívida Externa	Acordo prévio com o FMI (1985). Juros prefixados para os 12 meses futuros. Moratória dos juros externos em fevereiro de 1987	Juros mantidos elevados para reduzir demanda	Moratória suspensa em janeiro de 1988. Novo acordo com FMI	Elevação do overnight para 25 e 30%. Reempréstimos suspensos por 1 ano	Juros nominais: queda acentuada. Juros reais elevados pelo aperto de liquidez	Juros dependem da expectativa de inflação implícita na TR
Inflação	Próxima a zero nos primeiros meses. Ágio, mudanças de índices. Cruzadinho: o índice de inflação exclui itens corrigidos. Expurgo não é aceito no Cruzado II. Dispara gatilho salarial	Aumento das tarifas decretado pelo governo no início do plano e expectativa de novo congelamento fizeram com que os preços subissem às vésperas do Plano. Perspectiva de flexibilização (fase 2) permitiu repasse de preços	Evitou no curto prazo explosão inflacionária. Inflação manteve-se entre 16 e 18% ao mês, nos 3 meses iniciais, acelerando-se depois	Descrédito do governo + juros elevados + ajuste fiscal difícil (ano eleitoral) + flexibilização do congelamento + fim da OTN e URP: eliminam âncora dos preços	Inflação cai consideravelmente, porém a custo de recessão profunda. Não elimina fonte de expansão monetária	Inflação percorre uma trajetória ascendente

Quadro 1 – Trajetória de planos econômicos no Brasil desde a década de 80

Fonte: Modenesi, 2005, p.p. 292-295

A década de 80 foi marcada pelo aumento da dívida externa (mais precisamente a partir da crise cambial do México em 1982), pela escassez de liquidez, pela estagnação do crescimento e, principalmente, pela aceleração da inflação. Dois dos motivos dessa conjuntura foram o segundo choque do petróleo e o aumento da taxa de juros dos Estados Unidos que chegou a atingir 19% ao ano em 1983.

No Brasil, essa foi uma década bastante intensa com a abertura política e as novas conquistas civis, mas na economia a instabilidade foi bastante significativa. Entre os governos Figueiredo e Sarney (1980-1989) houve uma forte aceleração da taxa de inflação que culminou em taxas de mais de 1000% ao ano em 1989 e um crescimento do PIB bastante irregular, com picos de crescimento e encolhimento que variaram de 9,3% (1980) a até -4,3% em 1981.

O interessante quadro acima, mostrando os planos econômicos do Brasil no período pré Plano Real, foi adaptado por Modenesi (2005, p.p. 292-295) a partir da tese de mestrado de Lavínia Barros de Castro (1999). O autor frisa que o pacote *feijão com arroz* foi parte integrante do Plano Bresser.

Ao final de todos esses desacertos entrou em vigor o Plano Real. Foi elaborado com a promessa de finalmente estabilizar a inflação brasileira e veio em meio a mudanças no cenário econômico mundial que começava a experimentar um novo regime de política monetária: o Regime de Metas de Inflação.

4.1 A ESTABILIZAÇÃO DOS PREÇOS E O PLANO REAL

Segundo Modenesi (2005, p.p. 297) o Plano Real é constituído de três fases: 1) ajuste fiscal; 2) reforma monetária; e 3) âncora cambial. O autor frisa que o Plano não se limitou apenas a criação de uma moeda ou a adoção de um regime monetário e que ele “consistiu em uma estratégia de estabilização de preços que se fundamentou na adoção de um novo padrão monetário e na implementação de uma âncora cambial”.

O plano traria o ajuste das contas públicas e a quebra da inércia inflacionária que eram ingredientes indispensáveis ao programa de estabilização de preços e à adoção do regime de metas monetárias que antecedeu o regime de metas de inflação.

4.1.1 Ajuste Fiscal E Reforma Monetária

Com a certeza de que o equilíbrio fiscal era condição indispensável para o programa de estabilização a ser implantado no país, o governo brasileiro criou o Plano de Ação Imediata (PAI) e o Fundo Social de Emergência (FSE). Estas medidas visavam evitar a deterioração das contas fiscais quando fosse iniciada a primeira fase do programa (Ajuste Fiscal).

A deterioração das contas fiscais com a elevação das contas do governo ocorreria devido ao *efeito Tanzi*⁴ às *avessas* ou *efeito Bacha*. Este efeito é decorrente de dois fatores:

(i) a subavaliação da previsão da inflação que contava da proposta orçamentária, de forma a reduzir o valor real das despesas executadas pela União, enquanto as receitas eram indexadas, evitando-se que o seu valor real fosse corroído pela inflação; e (ii) o gerenciamento de caixa do Tesouro Nacional ou o adiamento da realização de suas despesas, com o objetivo de diminuir o seu valor real.

Em consequência desses dois fatores, a elevação do nível geral de preços reduzia o valor real das despesas, ao passo que as receitas eram protegidas por um mecanismo de indexação, estabelecendo-se, portanto, uma **relação inversa entre a taxa de inflação e o déficit público**. (MODENESI, 2005, p. 298-299).

Sendo assim, as medidas criadas pelo governo deveriam ser adotadas o quanto antes do início do processo de estabilização dos preços. O PAI tinha como finalidade reorganizar o setor público e suas relações com o setor privado. Ele compreendia:

- 1) redução dos gastos públicos e maior eficiência em sua utilização;
- 2) elevação da receita fiscal com a criação do IPMF e o combate à sonegação;
- 3) redefinir as relações entre a União e os estados e municípios, consubstanciada na redução das transferências não constitucionais e na regularização do pagamento das dívidas destes para com o governo federal;
- 4) as mudanças institucionais e o saneamento dos bancos estaduais e federais; e

⁴ “Relação entre a arrecadação tributária e as taxas de inflação desenvolvidas pelo economista italiano Vito Tanzi. Como existe uma defasagem entre o fato gerador de um tributo e o momento de sua efetiva arrecadação, quanto maior for a inflação nesse período, menor será a arrecadação real do governo, provocada pela desvalorização da moeda na qual os impostos são pagos.” (SANDRONI, 2001, p. 197)

5) a ampliação do Programa Nacional de Desestatização (PND).

O FSE, que durou de 1994 a 1999, foi criado para financiar os gastos sociais. Ele era composto por 20% do IPMF, 20% dos gastos com educação previstos na constituição de 1988, adicional de 3% sobre o lucro e 0,75% da receita operacional bruta dos bancos e 100% do IR do funcionalismo público.

O ajuste adotado pelo governo não foi suficiente para proporcionar o equilíbrio fiscal necessário. O financiamento do setor público alcançou 5,2% do PIB em 1994, enquanto que em 1991 era de 0,4%. Além disso, criou-se um déficit operacional de 0,2% do PIB e a despesa com juros passou de 3,3% para 5,0% entre 1991 e 1998. Um ajuste fiscal mais rigoroso só foi adotado no segundo mandato de FHC.

A segunda etapa do plano, a reforma monetária, durou de março a julho de 1994 e teve como objetivo eliminar a inércia inflacionária. Esta fase traria a tão desejada estabilidade de preços através da desindexação de preços e rendimentos: seria a quebra da inércia inflacionária.

Para proceder a esta desindexação foi criado um indexador universal para servir de referência para o reajuste de todos os preços e salários da forma mais uniforme possível. Estava criada a URV, Unidade Real de Valor, em 1º de março de 1994, que viria alinhar os preços relativos da economia brasileira. Ela era corrigida por uma cesta de três índices de preços: IGP-M, IPCA e IPC, e estes índices eram medidos pela FGV, pelo IBGE e pela FIPE.

Aliado a este processo o Banco Central do Brasil estabeleceu a paridade entre a URV e o dólar: toda vez que URV/dólar ficasse igual a 1 o Banco Central venderia dólares para a moeda estrangeira flutuar para baixo.

A URV transformou-se em moeda em 1º de julho de 1994 e passou a ser chamada de Real. 1R\$/CR\$ 2.750 passou a ser a taxa de conversão.

4.1.2 Âncora Monetária → Âncora Cambial

Na terceira fase do plano foi feita a tentativa de se usar a âncora monetária para conduzir a economia. Foi adotada uma meta para base monetária que poderia ser majorada em até 20%; o lastreamento da base era em moeda estrangeira; foi estabelecida uma paridade fixa entre o dólar e o real; e houve alterações no CMN (Conselho Monetário Nacional): a emissão de moeda ficou a cargo do Congresso Nacional e criaram-se canais de comunicação visando o monitoramento e a transparência.

O insucesso na tentativa do uso de metas monetárias deu-se principalmente devido a redução na velocidade de circulação da moeda. Este fator provocou a quebra da relação entre os agregados monetários e o nível geral de preços fazendo com que o BCB ficasse impedido de determinar qual seria a oferta monetária compatível com a estabilidade de preços.

Já no primeiro trimestre do plano as metas monetárias elas foram drasticamente ultrapassadas o que levou o BCB a abandoná-las já que não era possível restringir a condução da política monetária. Foi então adotada a âncora cambial que alcançou o objetivo da estabilidade de preços.

O período em que a âncora monetária foi adotada é irrelevante visto sua durabilidade e inoperância. Sendo assim, a terceira fase do Plano Real destaca-se pela adoção da âncora cambial. Foram utilizados quatro sistemas cambiais nesta fase: “(i) de flutuação cambial; (ii) de taxa de câmbio fixa; (iii) de banda cambial deslizante; e (iv) de banda cambial rastejante.” (MODENESI, 2005, p. 313). Elas duraram respectivamente de julho a setembro de 1994, de outubro de 1994 a fevereiro de 1995, de março a setembro de 1995 e de outubro de 1995 até a crise cambial de janeiro de 1999.

Esta etapa do Plano Real baseou-se na artificial sobrevalorização do real e na intensificação do processo de abertura comercial do país. Dessa forma a demanda doméstica deslocava-se para os produtos importados e exercia “forte pressão baixista sobre o nível geral de preços, assegurando o processo de estabilização econômica” (MODENESI, 2005, p. 334).

O alcance da estabilização dos preços gerou um resultado insatisfatório na economia brasileira mesmo conseguindo reverter o processo inflacionário do país. Houve no período um significativo desequilíbrio fiscal, a manutenção da taxa de juros em patamares extremamente elevados, aumento do desemprego, taxa de crescimento do PIB medíocre, intensificação da flutuação da atividade econômica e uma grande deterioração do saldo do balanço de pagamentos em conta corrente.

Rossetti e Lopes destacam como custos desse programa de estabilização a expansão de três itens: 1) a expansão da dívida pública interna, que entre 1994 e 2000 cresceu 8 vezes alcançando a cifra de 537 bilhões de reais, 2) a expansão do déficit em transações correntes no balanço internacional de pagamentos, que pulou de 1,8 bilhões de dólares em 1994 para 25 bilhões em 2000 e 3) a redução da velocidade de crescimento no mesmo período.

O gráfico abaixo demonstra numericamente as conseqüências da política monetária adotada após a implantação do Plano Real:

	Inflação (% a.a.)	PIB real (% a.a.)	Taxa de juros real (%a.a.)	Desem- prego aberto (% PEA)	Déficit fiscal (% PIB)	Déficit em conta corrente (% PIB)
1994	26,5	5,8	24,6	5,1	-1,3	0,9
1995	14,8	4,2	33,4	4,6	4,9	2,8
1996	9,3	2,7	16,5	5,4	3,7	3,4
1997	7,5	3,6	12,2	5,7	4,3	4,4
1998	1,7	-0,1	27,3	7,6	7,5	4,6
1999	8,94	0,8	5,0	7,6	3,9	4,5

Quadro 2 - Indicadores econômicos – 1994/1999

Fonte: Rossetti; Lopes (2002)

Em meio a este cenário complicado e a crise cambial de 1999 o BCB foi forçado a abandonar o regime de âncora cambial. Não era mais possível controlar o mercado cambial através da venda de divisas e para preservar o restante das reservas internacionais o BCB, em janeiro de 1999, deixou que a taxa de câmbio fosse determinada livremente, adotando então uma flutuação suja.

4.2 O BRASIL NO *MAINSTREAM* DA POLÍTICA MONETÁRIA

Em 22 de junho de 1999 o Brasil passou oficialmente a utilizar o sistema de metas de inflação para conduzir a política monetária conforme o Decreto nº 3088 de 21 de junho de 1999. O Decreto apresentou alguns pontos importantes como a conferência ao BCB de independência de instrumentos para o cumprimento das metas de inflação determinadas pelo CMN e a obrigação do BCB em tornar público os motivos de eventuais desvios das metas, justificando e informando as providências adotadas para o retorno à meta. Na ocasião foram estabelecidas as metas para os anos de 1999 (8,0%), 2000 (6,0%) e 2001 (4,0%) com bandas de flutuação de +/- 2,0%. Posteriormente foram indicadas as metas para os anos subsequentes: 2002 (3,5%), 2003 (3,25%, revista para 4,00%), 2004 (3,75%, revista para 5,5%) e 2005 (4,5%, revista para 5,1%), sendo que em de 2004 e 2005 a banda de flutuação passou para +/- 2,5%.

O IPCA cheio, calculado pelo IBGE, tornou-se o índice oficial escolhido pelo CMN para viabilizar o regime. Este índice não isola o efeito dos choques temporários sobre a inflação. O Brasil não adotou um núcleo da inflação como índice para evitar o comprometimento da credibilidade no regime tendo em vista o anterior uso de expurgo de preços para manipular os índices de inflação do país. Dessa forma a banda de flutuação utilizada no Brasil é a mais ampla dentre todos os países que adotaram o regime de metas de inflação.

Outra mudança adotada na ocasião foi o aprimoramento da comunicação do BCB com o público. Implantou-se o Relatório de Inflação com divulgação trimestral no qual eram apresentados “(i) os objetivos, as limitações e as medidas de política monetária tomadas pelo BCB; (ii) os resultados de medidas pretéritas; e (iii) a avaliação prospectiva do comportamento da inflação” (MODENESI, 2005, p. 362). A publicação das atas das reuniões do Copom passou a ser realizada na semana após a reunião e não mais três meses depois como era feito.

Com estas medidas adotadas pelo governo o ambiente para a implantação do regime estava preparado:

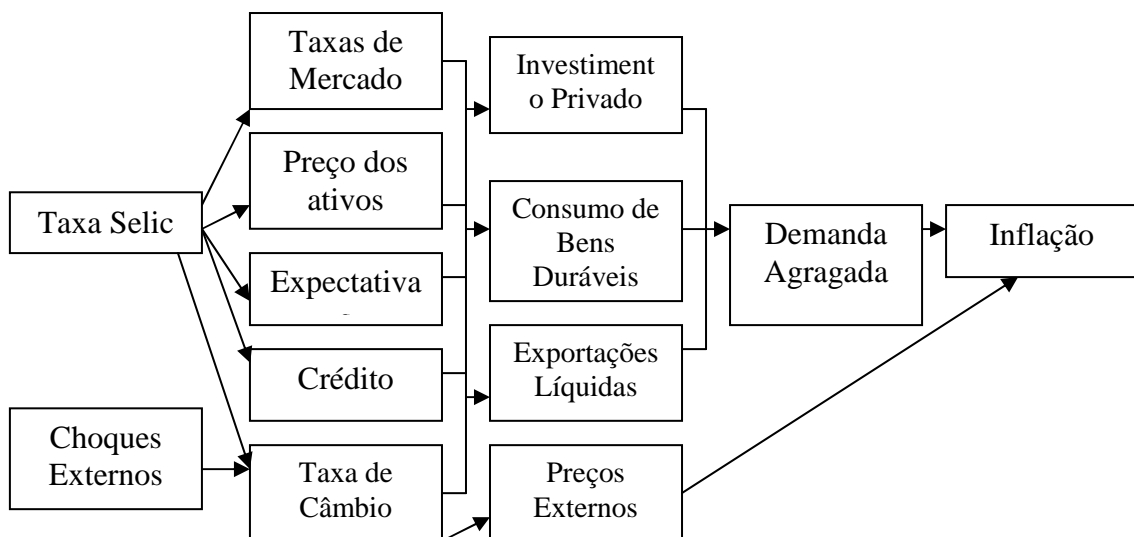
- 1) anúncio da meta de médio prazo para a inflação;

- 2) compromisso institucional com a estabilidade de preços como condutor da política monetária;
- 3) reduzida importância das outras metas;
- 4) maior transparência na condução da política monetária; e
- 5) independência de instrumentos do BCB.

Modenesi citou um trecho do Relatório de Inflação (v.1, n. 1:5) de junho de 1999 que é interessante para demonstrar o comprometimento do governo com o novo regime:

O regime em processo de adoção, constitui-se em estratégia mais adequada, no atual contexto, para a manutenção da estabilidade de preços, uma vez que torna a política monetária mais transparente, ao deixar claro os meios usados pelo Banco Central para atingir esse objetivo. Ao mesmo tempo, evidencia as limitações da política monetária e a eventual inconsistência de políticas econômicas, aumentando o grau de comprometimento do governo com o processo de estabilização econômica.

O BCB apresenta o Mecanismo de Transmissão da Política Monetária conforme o quadro abaixo (MODENESI, 2005):



Quadro 3 – Mecanismo de transmissão da política monetária

Fonte: Modenesi, 2005

Segundo Modenesi, variações na taxa Selic afetam as cinco variáveis do quadro (Taxa de Mercado, Preço dos Ativos, Expectativas, Crédito e Taxa de Câmbio) e estas influenciam as decisões de investimento, de consumo de bens duráveis e de exportações líquidas, que por sua vez, afetam a demanda agregada e, por fim, o nível geral de preços. Este processo dura em torno de seis a nove meses. O BCB considera que a taxa básica afeta o investimento e o consumo com uma defasagem de três a seis meses e que o hiato do produto leva cerca de três meses para afetar a inflação.

O investimento e o consumo são influenciados pela estrutura a termo da taxa de juros que é influenciada pela taxa de juros. Portanto, uma elevação da Selic influencia a taxa de juros de médio e longo prazo diminuindo o investimento e o consumo, baixando assim o nível de preços. A variação da Selic afeta a taxa de câmbio ao passo que influencia o fluxo de capitais externos para o país. O aumento da taxa de juros atrai capitais externos e valoriza o câmbio, baixando a inflação. O investimento, o consumo e a poupança variam conforme as expectativas dos agentes econômicos em relação à economia do país, e estas expectativas podem variar conforme alterações na taxa de juros básica da economia. No caso do crédito, uma redução na taxa de juros aumenta o volume de reservas disponíveis para empréstimo. Quando aumenta o volume de empréstimos aumenta também o consumo e o investimento o que pressiona o nível de preços para cima. Já no que se refere às variações nos preços dos ativos, estes afetam o estoque de riqueza dos agentes e podem influenciar nas decisões de consumo.

A taxa de câmbio tem uma ação direta e indireta sobre a inflação. Ela atinge diretamente ou de forma primária o IPCA quando se refere a sua influência sobre os bens transacionáveis com o exterior, com os serviços de energia elétrica e telefonia e com os derivados do petróleo. Já a forma indireta ou secundária refere-se aos insumos importados e à competitividade da produção doméstica. Sendo assim, a desvalorização cambial eleva a inflação.

4.2.1 O Cenário da Economia Brasileira Após a Implantação do Regime

O Regime de Metas de Inflação trouxe de fato um controle para a inflação brasileira principalmente porque criou no país uma âncora nominal. A meta para a inflação não foi cumprida em três dos seis anos de existência do regime, mas sua redução em comparação às duas décadas anteriores é significativa. O gráfico abaixo nos mostra a meta, as bandas – que a partir de 2003 passaram de +/- 2% para +/- 2,5% - e o IPCA alcançado no ano:

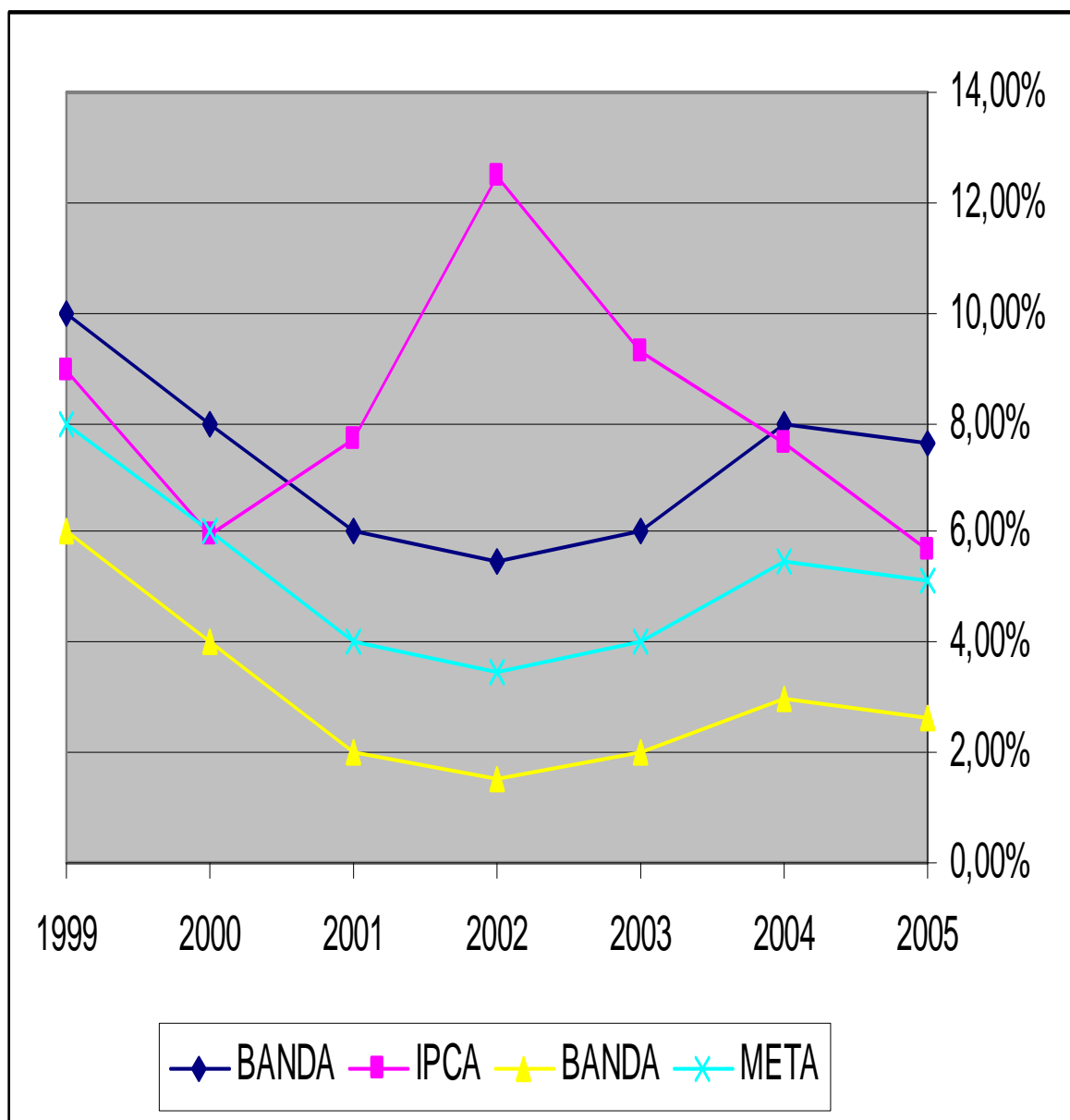


Gráfico 4 – Bandas, Metas e Inflação brasileira (1999/2005)

Fonte: Banco Central

O descumprimento da meta nos anos de 2001, 2002 e 2003 deveu-se principalmente à rigidez do regime de metas de inflação adotado no Brasil. Somou-se a isso, o fato das metas serem extremamente reduzidas para a realidade macroeconômica do país. Com relação à rigidez do regime, o BCB, ao final de 2002, modificou o cálculo da meta a ser perseguida “adicionam-se os impactos inerciais da inflação do ano anterior e o efeito primário dos choques de preços administrados por contrato e os preços monitorados” (BIONDI; TONETO JR., 2005, p. 18). Além disso, em 2003 houve a modificação do intervalo de tolerância de +/- 2 para +/- 2,5%.

Além do descumprimento da meta nos três anos citados o Brasil desde a implantação do regime vem tendo um desempenho irregular e insatisfatório em diversos índices da economia.

ÍNDICES - ANOS	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Crescimento do PIB (%)	0,8	4,4	1,4	1,5	-0,22	5,2	2,3
IPCA (%)	8,94	5,97	7,6	12,5	9,3	7,6	5,69
Dívida Líquida Total (% do PIB)	49,4	49,4	52,6	55,5	57,2	51,9	50,6
Taxa de Desemprego (IBGE - %)*	12,1	11,0	11,2	11,7	12,3	11,4	9,8
PIB per capita (2005 - %)	-0,7	2,8	-0,2	0,4	-0,9	3,4	0,8
Taxa de Juros Selic (%)*	24,3	17,6	17,5	19,2	23,5	16,4	17,09

Quadro 4 - Indicadores econômicos – 1999-2005 *Média Mensal

Fontes: IBGE e BCB

Estes índices demonstram a fragilidade da economia brasileira. Desde a implantação do regime de metas de inflação o Brasil não apresentou crescimento satisfatório da economia em quase a totalidade dos anos, além disso, o crescimento se deu de forma irregular, havendo

inclusive decrescimento. A dívida líquida total do país em relação ao PIB não diminuiu, assim como o desemprego. O PIB per capita também não evoluiu e um dos fatores que contribuiu para estes índices insatisfatórios foi a alta taxa de juros que o país adota (Anexo I). Esta taxa, que é uma das maiores do mundo, inibe o investimento e conseqüentemente atrasa o desenvolvimento do país. Outro fator importante que influenciou a economia brasileira neste período foi a política econômica excessivamente recessiva adotada pelo governo.

Observando-se o índice de crescimento do PIB dos países em desenvolvimento que adotaram o regime de metas de inflação é possível observar que o Brasil teve um desempenho aquém da média geral. Enquanto a média geral de crescimento do PIB entre estes países foi, entre 1996-2004, de 2,35%, a do Brasil alcançou 1,88%. (BIONDI; TONETO JR., 2005, p. 23). Já no índice de inflação os valores são bastante próximos.

4.2.2 Fatores que Dificultam o alcance da meta pelo BCB

Três fatores impactam negativamente o cumprimento da meta de inflação pelo BCB: “(i) o baixo grau de previsibilidade da inflação; (ii) a adoção de metas incompatíveis com as peculiaridades da economia brasileira...; (iii) a elevada participação dos preços administrados no IPCA” (MODENESI, 2005, p. 385).

A falta de indicadores antecedentes que possam antecipar satisfatoriamente a variação do índice de preços e a inexistência de uma relação estável entre os instrumentos de política monetária e a inflação são dois fatores apontados por Modenesi que dificultam a previsão das metas de inflação. “no caso brasileiro, o conhecimento precário acerca da estrutura da economia e do mecanismo de transmissão da política monetária, dificulta a previsão da inflação, tornando a meta extremamente difícil de ser alcançada” (MODENESI, 2005, p. 385).

Como a meta é considerada uma variável de difícil previsão, o seu alcance fica dificultado tendo em vista a incapacidade do BCB controlar uma variável desta natureza. O descumprimento da meta pode provocar a perda da credibilidade da sociedade e impedir a coordenação das expectativas inflacionárias. Acontecendo isto, compromete-se o sucesso do regime monetário de metas inflacionárias.

No Brasil isso ocorreu entre 1999 e 2003 quando as metas inflacionárias não foram cumpridas e o BCB justificou-se através dos choques econômicos que eram fenômenos fora do alcance e do controle do BCB. As metas foram revistas em algumas ocasiões e mesmo assim não foram cumpridas.

A incapacidade do BCB em alcançar as metas definidas pelo CMN deve-se em parte aos índices excessivamente baixos propostos. As peculiaridades macroeconômicas brasileiras são incompatíveis com as metas estabelecidas pelo conselho. Ficou nítida a inconsistência das metas quando, por exemplo, em 1999 ela foi estabelecida em 8% e em 2003 baixou inconsequentemente para 3,25%. Ela foi revista por duas vezes e ainda assim não foi alcançada.

Aliado a estas metas absurdamente baixas está o fato de que entram no cálculo da inflação os preços administrados. No Brasil o reajuste destes preços é muito acima dos reajustes sofridos pelos preços livres e eles representam cerca de 30% do IPCA. Como estes preços estão fora do controle do BCB torna-se muito difícil o cumprimento da meta estabelecida pelo CMN.

Este fato faz o BCB elevar excessivamente a taxa de juros para conter a inflação geral, sendo que, normalmente, o responsável pelo aumento excessivo da inflação são os preços administrados que não são afetados pela taxa de juros. O aumento excessivo das taxas de juros mantém a demanda agregada suficientemente reprimida para que seja cumprida a meta de inflação. A Selic é mantida em um patamar superior ao necessário para controlar os preços livres.

Dessa forma o custo do combate à inflação torna-se alto, reduzindo o crescimento econômico e aumentando o desemprego. Uma das soluções para este problema é apresentada no contexto da estrutura de governança tratado a seguir.

4.2.3 Estrutura de Governança da Política Monetária Brasileira

Curado e Oreiro (2005) trazem para a discussão dos maus resultados da economia brasileira a estrutura de governança da política monetária. Acreditam que a atual estrutura não é a mais adequada para o regime de metas de inflação e propõem mudanças na mesma.

Os autores destacam quatro pontos problemáticos na estrutura de governança da política monetária brasileira:

- 1) A instituição responsável pela fixação das metas e a instituição responsável pelo seu cumprimento não são claramente separadas. O presidente do BCB tem participação no CMN, que é a instituição que fixa as metas inflacionárias. Ele faz parte do conselho juntamente com o ministro da fazenda e o ministro do planejamento, podendo também influenciar a fixação das metas.
- 2) As preferências sociais entre inflação e desemprego não são levadas em consideração pelo CMN na fixação das metas. Não existe uma discussão entre os segmentos representativos da sociedade em relação as preferências sociais sobre as taxas de inflação e emprego e nem sobre a velocidade em que as metas devem ser alcançadas.
- 3) Os choques de oferta não podem ser devidamente acomodados pela autoridade monetária. Isso acontece porque o BCB adota o índice de inflação (IPCA) cheio como referência para o regime de metas de inflação. Sendo assim, os choques de oferta provocam a imediata elevação da taxa de juros da economia pelo BCB.
- 4) A formação das expectativas inflacionárias utilizada pelo BCB é deficitária, tendo em vista a participação apenas dos agentes econômicos do mercado financeiro (bancos e sistema financeiro). Estes agentes podem influenciar a taxa de juros para cima caso entrem em acordo apresentando expectativas inflacionárias altas em benefício próprio.

A partir desta estrutura de governança os autores apontam três problemas:

- 1) O BCB, além da autonomia no uso dos instrumentos para operacionalizar a política monetária, ele tem autonomia para fixar os objetivos da política monetária, poder este que deveria ser exercido apenas por representantes eleitos pelo povo.
- 2) As metas de inflação são fixadas de forma arbitrária, não respeitando o grau de aversão da sociedade em relação à inflação e ao desemprego. O autor defende que as políticas de combate a inflação deveriam ser mais realistas.
- 3) Em função das baixas metas de inflação a taxa de juros da economia é mantida em um patamar muito elevado. A Selic encontra-se entre as mais altas taxas de juros do mundo visando uma taxa de inflação de longo prazo de 4,0% ao ano.

Concluindo, são apresentadas algumas soluções para o problema da estrutura de governança da política monetária brasileira:

- 1) Ampliação da composição do CMN – antes do Plano Real o CMN era composto por vinte membros, o que contribuía para uma discussão mais justa e madura a respeito das metas para a economia. Seriam incluídos como membros do conselho segmentos da economia que tivessem maior participação na sociedade como representantes dos trabalhadores, dos empresários e do meio acadêmico.
- 2) Adoção de metas estáveis de inflação – metas muito baixas não seria o caminho ideal, mas a adoção de metas estáveis e críveis de inflação poderia dar mais liberdade ao COPOM na determinação da taxa de juros e conseqüentemente contribuir para o crescimento da demanda agregada e do produto.
- 3) Implementar sistema baseado no núcleo de inflação – desde a implantação do regime os preços administrados vem pressionando o IPCA para cima e isto não reflete a realidade inflacionária do país. Estes preços sobem muito mais que os chamados preços livres fazendo com que o COPOM mantenha a taxa de juros elevada para conter uma inflação que nada tem a ver com a demanda agregada e reduzindo o ritmo de crescimento do país.

Esta discussão agrega argumentos para que o governo se posicione a respeito das desastrosas taxas da economia brasileira e vem reacender o questionamento sobre o sucesso do regime de metas de inflação na política monetária nacional.

5 CONCLUSÃO

Em seu aniversário de oito anos o regime de metas de inflação no Brasil já produziu alguns efeitos significativos: controle da inflação, baixo crescimento da economia e aumento do desemprego.

O controle da inflação em níveis baixos está sendo conquistado, mas vem gerando um efeito desfavorável à economia do país devido às altas taxas de juros da economia. O PIB não vem crescendo de forma satisfatória nem estável desde a implantação do regime em 1999.

ANO	PIB	IPCA	TX DE DESEMPREGO
1994	5,8	26,5	5,1
1995	4,2	14,8	4,6
1996	2,7	9,3	5,4
1997	3,6	7,5	5,7
1998	-0,1	1,7	7,6
1999	0,8	8,94	12,1
2000	4,4	5,97	11,0
2001	1,4	7,6	11,2
2002	1,5	12,53	11,7
2003	-0,22	9,3	12,3
2004	5,2	7,6	11,4
2005	2,3	5,69	9,8
2006	3,7	3,14	10,0

Quadro 5 – Indicadores econômicos – 1994/2006

Fonte: IBGE

Este comportamento insatisfatório da taxa de crescimento do PIB é uma das principais críticas ao regime de metas de inflação. A política econômica vem sendo excessivamente restritiva e demorando em trazer a taxa de juros da economia a um patamar mais baixo, o que elevaria o investimento e conseqüentemente o PIB, melhorando não só os números da economia (consumo, renda, emprego), como também, aumentando a credibilidade dos agentes econômicos na autoridade monetária.

Outro efeito relevante que os dados demonstram é o aumento da taxa de desemprego após a implantação do regime (dados do IBGE podem ser observados na tabela acima). O mesmo fator que vem provocando o baixo desempenho da economia está também ligado ao aumento do desemprego: os baixos investimentos provocados pelos altos juros da economia impedem a geração de novas vagas para absorver o aumento da PEA (População Economicamente Ativa).

Outro entrave ao desenvolvimento do país trazido para esta discussão é a estrutura de governança adotada no Brasil e tratada por Curado e Oreiro (2005). Eles apontam algumas soluções que viabilizariam de forma mais eficaz a condução do regime de metas de inflação: ampliação da composição dos membros do CMN; adoção de metas mais estáveis e viáveis de inflação; e implementação de um sistema baseado no núcleo de inflação.

O sucesso do regime no controle da inflação traria melhor desempenho para a economia quando acompanhado das mudanças sugeridas por Curado e Oreiro, além da diminuição dos juros e do aumento do investimento nos setores industrial, tecnológico, educacional e cultural. As outras variáveis acompanhariam o desenvolvimento do país e o regime se adequaria às necessidades de crescimento da economia brasileira.

REFERÊNCIAS

BANCO CENTRAL NOVA ZELÂNDIA – <http://www.rbnz.gov.nz>. Acesso em: 12 nov. 2006.

BANCO CENTRAL DO CHILE – <http://www.bcentral.cl>. Acesso em: 12 nov. 2006.

BANCO CENTRAL DO BRASIL – <http://www.bacen.gov.br>. Diversos acessos.

BIONDI, Roberta Loboda; TONETO JR., Rudinei. **O Desempenho dos Países que Adotaram o Regime de Metas Inflacionárias: uma Análise Comparativa**. Disponível em: http://www.usp.br/prolam/downloads/2005_2_1.pdf. Acesso em: 27 set. 2006.

CURADO, Marcelo Luiz; OREIRO, José Luis. **Metas de Inflação: uma avaliação do caso brasileiro**. Disponível em: http://www.economia.ufpr.br/publica/textos/2005/Marcelo%20Curado_Oreiro.pdf. Acesso em: 28 set. 2006.

BRASIL. **Decreto n.º 3.088** de 21 de Junho de 1999. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/pre/leisedecretos/Port/Dec3088.asp?idpai=decretos>. Acesso em: 10 out. 2006.

DEZORDI, Lucas Lautert. **A Condução da Política Monetária Brasileira no Regime de Metas de Inflação Uma Abordagem Teórica**. Disponível em: http://dspace.c3sl.ufpr.br/dspace/bitstream/1884/512/2/LUCAS_DEZORDI_FINAL.pdf. Acesso em: 28 set. 2006.

FONTANA, Fabiana Cristina. **Política Monetária: Metas de Inflação - Revisão e Análise de Eficácia**. Disponível em: http://www.cepea.esalq.usp.br/pdf/Cepea_monografia_Fabiana.pdf. Acesso em: 28 set. 2006.

IBGE. Disponível em: <http://www.ibge.gov.br> . Acessos em: 28 set, 11 out, 12 nov 2006, 16 mai, 16 jun, 05 jul 2007.

LOPES, João do Carmo; ROSSETTI, José Paschoal. **Economia Monetária**. São Paulo: Atlas, 2002, 495 p.

LOYO, Eduardo. Metas: sem contra-indicação. **Valor Online**, 2003. Disponível em: <http://www.valoronline.com.br/valoreconomico/materia.asp>. Acesso em: 11 out. 2006.

MENDONÇA, H. F. Metas para a Taxa de Cambio, Agregados Monetários e Inflação. **Revista de Economia Política**. v. 22, n. 1 (85), p. 34-52, jan/mar, 2002.

MODENESI, André de Melo. **Regimes Monetários: teoria e a experiência do real**. Barueri: Manole, 2005, 438 p.

NAKANO, Yoshiaki. Pré condições para o sucesso da política de metas de inflação. **Valor Online**, 2003. Disponível em: <http://www.valoronline.com.br/valoreconomico/materia.asp>. Acesso em: 11 out. 2006.

RELATÓRIO de Inflação – diversos números. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/?RELINF>. Acesso em: 16 mai. 2007.

SANDRONI, Paulo. **Novíssimo Dicionário de Economia**. São Paulo, Best Seller, 2001, 649 p.

Anexo I

Histórico das taxas de juros fixadas pelo Copom e evolução da taxa Selic

Reunião		viés	Período de vigência	Meta SELIC	TBAN	Taxa SELIC
nº	data			% a.a. <u>(1)(6)</u>	% a.m. <u>(2)(6)</u>	% <u>(3)</u>
126ª	18/04/2007		19/04/2007 -	12,50		
125ª	07/03/2007		08/03/2007 - 18/04/2007	12,75	1,38	12,68
124ª	24/01/2007		25/01/2007 - 07/03/2007	13,00	1,36	12,93
123ª	29/11/2006		30/11/2006 - 24/01/2007	13,25	1,89	13,19
122ª	18/10/2006		19/10/2006 - 29/11/2006	13,75	1,43	13,67
121ª	30/08/2006		31/08/2006 - 18/10/2006	14,25	1,75	14,17
120ª	19/07/2006		20/07/2006 - 30/08/2006	14,75	1,64	14,67
119ª	31/05/2006		01/06/2006 - 19/07/2006	15,25	1,92	15,18
118ª	19/04/2006		20/04/2006 - 31/05/2006	15,75	1,69	15,72
117ª	08/03/2006		09/03/2006 - 19/04/2006	16,50	1,77	16,50
116ª	18/01/2006		19/01/2006 - 08/03/2006	17,25	2,11	17,26
115ª	14/12/2005		15/12/2005 - 18/01/2006	18,00	1,66	18,00
114ª	23/11/2005		24/11/2005 - 14/12/2005	18,50	1,01	18,49
113ª	19/10/2005		20/10/2005 - 23/11/2005	19,00	1,60	18,98
112ª	14/09/2005		15/09/2005 - 19/10/2005	19,50	1,71	19,48
111ª	17/08/2005		18/08/2005 - 14/09/2005	19,75	1,37	19,74
110ª	20/07/2005		21/07/2005 - 17/08/2005	19,75	1,44	19,75
109ª	15/06/2005		16/06/2005 - 20/07/2005	19,75	1,80	19,73
108ª	18/05/2005		19/05/2005 - 15/06/2005	19,75	1,37	19,75
107ª	20/04/2005		22/04/2005 - 18/05/2005	19,50	1,35	19,51
106ª	16/03/2005		17/03/2005 - 21/04/2005	19,25	1,69	19,24
105ª	16/02/2005		17/02/2005 - 16/03/2005	18,75	1,37	18,75
104ª	19/01/2005		20/01/2005 - 16/02/2005	18,25	1,20	18,25
103ª	15/12/2004		16/12/2004 - 19/01/2005	17,75	1,63	17,74
102ª	17/11/2004		18/11/2004 - 15/12/2004	17,25	1,27	17,23
101ª	20/10/2004		21/10/2004 - 17/11/2004	16,75	1,11	16,71
100ª	15/09/2004		16/09/2004 - 20/10/2004	16,25	1,44	16,23
99ª	18/08/2004		19/08/2004 - 15/09/2004	16,00	1,12	15,90
98ª	21/07/2004		22/07/2004 - 18/08/2004	16,00	1,17	15,83
97ª	16/06/2004		17/06/2004 - 21/07/2004	16,00	1,46	15,79
96ª	19/05/2004		20/05/2004 - 16/06/2004	16,00	1,11	15,79
95ª	14/04/2004		15/04/2004 - 19/05/2004	16,00	1,41	15,80
94ª	17/03/2004		18/03/2004 - 14/04/2004	16,25	1,13	16,09
93ª	18/02/2004		19/02/2004 - 17/03/2004	16,50	1,08	16,28
92ª	21/01/2004		22/01/2004 - 18/02/2004	16,50	1,21	16,30
91ª	17/12/2003		18/12/2003 - 21/01/2004	16,50	1,39	16,32
90ª	19/11/2003		20/11/2003 - 17/12/2003	17,50	1,28	17,32
89ª	22/10/2003		23/10/2003 - 19/11/2003	19,00	1,38	18,84
88ª	17/09/2003		18/09/2003 - 22/10/2003	20,00	1,81	19,84
87ª	20/08/2003		21/08/2003 - 17/09/2003	22,00	1,58	21,84
86ª	23/07/2003		24/07/2003 - 20/08/2003	24,50	1,74	24,32
85ª	18/06/2003		19/06/2003 - 23/07/2003	26,00	2,21	25,74
84ª	21/05/2003		22/05/2003 - 18/06/2003	26,50	1,87	26,27
83ª	23/04/2003		24/04/2003 - 21/05/2003	26,50	1,78	26,32
82ª	19/03/2003	alta	20/03/2003 - 23/04/2003	26,50	2,16	26,32

81 ^a	19/02/2003		20/02/2003 - 19/03/2003	26,50	1,68	26,30
80 ^a	22/01/2003		23/01/2003 - 19/02/2003	25,50	1,81	25,36
79 ^a	18/12/2002		19/12/2002 - 22/01/2003	25,00	2,05	24,90
78 ^a	20/11/2002		21/11/2002 - 18/12/2002	22,00	1,58	21,90
77 ^a	23/10/2002		24/10/2002 - 20/11/2002	21,00	1,44	20,90
76 ^a	ex. 14/10/2002		15/10/2002 - 23/10/2002	21,00	0,53	20,90
75 ^a	18/09/2002		19/09/2002 - 14/10/2002	18,00	1,18	17,90
74 ^a	21/08/2002	baixa	22/08/2002 - 18/09/2002	18,00	1,31	17,87
73 ^a	17/07/2002		18/07/2002 - 21/08/2002	18,00	1,64	17,86
72 ^a	19/06/2002	baixa	20/06/2002 - 17/07/2002	18,50	1,35	18,40
71 ^a	22/05/2002		23/05/2002 - 19/06/2002	18,50	1,26	18,07
70 ^a	17/04/2002		18/04/2002 - 22/05/2002	18,50	1,62	18,35
69 ^a	20/03/2002		21/03/2002 - 17/04/2002	18,50	1,28	18,45
68 ^a	20/02/2002		21/02/2002 - 20/03/2002	18,75	1,38	18,80
67 ^a	23/01/2002		24/01/2002 - 20/02/2002	19,00	1,25	19,05
66 ^a	19/12/2001		20/12/2001 - 23/01/2002	19,00	1,60	19,05
65 ^a	21/11/2001		22/11/2001 - 19/12/2001	19,00	1,39	19,05
64 ^a	17/10/2001		18/10/2001 - 21/11/2001	19,00	1,60	19,05
63 ^a	19/09/2001		20/09/2001 - 17/10/2001	19,00	1,32	19,07
62 ^a	22/08/2001		23/08/2001 - 19/09/2001	19,00	1,32	19,04
61 ^a	18/07/2001		19/07/2001 - 22/08/2001	19,00	1,74	18,96
60 ^a	20/06/2001	baixa	21/06/2001 - 18/07/2001	18,25	1,34	18,31
59 ^a	23/05/2001		24/05/2001 - 20/06/2001	16,75	1,17	16,76
58 ^a	18/04/2001		19/04/2001 - 23/05/2001	16,25	1,45	16,30
57 ^a	21/03/2001		22/03/2001 - 18/04/2001	15,75	1,11	15,84
56 ^a	14/02/2001		15/02/2001 - 21/03/2001	15,25	1,30	15,20
55 ^a	17/01/2001		18/01/2001 - 14/02/2001	15,25	1,13	15,19
54 ^a	20/12/2000		21/12/2000 - 17/01/2001	15,75	1,05	15,76
53 ^a	22/11/2000		23/11/2000 - 20/12/2000	16,50	1,21	16,38
52 ^a	18/10/2000		19/10/2000 - 22/11/2000	16,50	1,41	16,56
51 ^a	20/09/2000		21/09/2000 - 18/10/2000	16,50	1,16	16,60
50 ^a	23/08/2000		24/08/2000 - 20/09/2000	16,50	1,16	16,54
49 ^a	19/07/2000		20/07/2000 - 23/08/2000	16,50	1,53	16,51
48 ^a		uso/baixa	10/07/2000 - 19/07/2000	17,00	0,50	16,96
	20/06/2000	baixa	21/06/2000 - 07/07/2000	17,50	0,76	17,34
47 ^a	24/05/2000		25/05/2000 - 20/06/2000	18,50	1,28	18,39
46 ^a	19/04/2000		20/04/2000 - 24/05/2000	18,50	1,57	18,55
45 ^a		uso/baixa	29/03/2000 - 19/04/2000	18,50	1,09	18,60
	22/03/2000	baixa	23/03/2000 - 28/03/2000	19,00	0,28	18,94
44 ^a	16/02/2000		17/02/2000 - 22/03/2000	19,00	1,59	18,88
43 ^a	19/01/2000		20/01/2000 - 16/02/2000	19,00	1,45	18,87
42 ^a	15/12/1999		16/12/1999 - 19/01/2000	19,00	1,74	19,00
41 ^a	10/11/1999		11/11/1999 - 15/12/1999	19,00	1,67	18,99
40 ^a	06/10/1999	baixa	07/10/1999 - 10/11/1999	19,00	1,59	18,87
39 ^a	22/09/1999		23/09/1999 - 06/10/1999	19,00	0,69	19,01
38 ^a	01/09/1999		02/09/1999 - 22/09/1999	19,50	1,00	19,52
37 ^a	28/07/1999		29/07/1999 - 01/09/1999	19,50	1,78	19,51
36 ^a	23/06/1999	baixa	24/06/1999 - 28/07/1999	21,00	1,90	20,88
35 ^a		uso/baixa	09/06/1999 - 23/06/1999	22,00	0,87	21,92

	19/05/1999	baixa	20/05/1999 - 08/06/1999	23,50		1,09	23,36
34 ^a		uso/baixa	13/05/1999 - 19/05/1999	27,00		0,47	26,96
		uso/baixa	10/05/1999 - 12/05/1999	29,50		0,31	29,53
		uso/baixa	29/04/1999 - 07/05/1999	32,00		0,77	31,91
	14/04/1999	baixa	15/04/1999 - 28/04/1999	34,00		1,05	33,92
33 ^a		uso/baixa	06/04/1999 - 14/04/1999	39,50		0,93	39,42
		uso/baixa	25/03/1999 - 05/04/1999	42,00		0,84	41,96
	04/03/1999	baixa	05/03/1999 - 24/03/1999	45,00		2,08	44,95
32 ^a	18/01/1999		19/01/1999 - 04/03/1999	25,00	41,00	3,98	37,34
31 ^a	16/12/1998		17/12/1998 - 18/01/1999	29,00	36,00	2,16	29,21
30 ^a	11/11/1998		12/11/1998 - 16/12/1998	19,00	42,25	3,02	34,93
29 ^a	07/10/1998		08/10/1998 - 11/11/1998	19,00	49,75	3,26	42,12
28 ^a ex.	10/09/1998		11/09/1998 - 07/10/1998	19,00	49,75	2,58	40,18
27 ^a	02/09/1998		03/09/1998 - 10/09/1998	19,00	29,75	0,45	25,49
26 ^a	29/07/1998		30/07/1998 - 02/09/1998	19,75	25,75	1,76	19,25
25 ^a	24/06/1998		25/06/1998 - 29/07/1998	21,00	28,00	1,86	20,45
24 ^a	20/05/1998		21/05/1998 - 24/06/1998	21,75	29,75	1,85	21,23
23 ^a	15/04/1998		16/04/1998 - 20/05/1998	23,25	35,25	1,92	23,16
22 ^a	04/03/1998		05/03/1998 - 15/04/1998	28,00	38,00	2,74	27,51
21 ^a	28/01/1998		29/01/1998 - 04/03/1998	34,50	42,00	2,72	34,20
20 ^a	17/12/1997		02/01/1998 - 28/01/1998	38,00	43,00	2,43	37,47
19 ^a	19/11/1997		01/12/1997 - 31/12/1997	2,90	3,15	2,97	39,87
18 ^a ex.	30/10/1997		31/10/1997 - 30/11/1997	3,05	3,23	3,18	45,67
17 ^a	22/10/1997		01/11/1997 - 30/11/1997	1,58	1,78	(5)	(5)
16 ^a	17/09/1997		01/10/1997 - 30/10/1997	1,58	1,78	1,53	19,05
15 ^a	20/08/1997		01/09/1997 - 30/09/1997	1,58	1,78	1,59	19,81
14 ^a	23/07/1997		01/08/1997 - 31/08/1997	1,58	1,78	1,59	20,78
13 ^a	18/06/1997		01/07/1997 - 31/07/1997	1,58	1,78	1,60	19,04
12 ^a	21/05/1997		01/06/1997 - 30/06/1997	1,58	1,78	1,61	21,08
11 ^a	16/04/1997		01/05/1997 - 31/05/1997	1,58	1,78	1,58	21,91
10 ^a	19/03/1997		01/04/1997 - 30/04/1997	1,58	1,78	1,66	21,84
9 ^a	19/02/1997		01/03/1997 - 31/03/1997	1,62	1,80	1,64	24,11
8 ^a	22/01/1997		01/02/1997 - 28/02/1997	1,66	1,84	1,67	26,14
7 ^a	18/12/1996		01/01/1997 - 31/01/1997	1,70	1,88	1,73	21,73
6 ^a	27/11/1996		01/12/1996 - 31/12/1996	1,74	1,90	1,80	23,94
5 ^a	23/10/1996		01/11/1996 - 30/11/1996	1,78	1,90	1,80	25,27
4 ^a	23/09/1996		01/10/1996 - 31/10/1996	1,82	1,93	1,86	23,48
3 ^a	21/08/1996		01/09/1996 - 30/09/1996	1,88		1,90	25,40
2 ^a	30/07/1996		01/08/1996 - 31/08/1996	1,90		1,97	25,01
1 ^a	26/06/1996		01/07/1996 - 31/07/1996	1,90		1,93	23,28

(1) No período de 1/7/96 a 4/3/99, o COPOM fixava a TBC e, a partir de 5/3/99, com a extinção desta, passou a divulgar a meta para a Taxa SELIC para fins de política monetária.

(2) A TBAN foi criada em 28/8/96 e extinta em 4/3/99.

(3) Taxa de juros acumulada no período.

(4) Taxa média diária de juros, anualizada com base em 252 dias úteis.

(5) As taxas de juros fixadas na 17^a reunião não entraram em vigor.

(6) A partir de 2/01/98, as taxas de juros passaram a ser fixadas na expressão anual.

Convenção:

ex. - Reunião Extraordinária

baixa - Reunião em que a meta para a Taxa SELIC foi fixada com viés de baixa.

alta - Reunião em que a meta para a Taxa SELIC foi fixada com viés de alta.

viés - Utilização da faculdade para alterar a meta para a Taxa SELIC entre reuniões do COPOM.

