

**O Regime de Metas Inflacionárias e Sua Instituição no Brasil.**

## RESUMO

Na busca pela estabilidade de preços, muitos países têm usado de diferentes formas, a política monetária. Nos últimos anos, embasado na teoria neoclássica, difundiu-se um modelo em vários países, inclusive no Brasil, conhecido como Regime de Metas Inflacionárias. Tal regime é um método de política monetária que tem como principal instrumento de controle de preço, a taxa de juros e, o primeiro país a adotar esse regime foi à Nova Zelândia em 1990. O Brasil, por sua vez, adotou o regime de metas de inflação em 1999 e, desde então, o Banco Central vem estipulando metas anuais para a inflação e enfrentando desafios para manter estabilidade de preços. O Tema o Regime de Metas Inflacionárias e sua instituição no Brasil foi escolhido devido à importância que tal regime tem para manter a estabilidade de preços e como ele faz uso de políticas monetárias para alcançar tais objetivos. No Brasil, desde a implantação das metas de inflação, apenas em três anos, tais metas não foram alcançadas, mostrando a eficiência do regime em controlar o nível de preços. Porém, alguns autores defendem que mesmo o regime de metas de inflação sendo eficiente para a redução dos preços, esse regime causando um impacto negativo na economia, porque as elevadas taxas de juros prejudicam o produto.

Palavras Chaves: Inflação. Taxa de Juros. Política Monetária.

## **ABSTRACT**

In the quest for price stability, many countries have used different forms, monetary policy. In recent years, based on the neoclassical theory, spread a model in several countries, including Brazil, known as inflation targeting regime. Such a scheme is a method of monetary policy that has as its main tool to control price, interest rate, and the first country to adopt this regime came to New Zealand in 1990. Brazil, in turn, adopted the inflation targeting regime in 1999 and since then, the Central Bank has stipulating annual targets for inflation and facing challenges to maintain price stability. The Fear the inflation targeting regime in Brazil was chosen because of the importance that such a scheme is to maintain price stability and how it makes use of monetary policy to achieve these goals. In Brazil, since the implementation of inflation targeting, in just three years, these targets were not achieved, showing the efficiency of the system to control the price level. However, some authors argue that even the regime of inflation targeting is effective for the reduction of prices, this system causing a negative impact on the economy, because high interest rates affect the product.

Keywords: Inflation. Interest Rate. Monetary policy.

## LISTA DE TABELAS

TABELA 1 Metas de Inflação e Taxas de Inflação alcançada.....	46
TABELA 2 – Evolução de algumas variáveis selecionadas em % - período: 1999 a 2012.....	54
TABELA 3 – Volatilidade das variáveis % – períodos: 1996 – 2004.....	57
TABELA 4 – Médias das taxas de Inflação e Crescimento do Produto - Período: 1996 – 2004.....	58

## **LISTA DE GRÁFICOS**

GRÁFICO 1 – A Evolução do PIB e do IPCA no Brasil entre 1999 a 2012.....	53
--	----

## **LISTA DE SIGLAS**

BACEN – Banco Central do Brasil

CMN – Conselho Monetário Nacional

COPOM – Comitê de Política Monetária

EUA – Estados Unidos da América

IBC – Independência do Banco Central

IBGE – Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística

IPCA – Índice de Preços ao Consumidor Amplo

PROER – Programa de Estimulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro

SELIC – Sistema de Liquidação e Custódia

TQPE – Teoria Quantitativa da Política Econômica

## SUMÁRIO

<b>1. INTRODUÇÃO .....</b>	<b>8</b>
<b>2. FUNDAMENTOS TEÓRICOS DO REGIME DE METAS INFLACIONÁRIAS: O MODELO NOVO CLÁSSICO.....</b>	<b>10</b>
<b>2.1. O modelo Novo Clássico e suas hipóteses.....</b>	<b>11</b>
2.1.1. A hipótese das Expectativas Racionais .....	11
2.1.2. A Oferta Agregada de Lucas .....	14
2.1.3. A hipótese de Equilíbrio Contínuo dos Mercados.....	18
<b>3. IMPLICAÇÕES DO MODELO NOVO CLÁSSICO .....</b>	<b>20</b>
3.1. A Política Monetária Ineficiente .....	20
3.2. A Dinâmica Temporal da Política Monetária e o Viés Inflacionário .....	21
3.2.1. O equilíbrio segundo a reputação da Autoridade Monetária .....	23
3.2.2. A Independência do Banco Central (IBC) .....	25
<b>4. A OPERACIONALIZAÇÃO DO REGIME DE METAS INFLACIONÁRIAS .....</b>	<b>27</b>
4.1. Elementos Fundamentais e a Estabilidade de Preços .....	27
4.2. Vantagens e Desvantagens .....	29
4.3. A crítica pós-keynesiana ao regime de metas de inflação .....	32
<b>5. O BRASIL E O REGIME DE METAS INFLACIONÁRIAS .....</b>	<b>35</b>
5.1. A economia brasileira antes da adoção das metas de inflação.....	35
5.2. A Instituição das Metas de Inflação no Brasil.....	38
5.3. O desempenho do regime de metas de inflação Brasileiro .....	41
5.4. Resultados dos países selecionados nos primeiros anos de adoção das metas de inflação.....	52
<b>6. CONCLUSÃO .....</b>	<b>57</b>
<b>REFERÊNCIAS.....</b>	<b>60</b>

## 1. INTRODUÇÃO

Nos últimos anos, vários países vêm buscando diferentes estratégias de política econômica que tem como base as âncoras nominais, para manter controlado o nível de preços. Dessa maneira, a partir da década de 1990, surgiu no mundo, de acordo com Sicsú (2002), um novo modelo de política monetária denominado regime de metas inflacionárias.

O país pioneiro em adotar esse tipo de política foi à Nova Zelândia, em 1990 e, de acordo com Giambiagi, Mathias e Velho (2006), a maneira na qual esse país conduz a política monetária, é considerado como um excelente método, pois, o regime de metas inflacionárias é “claro, transparente e desfruta de alta credibilidade, enquanto o arranjo institucional propicia uma supervisão atraente” (GIAMBIAGI; MATHIAS; VELHO, 2006, p.3).

Outros países desenvolvidos, de acordo com Sicsú (2002), passaram, também, a aplicar a política de metas inflação, como por exemplo, Canadá (1991), Reino Unido (1992), Suécia (1993), Finlândia (1993), Austrália (1994) e Espanha (1994) sendo que, ainda, segundo o mesmo autor, após a adoção das metas, a inflação se mostrou declinante nos países citados. Porém, os países desenvolvidos não foram os únicos a optarem por esse tipo de política monetária, como também, vários países emergentes passaram a aderir a esse tipo de política econômica.

O Brasil que é considerado um país emergente, por sua vez, conforme Sicsú (2002), também optou pela adoção das metas inflação sendo que, essa adoção, ocorreu em 1999. O intuito da autoridade monetária brasileira ao adotar essa política, era manter estável o nível de preços. Nessa época, segundo Curado e Oreiro (2005), o Real, que já era a moeda do país, começou a sofrer um ataque especulativo a partir do qual, a autoridade monetária se viu obrigada a abandonar o regime de bandas cambiais, pois as bandas cambiais já não conseguiam dar conta de manter os níveis de preços controlados.

O regime de metas inflacionárias, conforme Modenesi (2005) é fundamentado na teoria novo clássica do pensamento econômico, segundo a qual, os agentes econômicos são considerados racionais e as expectativas desses agentes são também racionais, no sentido de que elas são baseadas em informações passadas e presentes, sendo que os agentes possuem todas as informações disponíveis. Esse regime, ainda segundo Modenesi (2005), essa política é considerada uma

decomposição da tese de independência do Banco Central (IBC) e, tal modelo foi desenvolvido por Rogoff e Walsh. A referida tese defende “a existência de uma relação negativa entre a taxa média de inflação e o grau de independência do Banco Central” (MODENESI, 2005, p.136).

O regime de metas inflacionárias é uma estratégia de política econômica na qual o governo ou parlamento define uma meta para inflação e a autoridade monetária tem a responsabilidade de alcançá-la. Conforme Biondi e Toneto Jr. (2005), a política monetária funciona da seguinte maneira, a taxa de juros é usada como o principal instrumento de controle do processo inflacionário e ela é definida segundo a Regra de Taylor, ou seja, toda vez que os preços começarem a subir, a taxa de juros também, deve sofrer uma elevação e, se acontecer o contrário, a taxa de juros deve ser reduzida.

Alguns autores negam que haja eficiência das metas inflacionárias quanto ao controle do nível de preços. Biondi e Toneto Jr. (2005) argumentam que um regime em que a política monetária está voltada apenas para manter os níveis de preços estáveis, acaba tornando essa política agressiva, sendo prejudicial à economia.

Por essas razões, torna-se relevante fazer uma análise da implementação do regime de metas inflacionárias na economia brasileira para verificar se houve redução nos níveis de preços, como é esperado. Com isso o estudo pretende contribuir para a interpretação da estratégia de política monetária e sua eficiência sobre o desempenho da inflação no país.

Dessa maneira, esse trabalho tem como objetivo, fazer uma análise do Regime de Metas Inflacionárias no Brasil, apontando suas características, seu embasamento teórico, suas vantagens e desvantagens na economia Brasileira e os resultados alcançados. Será apresentado também, resultados dos países que adotaram as metas de inflação entre 1996 a 2004, com o intuito de verificar se houve queda na inflação após a adoção das metas de inflação.

## **2. FUNDAMENTOS TEÓRICOS DO REGIME DE METAS INFLACIONÁRIAS: O MODELO NOVO CLÁSSICO**

Na década de 1980, segundo Modenesi (2005), o surgimento do monetarismo da síntese neoclássica, “representou uma terceira revolução na história do pensamento macroeconômico” (MODENESI, 2005, p. 135). Com essa revolução, colocou-se em dúvida a validade teórica da teoria monetarista.

A teoria Novo Clássica é considerada, ainda, segundo Modenesi (2005), uma decomposição da teoria monetária de Friedman, pois, a síntese Novo Clássica incorpora a existência de uma taxa natural de desemprego e incorpora também a ideia de que “a inflação é um fenômeno meramente monetário” (MODENESI, 2005, p. 139).

O resultado mais importante destacado pelos neoclássicos em relação aos regimes monetários passa ser a existência do viés inflacionário, que segundo Sicsú (2002), é o chamado ciclo político eleitoral. O viés representa a situação em que, na busca de bons resultados no curto prazo, que, viabilizem a permanência dos políticos no poder, ocorre intervenção na economia com adoção de medidas consideradas inconsistentes, como por exemplo, amplia-se a oferta de moeda e/ou reduz a taxa de juros com o objetivo de reduzir o desemprego, “explorando a inclinação negativa da curva de Phillips no curto prazo” (RODRIGUES, 2003, p.9). Como essa teoria postula que a política monetária afeta as variáveis apenas no curto prazo, quando houver uma expansão da oferta de moeda, ocorrerá uma elevação dos preços e, com isso, o desemprego estará no mesmo nível da taxa natural.

Modenesi (2005) considera o regime de metas inflacionárias como a principal proposição de política econômica da teoria novo clássica. Ainda, segundo o mesmo autor, esse regime pode ser considerado como uma decomposição da tese de Independência do Banco Central (IBC), que aponta uma relação negativa entre a taxa média de inflação e o grau de independência do Banco Central, que foi verificada após estudos feitos em países industrializados.

No próximo tópico, serão apresentadas as hipóteses que se referem à política de metas inflacionárias. Através dessas hipóteses, pretende-se esclarecer como funciona esse regime.

## **2.1. O modelo Novo Clássico e suas hipóteses**

Como citado anteriormente, o modelo novo clássico pode ser considerado um decomposição da teoria Monetarista, pois engloba a mesma concepção de inflação e a hipótese de existência de uma taxa natural de desemprego. Porém, há algumas inovações no modelo novo clássico que o distanciam das demais hipóteses da teoria de Friedman.

Modenesi (2005) aponta as diferenças entre teoria Novo Clássica e a teoria monetária de Friedman. A teoria neoclássica assume que os agentes econômicos são racionais, ou seja, as expectativas desses agentes são formadas de acordo com todas as informações disponíveis. Já no monetarismo de Friedman, os agentes econômicos formavam expectativas adaptativas, ou seja, as pessoas formulavam suas expectativas futuras, de acordo com as informações passadas. Outra hipótese que diferencia os novos clássicos de Friedman tem a ver com os postulados que ilustram a oferta agregada e a última diferença está relacionada também, ao equilíbrio contínuo dos mercados, já que para o monetarismo de Friedman, admite-se a existência de desequilíbrios no mercado.

Portanto, essas são as inovações apresentadas pela síntese neoclássica que serão discutidas com mais ênfase a seguir.

### **2.1.1. A hipótese das Expectativas Racionais**

As expectativas racionais, de acordo com Santos (2003), são formuladas através de informações não apenas passadas como ocorrem no monetarismo de Friedman, mas os agentes econômicos também levam em consideração as informações futuras.

Conforme Modenesi (2005), a teoria das expectativas racionais foi elaborada por John Muth no ano de 1981, e associada à teoria neoclássica na década de 1970. Muth, ainda, citado por Modenesi (2005), defende “que os agentes econômicos maximizam a utilização de toda a informação disponível ao formarem suas expectativas”. (MODENESI, 2005, p. 141)

Na sua versão mais forte da hipótese de expectativas racionais, Froyen (2002) defende que a expectativa subjetiva dos agentes econômicos relacionada a um tipo de variável é igual à esperança matemática objetiva dessa mesma variável,

ou seja, isso significa que as expectativas dos agentes não são piores do que as previsões feitas pelos modelos pertinentes.

Dadas essas informações, conclui-se, segundo Modenesi (2005), que a expectativa de inflação é sempre igual à esperança matemática da inflação submetida ao conjunto de informações que se tem disponível. Nesse contexto, conclui-se, também, caso a formulação das expectativas seja racional, a expectativa de inflação não pode atribuir uma direção errada. Isso não significa que os agentes econômicos consigam prever o futuro com perfeição. Porém, ainda segundo o mesmo autor, os agentes econômicos podem cometer erros, pois as informações que tais agentes possuem podem ser incompletas e, mesmo os agentes cometendo erros, tais erros nunca serão erros sistêmicos.

Levando em consideração que os agentes econômicos não cometem erros sistêmicos e suas expectativas são formadas através do conhecimento de todas as informações, então:

Caso a autoridade monetária queira explorar a inclinação negativa da curva de Phillips aproveitando-se da opção conflitiva – *trade off* - entre inflação e desemprego, o resultado de uma expansão monetária fará com que o nível de emprego se eleve (somente) enquanto os trabalhadores guardam a falsa expectativa de que os preços se encontram no mesmo nível anterior e aceitam o salário nominal mais alto oferecido pelas firmas. Passado esse prazo, ou no longo prazo, os empregos gerados devido aos equívocos das expectativas dos trabalhadores voltarão ao seu nível original que é a taxa de desemprego natural e a economia terá experimentado somente mais inflação. (RODRIGUES, 2003, p.8)

Conforme Carvalho e outros (2001), a teoria nova clássica argumenta que, o governo deve evitar em aplicar apenas uma política monetária que não seja com informações absolutamente conhecidas, ou seja, que causam efeitos reais sobre as variáveis da economia. Mendonça (2002) argumenta que quando há livre acesso às informações, a chance de ilusão monetária ocorrer, elemento que ilustra o *trade off* entre inflação e desemprego, deixa de existir, ou seja, “as variações na política monetária, sob expectativas racionais, não são capazes de afetar o lado real da economia” (MENDONÇA, 2002, p. 47).

Segundo Rodrigues (2003), as autoridades monetárias tendem a guiar as expectativas de maneira que os agentes econômicos não sejam surpreendidos, de forma que haverá incertezas quanto ao ambiente econômico, gerando distúrbios na economia. Ainda segundo o mesmo autor, se os agentes perceberem que o governo

tem intenção de alterar os rumos da política monetária, então, os preços seguirão os mesmos caminhos. Pois:

Em uma economia sujeita a este tipo de expectativas, qualquer atitude discricionária do Banco Central produz “ruídos” que podem levar os agentes formadores de preços a errar. Os erros diminuem a credibilidade do Banco Central, ao mesmo tempo em que produzem efeito sobre o nível de produto somente no curto prazo (...). Os efeitos de curto prazo sobre o emprego e renda, no entanto, tendem a se dissipar no longo prazo. (CROCCO; JAYME JR, 2003, p.7)

Como defende Froyen (2002), uma política monetária prevista alteraria apenas o nível de preços, devido ao fato de que os trabalhadores acabam percebendo que o aumento do estoque monetário faz com que os preços se elevem.

De acordo ainda com Froyen (2002), uma política monetária expansionista imprevista, conhecida como “surpresa monetária”, faz com que haja uma expansão da atividade econômica e redução do nível de desemprego da economia. Isso acontece, porque, segundo Carvalho e outros (2001) haveria uma desilusão das expectativas de variação do estoque de moeda e os agentes cometeriam erros expectacionais. Mas, de acordo com Froyen (2002), como os agentes são racionais e não cometem erros sistêmicos, no longo prazo, a surpresa monetária deixaria de existir. Isto ocorreria, porque os agentes entenderiam os incentivos dos formuladores de política econômica. Então, como defendem Resende e Lima (2007), se o governo persistisse com a expansão monetária, o efeito obtido seriam taxas de inflação cada vez maiores.

Quando os formuladores de política monetária possuem boa reputação e credibilidade, os teóricos que trabalham com a ideia de expectativas racionais, acreditam que a inflação esperada acaba convergindo para inflação anunciada. Como destacam Resende e Lima (2007), as regras de políticas monetárias devem ser seguidas severamente para que se alcance a credibilidade, portanto, o governo deve ser transparente.

Caso os agentes racionais cometessem erros sistêmicos, conforme Modenesi (2005), tais agentes aprenderiam com seus erros e não os cometeriam novamente e por fim, reformulariam suas expectativas. Portanto, as expectativas relacionadas à inflação serão iguais à taxa de inflação mais um erro aleatório, sendo que os erros

são variáveis aleatórias independentes e identicamente distribuídas, ou seja, possuem média zero, variância mínima e erros não correlacionados serialmente.

A hipótese relacionada às expectativas racionais, de acordo com Sicsú (2002), não defende que os agentes econômicos conhecem a teoria econômica relevante, porém, há a suposição que tais agentes agem como se conhecessem tal modelo.

Portanto, o regime de metas inflacionárias tem como base a hipótese de existência de expectativas racionais, porque, a autoridade responsável pela política monetária se compromete a perseguir a inflação que foi anunciada para o público. Desse modo, os agentes formam expectativas inflacionárias; porém, conforme Resende e Lima (2007), isso só ocorrerá se o governo tiver uma boa reputação.

### **2.1.2. A Oferta Agregada de Lucas**

Do mesmo modo que as expectativas racionais assumem diferentes formas, a hipótese quanto à oferta agregada também possui. No modelo novo clássico, os agentes econômicos, segundo Modenesi (2005), são racionais, maximizadores e as decisões de oferta estão relacionadas aos preços relativos e, quando há um aumento no preço de algum bem, isso induz o produtor deste bem, a aumentar a quantidade ofertada.

Os postulados quanto à oferta agregada no modelo neoclássico, de acordo com Froyen (2002), foram formuladas por Robert Lucas e tal autor defendia que a economia é formada por muitos mercados e que esses mercados estariam sempre equilibrados. Ainda, conforme Froyen (2002), a demanda nesses mercados é dividida de forma desigual, o produto nominal é determinado pela demanda e a quantidade produzida e, cada um desses mercados seria formado por dois componentes, sendo um componente normal, ou seja, comum a todos os mercados e um componente cíclico, que varia de mercado para mercado.

Segundo Modenesi (2005), as hipóteses relacionadas à oferta agregada foram formuladas por Lucas e Rapping em 1969, a partir do mercado de trabalho. Ainda segundo o mesmo autor, Lucas e Rapping argumentavam que os trabalhadores estariam cientes de qual seria o salário real médio e que por essa razão, em cada momento eles definiriam quanto tempo seria gastado tanto para o lazer, quanto para trabalho, de acordo com o nível de salário real corrente. Portanto,

se o salário real corrente for maior salário real médio, os trabalhadores passariam a ofertar mais trabalho no tempo corrente, abrindo mão de algumas horas de lazer, de modo que futuramente iriam desfrutar de mais horas de lazer, esperando-se que o trabalho real se reduza ao nível médio.

Caso contrário, se o salário real corrente caísse abaixo do salário real médio, os trabalhadores optariam por mais horas de lazer no tempo corrente ao invés de trabalho, de maneira que futuramente o tempo despendido em trabalho será maior, pois o salário real se elevará para o seu nível médio.

A oferta de trabalho muda de acordo com as mudanças temporárias do salário real quando os trabalhadores substituem lazer por trabalho ou trabalho por lazer, de acordo com o nível de salário. Com isso, há escolhas voluntárias dos trabalhadores no que diz respeito às variações no nível de emprego, pois eles decidem o quanto ofertarão de trabalho com base na percepção do salário real.

Lucas, citado por Froyen (2002), argumentou quanto à formulação da oferta agregada que as informações disponíveis são de grande relevância no que diz respeito às decisões de oferta. Lucas, ainda citado por Froyen (2002), destacou como ponto central a existência de informação incompleta por parte das firmas, ou seja, em algum momento, as firmas conhecem os preços de seus bens, mas não conhecem o nível geral de preços.

De acordo com Modenesi (2005), suponhamos a existência de dois mercados X e Y e que tais mercados são competidores, não existe a possibilidade de arbitragem e apenas um produto é transacionado. Considera-se, também, que os números de produtores e consumidores são fixos nesses mercados e que a alocação dos mesmos é aleatória. Dado que os mercados são fisicamente separados, ou seja, não há possibilidade de arbitragem, as variações no número de consumidores nos mercados X e Y determinarão a variação do preço do bem nos dois mercados. Ou seja, caso aumente a quantidade de consumidores no mercado X, as quantidades demandadas do bem aumentarão, acarretando também o aumento do preço do bem transacionado. Isso é considerado, segundo Modenesi (2005), um distúrbio real que causa um impacto tanto na mudança, quanto na quantidade ótima a ser produzida. Considerando-se que o nível geral de preços depende, de forma positiva, do estoque de moeda e que um aumento na oferta de moeda aumenta o preço no mercado X e Y. Isso é considerado um distúrbio monetário e não causa um impacto na quantidade a ser produzida.

As firmas, de acordo com Froyen (2002), não reparam o nível geral de preços, elas apenas observam os preços de seus produtos em cada período, portanto, as variações nos preços podem estar relacionadas a um distúrbio real ou um distúrbio monetário e, com isso, ocorre o que se chama de extração de sinal, ou seja, as empresas não conseguem diferenciar as oscilações nos preços, se tais variações ocorrem nos seus preços relativos ou se ocorrem no nível geral de preços.

No caso de ocorrer um distúrbio real, a resposta racional das firmas a esse distúrbio seria o de aumentar a produção. Porém, se ocorre um distúrbio monetário, os produtores reagiriam de forma racional de modo que a quantidade produzida permaneceria a mesma.

Dessa maneira, segundo Modenesi (2005), o modelo de Lucas quanto à oferta agregada funcionaria da seguinte maneira:

Parta de uma situação inicial de equilíbrio em que os níveis de produto e de emprego se igualam às suas respectivas taxas naturais. Suponha que a expectativa de inflação é zero e que uma elevação inesperada do estoque monetário determina um aumento do nível geral de preços, mantendo-se constante os preços relativos. Diante dessa elevação inesperada da inflação, as firmas irão erroneamente interpretar uma variação no nível geral de preços como sendo uma elevação no preço relativo de seus produtos e, desse modo, irão aumentar a sua produção. Por sua vez, os trabalhadores (diante dessa elevação inesperada da inflação) irão erroneamente considerar que o salário real corrente está acima de seu nível médio e irão expandir a oferta de trabalho (MODENESI, 2005, p. 147).

Assim, por haver informação imperfeita no curto prazo, a inflação surpresa, ou a surpresa monetária, de acordo com Froyen (2002), faz com que o produto corrente esteja além e que o desemprego corrente esteja aquém das suas respectivas taxas naturais. Porém, essa situação não é sustentada pelo fato dos agentes econômicos serem racionais e não cometerem erros sistêmicos.

No longo prazo também haverá informações imperfeitas, mas os agentes econômicos irão perceber seus erros de expectativas e os corrigirão. Do mesmo modo, os produtores também perceberão que cometeram erros, de modo que verificarão que não houve qualquer elevação na demanda por seu produto e, com isso, irão reduzir a produção para o nível anterior, pois somente terá ocorrido, um aumento na inflação. Os trabalhadores irão perceber que o salário real corrente está em seu nível médio corrente, e então, reduzirão a quantidade de trabalho a ser ofertada. A consequência disso será que os níveis de produto e emprego retornarão as suas respectivas taxas naturais.

No modelo de Lucas, de acordo com Modenesi (2005), percebe-se que tanto a decisão de oferta das firmas, ou quanto às decisões dos trabalhadores, não há diferença. Ou seja, elas são modeladas da mesma maneira. Uma alteração nos preços relativos muda a quantidade ótima de produto e emprego, que são ofertados pelas firmas e trabalhadores, respectivamente, e uma alteração no nível geral de preços mantém inalterada a oferta de produto e emprego. Como há informação imperfeita no curto prazo, os produtores observam os preços de seus bens e os trabalhadores observam o salário nominal, mas só possuem uma estimativa no nível geral de preços.

Quando um determinado bem aumenta o nível de preço, essa elevação pode refletir, ainda de acordo com Froyen (2002), no aumento geral do nível de preços, mas também pode impactar nos preços relativos. A resposta que o produtor dá a essa questão, conforme Modenesi (2005), tende de ser uma resposta racional, na qual ele adote um comportamento preventivo, ou seja, o produtor considera que o aumento no preço do bem é parcialmente resultado de um aumento no nível geral de preços e, parcialmente, resultado de uma elevação dos preços relativos. Esse comportamento faz surgir a função de oferta agregada de curto prazo, a qual, depende positivamente da inflação.

Modenesi (2005) destaca que quanto maior for a variabilidade do nível geral de preços, mais difícil será para os produtores distinguirem a origem do distúrbio, ou seja, se ele é um distúrbio real ou monetário, que fez com que o preço do seu bem varie. Numa economia na qual os preços estejam constantemente variando, é mais difícil para os produtores distinguir a causa das variações, de modo que as firmas ficarão menos sujeitas a adquirirem um comportamento preventivo. Com isso, menor será a reação dos produtores, quando os preços alterarem. Portanto, quanto menos o nível geral de preço variar, maior será a correlação positiva entre a oferta agregada e o nível geral de preços.

Resumindo, no modelo de Lucas, conforme Froyen (2002), considerando a não existência de erros expectacionais, ou seja, no longo prazo, os níveis de produto e emprego são iguais às suas respectivas taxas naturais. Diante disso, se a inflação superar as expectativas, o produto corrente se expandirá para além da taxa natural. Ao contrário disso, se a inflação for inferior às expectativas, o produto corrente se situará aquém da taxa natural. Portanto, o modelo de Lucas dá origem a inúmeras curvas de oferta agregada de curto prazo e tais curvas são positivamente inclinadas.

Modenesi (2005) destaca que o modelo de Lucas é nada mais do que uma “reafirmação da curva de Phillips aceleracionista” (MODENESI, 2005, p.151), isto porque, os choques de moeda não antecipados, enquanto as informações forem imperfeitas, acabam produzindo impactos reais apenas no curto prazo e, no longo prazo, como há também informações imperfeitas, haverá também ausência de inflação surpresa, por isso, a moeda é neutra. Desta forma, a curva de Lucas está relacionada a uma curva de Phillips negativamente inclinada no curto prazo, na qual há um *trade off* entre inflação e desemprego e, no longo prazo a curva se torna vertical, que indica a inexistência de um trade off entre inflação e desemprego. Portanto, as variáveis reais da economia são afetadas apenas quando as variações na taxa de inflação surpreendam os agentes econômicos, “determinando a ocorrência de um erro expectacional: somente a inflação surpresa não é neutra” (MODENESI, 2005, p.152).

### **2.1.3. A hipótese de Equilíbrio Contínuo dos Mercados**

Outra inovação apresentada quanto à teoria novo clássica está relacionada ao equilíbrio contínuo dos mercados, tanto de bens, quanto de serviços e fatores de produção.

Essa hipótese, segundo Modenesi (2005), está ligada a tradição walrasiana na qual os mercados se equilibram continuamente, ou seja, os preços são flexíveis na medida em que ocorrem alterações na oferta e demanda de um respectivo bem, de modo que assim assegura-se o equilíbrio do mercado.

Ainda de acordo com o mesmo autor, a cada momento do tempo, tanto a oferta quanto à demanda se igualam e as quantidades que são transacionadas são resultado da racionalidade maximizadora dos agentes. Quando as firmas e os trabalhadores maximizam suas funções de lucro e utilidade, respectivamente, a economia se encontra em equilíbrio contínuo. Ou seja, “todos os possíveis ganhos de troca foram exauridos, e a economia se encontra em um estado de equilíbrio que é eficiente no sentido de Pareto” (MODENESI, 2005, p.154).

Froyen (2002) argumenta que o equilíbrio de Pareto, dada a disponibilidade de informações aos agentes econômicos, sempre irá ocorrer, pois, a hipótese de equilíbrio dos mercados está intimamente relacionada com a racionalidade dos agentes. Portanto, nega-se a existência de uma ilusão monetária, pois, como há

disponibilidade de informações, os agentes estão sempre maximizando a sua função objetivo. As flutuações na economia são resultado de erros relacionados às expectativas, que decorrem de choques aleatórios na oferta de moeda. Porém, os mercados se equilibram sempre, tanto no curto, quanto no longo prazo. Mesmo havendo desvio em relação ao desemprego corrente e taxa natural de desemprego, a economia estará sempre em equilíbrio no sentido de Pareto.

Modenesi (2005) defende que os erros de expectativas ocorrem devido aos choques aleatórios, pois tais choques não fazem parte das informações que os agentes econômicos possuem. Então, conclui-se que os agentes econômicos racionais não conseguem prever as surpresas inflacionárias. Neste caso, os agentes estão sempre maximizando suas funções objetivo. Então, “os erros (expectacionais) possuem média zero e variância mínima e fazem parte, portanto, da mais precisa e eficiente regra de formação de expectativas” (MODENESI, 2005, p.155).

Como o elemento surpresa não está englobado no conjunto de informações que os agentes têm disponível, o trabalhador estará fazendo sempre o que achar melhor, ou seja, maximizando sua função de utilidade, de acordo com as informações que ele possui ao formar suas expectativas quanto à inflação, as quais servem para avaliar o salário corrente, comparando-o com o salário real médio.

Modenesi (2005) defende que a hipótese de equilíbrio contínuo dos mercados é considerada restritiva, sendo mais controversa que a hipótese das expectativas racionais. Isso, porque, há algumas objeções sobre a flexibilidade de preços e salários, que não se manifestam claramente no equilíbrio contínuo dos mercados.

### 3. IMPLICAÇÕES DO MODELO NOVO CLÁSSICO

Apesar de a teoria novo clássica ser considerada um desdobramento da teoria de Friedman, essa teoria não se resume ao monetarismo de Friedman, isto porque, as hipóteses apresentadas pelos novos clássicos são hipóteses que revolucionaram a teoria econômica.

De acordo com Modenesi (2005), combinando a taxa natural de desemprego, com as expectativas racionais, com o equilíbrio contínuo dos mercados e com as hipóteses quanto à oferta agregada, a teoria novo clássica acaba por gerar dois resultados importantes, sendo, a ineficácia da política monetária e a dinâmica temporal da política monetária e o viés inflacionário. Tais resultados estão intimamente ligados entre si e serão discutidos a seguir.

#### 3.1. A Política Monetária Ineficiente

A teoria de ineficácia da política monetária foi elaborada, de acordo com Modenesi (2005), por Thomas Sargent e Neil Wallace e, tal teoria foi desenvolvida a partir da contribuição de Lucas.

De acordo com esses autores, citados por Modenesi (2005), a racionalidade dos agentes mais a taxa natural de desemprego, somadas também ao equilíbrio contínuo dos mercados e aos postulados relacionados à oferta agregada, acabam gerando “a incapacidade de políticas econômicas sistêmicas em afetarem as variáveis reais, mesmo no curto prazo” (MODENESI, 2005, p. 158). Nesse contexto, a política monetária passa a ser totalmente inerte, não podendo ser usada como uma política anticíclica. Por isso, Froyen (2002) chega à conclusão de que não há, portanto, a existência de um *trade off* entre inflação e desemprego, nem no curto prazo.

Então, de acordo com Sargent e Wallace, ainda citados por Modenesi (2005), qualquer ação de política monetária pode ser perfeitamente ligada às expectativas dos agentes, de tal forma que é incapaz de impactar as variáveis, tanto no curto prazo, como no longo prazo. Ou seja, a maneira como a autoridade monetária pode afetar o nível de emprego é através de políticas econômicas que surpreendem os agentes econômicos, considerando-se que tais agentes são racionais e não cometem erros sistêmicos. Portanto:

O modelo novo-clássico elimina completamente o escopo para a utilização da política monetária, tendo em vista que a moeda é superneutra: políticas monetárias sistemáticas não afetam as variáveis reais, ainda que no curto prazo. (MODENESI, 2005, p.159)

Froyen (2002) argumenta que na medida em que os agentes racionais ligam a regra monetária às suas expectativas de inflação, a autoridade monetária passa a não ter capacidade de afetar os níveis de produto e emprego nem mesmo no curto prazo. Ou seja, apenas a surpresa monetária, não é neutra.

### 3.2. A Dinâmica Temporal da Política Monetária e o Viés Inflacionário

Segundo Mendonça (2002), para que se possa entender como ocorre o problema da dinâmica temporal da política monetária, deve-se entender um modelo chamado regras versus discricionariedade que foi, ainda segundo o mesmo autor, criado por Kydland e Prescott, em 1977 e, também, posteriormente, discutido por Barro e Gordon em 1983.

Kydland e Prescott, citados por Mendonça (2002) negaram ser factível a teoria desenvolvida por Tinbergen, entre 1952 e 1967, a qual se denomina Teoria Quantitativa da Política Econômica (TQPE). Tal teoria baseia-se em três hipóteses, sendo: as políticas econômicas adotadas são decisões individuais de um *policymaker*, o principal objetivo é maximizar o bem estar da sociedade e, por fim, os valores das políticas monetárias e fiscais são determinados através da teoria do controle ótimo.

O problema relacionado à inconsistência temporal da política monetária, ligado com TQPE, de acordo com Modenesi (2005) surge a partir de duas hipóteses, sendo elas:

(i) o *policymaker* determina um valor para o instrumento de política monetária (a taxa de crescimento do estoque de moeda) que maximiza a função de bem-estar social, dada a mesma restrição (a curva de Phillips); ou (ii) que minimiza sua função de perdas, dada a mesma restrição (MODENESI, 2005, p. 164).

Nessa primeira hipótese, percebe-se que o *policymaker* é um agente que se dedica a maximizar o bem estar social e na segunda hipótese, ele quer diminuir as suas perdas. Nesses dois casos, ainda de acordo com Modenesi (2005), a inflação e

o desemprego prejudicam o bem estar da sociedade e aumentam as perdas do *policymaker*, portanto, quanto menor a inflação e o desemprego, melhor.

De acordo com Kydland e Prescott, citados por Mendonça (2002), a teoria do controle ótimo não pode ser aplicada quando se toma como hipótese a existência de expectativas racionais, isto ocorre porque a teoria do controle ótimo defende que os agentes econômicos tomam suas decisões apenas com informações passadas, ou seja, formam expectativas adaptativas.

Modenesi (2005) argumenta que Kydland e Prescott defendem que é coerente que os agentes econômicos tomem suas decisões através dos valores passados, mas que também façam previsões, de modo que incorporem em suas funções os valores futuros. Portanto, a teoria do controle é inaplicável, quando se estudam os sistemas sociais.

Em consequência disso, ainda de acordo com Modenesi (2005), mesmo que as hipóteses de expectativas racionais sejam utilizadas por Kydland e Prescott, elas não são necessárias para alcançar o resultado encontrado por esses autores. Supõe-se apenas que os agentes econômicos se adiantem em relação às decisões dos *policymakers*, de maneira que se formem expectativas quanto às políticas futuras.

Quando os agentes econômicos se adiantam em relação às decisões dos *policymakers*, de acordo com Mendonça (2002), significa que há como tornar ótima a função-objetivo do problema de inconsistência temporal da política monetária, usando políticas discricionárias. Então, chega-se a conclusão de que na teoria do controle, segundo Tejada e Portugal (2002), quando as expectativas são racionais, não pode de forma alguma ser aplicada no planejamento de política econômica. Para entender esse resultado, surgem dois conceitos relevantes.

Os conceitos são a credibilidade e a reputação, sendo que a credibilidade está pautada na confiança que a sociedade deposita na política que será aplicada e a reputação está pautada na confiança que o agente econômico tem em relação ao *policymaker*, que se baseia no comportamento do mesmo.

Kydland e Prescott citados por Modenesi (2005), "mostram que as políticas discricionárias, que sofrem de inconsistência temporal, perdem a credibilidade, comprometendo a reputação dos formuladores de política econômica" (MODENESI, 2005, p. 166). Uma política dinâmica temporal é aquela que quando é anunciada é considerado um plano ótimo, mas no futuro ela deixa de ser ótima, "mesmo que

nenhuma nova informação relevante tenha surgido no período em questão" (MODENESI, 2005, p. 166). Neste sentido "ex post" a autoridade monetária passa a ter incentivos para refazer a política econômica anunciada "ex ante". Diante disso, o *policymaker* usará o poder discricionário que tem para tentar tornar ótima a função objetivo da inconsistência da política monetária.

Em síntese, ao usar a política monetária de modo discricionário, de acordo com Gonçalves (2003), há um viés inflacionário, ou seja, quando a autoridade monetária perde a sua credibilidade, ele pode não cumprir a política econômica anunciada.

A seguir serão discutidos os dois métodos pelo qual a inconsistência temporal da política monetária pode ser eliminada, sendo o equilíbrio pautado na reputação da autoridade monetária e a tese de independência do Banco Central.

### **3.2.1. O equilíbrio segundo a reputação da Autoridade Monetária**

Barro e Gordon, citados por Modenesi (2005), desenvolveram um modelo que está pautado no conceito de reputação, como condição para reduzir o problema de viés inflacionário da política monetária.

No modelo desenvolvido por Barro e Gordon, ainda segundo Modenesi (2005), mesmo que haja incentivos para a autoridade monetária criar inflação, com o intenção de melhorar o bem estar da sociedade decorrente da redução do nível de desemprego temporariamente, no curto prazo, a autoridade monetária tende a levar em consideração os custos que aparecerão, futuramente, por consequência do viés inflacionário. Ou seja, se ela levar em consideração esses custos, "a preocupação com a perda de sua reputação funcionará como um mecanismo de incentivo que induzirá a praticar uma política austera" (MODENESI, 2002, p.175).

Uma questão defendida pelos neoclássicos, segundo Sicsú (2002), diz respeito ao viés inflacionário, que está associado à existência de ciclos políticos eleitorais. Para atingir bons resultados no curto prazo, que viabilizem sua permanência no poder, os políticos adotam medidas inconsistentes, como ampliação da oferta de moeda e/ou redução da taxa de juros para reduzir o desemprego "explorando a inclinação negativa da curva de Phillips no curto prazo" (RODRIGUES, 2003, p.9). Portanto:

O regime de metas proposto é coerente com suas crenças: um banco central deve tentar apenas controlar a inflação porque a política monetária não pode fazer nada, além disso. E metas devem ser fixadas porque se transformam e um eficaz remédio contra o vírus (ou viés) inflacionário que acomete ministros, parlamentares, empresários e, por fim, *policy-makers*. (SICSÚ, 2002, p. 25)

Conforme Rodrigues (2003), o primeiro incentivo a inflação é o ciclo político, pois, de acordo com Mendonça (2002), é natural que os governantes queiram maximizar o seu sucesso eleitoral. Por isso, em épocas de eleição eles adotam políticas que reduzem o desemprego e estimulam o crescimento do produto, mesmo que seja passageiro, pois o objetivo dos governantes é vencer as eleições. O outro incentivo ao processo inflacionário, de acordo com Rodrigues (2003), é que os governantes pressionam a autoridade monetária para que exerça uma política de redução do desemprego, de modo que a sociedade não terá disposição em absorver o déficit adicional, fazendo com que as autoridades monetárias emitam moeda, gerando inflação.

Conforme Bleaney (2000), citado por Rodrigues (2003), a inflação tende a ser tanto maior, quanto menor for à aversão do governo à inflação, maior a resposta da taxa de desemprego a surpresas inflacionárias, maior a aversão do governo a um superávit primário, maior a relação entre a base monetária e produto interno bruto e maior a relação dívida pública e produto interno bruto. Portanto, uma inflação que está ligada a uma política sem regras acaba diminuindo o bem-estar social, porque incluirá os custos da inflação.

Gonçalves (2003) argumenta que o equilíbrio quanto à reputação da autoridade monetária considera como um super jogo da política monetária, ou seja, podem ser jogadas várias vezes, sendo a realidade da autoridade monetária. Portanto, a política monetária tende a ser modelada, de modo que se repete várias vezes ao longo do tempo e, por consequência a autoridade monetária passa por um trade off entre os ganhos presentes que estão pautados na redução do nível de desemprego e nas perdas futuras, que estão relacionadas com maiores taxas de inflação no longo prazo. Tanto os ganhos presentes quanto às perdas futuras são resultado da existência do viés inflacionário.

De acordo com Tejada e Portugal (2002), a autoridade monetária reduz a sua tentação de causar viés inflacionário, quando se preocupa com a sua reputação. Então:

Visando a maximização do seu payoff intemporal, a autoridade monetária irá implementar o viés inflacionário com maior ou menos suscetibilidade, dependendo de seu fator desconto. (Modenesi, 2005, p.176)

De acordo com Modenesi (2005), quando há um elevado fator de desconto, a autoridade monetária não tende a se preocupar com o futuro, de modo que, ela acaba agindo de maneira oportuna, acionando o viés inflacionário, pois ela se preocupava apenas com resultados imediatos. Caso ocorra o contrário com o fator desconto, a autoridade monetária adotará uma política austera, ou seja, o viés inflacionário não será acionado.

O conceito quanto à reputação da autoridade monetária em aplicar políticas econômicas, ainda segundo Modenesi (2005), deixa claro que há como conduzir a política monetária sem que ela se torne inconsistente temporalmente.

A seguir será discutido a respeito da tese de Independência do Banco Central como sendo outro meio que autoridade monetária tem para eliminar o problema da dinâmica temporal da política monetária.

### **3.2.2. A Independência do Banco Central (IBC)**

De acordo com Sicsú (2002), a adoção do regime de metas inflacionárias reforça a independência do Banco Central, com uma meta explícita de inflação máxima, servindo de âncora para os agentes formularem suas expectativas.

Os modelos de independência do Banco Central, de acordo com Modenesi (2005), passaram a ser adotadas a partir da década de 1990 por vários países, com o intuito de corrigir o problema da dinâmica temporal da política monetária. Segundo o mesmo autor, a tese de IBC é sustentada por dois pilares fundamentais, sendo eles:

(i) a aceitação da existência do viés inflacionário na condução da política monetária; e (ii) a evidência empírica favorável a existência de uma correlação negativa entre o grau de dependência do Banco Central e a inflação, verificada, notadamente, nos países industrializados. (MODENESI, 2005, p. 178)

Ainda segundo o mesmo autor, a independência do Banco Central pode vir de encontro com as propostas de Kydland e Prescott nas quais pode ser criada uma

tecnologia em que haja comprometimento, que se baseia em arranjos institucionais, que acabam por limitar o poder discricionário da autoridade monetária.

Sicsú (2002) argumenta que a IBC fundamenta-se na concessão da condução da política monetária a um agente que seja independente, e que tenha o objetivo de controlar a inflação e, por consequência, mantenha a credibilidade da política econômica adotada e a reputação da autoridade monetária. Portanto, a tese de IBC consiste na remoção do viés inflacionário através da tecnologia de comprometimento, que por fim, reduzirá o problema da inconsistência temporal da política monetária.

O primeiro modelo de IBC, de acordo com Modenesi (2005), foi criado por Rogoff, em 1985 e propõe que o Banco Central tenha um presidente conservador, ou seja, que ele seja avesso à inflação, mais do que a sociedade. O outro modelo de IBC, ainda, de acordo com Modenesi (2005), foi desenvolvido por Walsh, em 1995, e está pautado num modelo do tipo agente principal, no qual são elaborados vários mecanismos que eliminam o problema de viés inflacionário.

Quando um agente é mais avesso à inflação do que a sociedade, de acordo com Gonçalves (2003), isso significa que ele não está propenso a acionar o viés inflacionário, sendo assim, sua política econômica terá maior credibilidade quanto à política monetária, que tem compatibilidade com uma taxa de inflação reduzida. No modelo, de Walsh em que há incentivos para reduzir o viés inflacionário, ainda segundo o mesmo autor, foi sugerido que fossem criadas metas para a inflação e, caso a meta não fosse cumprida, a autoridade monetária seria penalizada.

De acordo com Modenesi (2005), Rogoff propôs que o Banco Central possuísse uma independência não só de objetivos, mas também de instrumentos. Ou seja, nesse caso, o BACEN teria liberdade para definir as metas finais e os instrumentos utilizados na política monetária.

Já no modelo de Walsh, o BACEN possuiria apenas independência de instrumentos, ou seja, o presidente do banco teria liberdade para fazer as escolhas dos instrumentos utilizados, de maneira a tentar alcançar a meta pré-estabelecida.

Esses são os dois modelos de independência do Banco Central. No próximo capítulo, será apresentada a discussão a respeito da operacionalização do regime de metas inflacionárias.

#### **4. A OPERACIONALIZAÇÃO DO REGIME DE METAS INFLACIONÁRIAS**

O regime de Metas de Inflação, segundo Feijó e Leal (2011), é uma política macroeconômica e o objetivo principal dos países que a adotam é diminuir e manter a inflação em níveis reduzidos ou aceitáveis pela sociedade. Como esse regime é caracterizado pela ênfase em manter a estabilidade de preços, Modenesi (2005) argumenta que, por essa razão, ele se torna um desdobramento da tese de independência do Banco Central. Portanto, nesse modelo, a autoridade monetária tem como papel principal ser “guardião da estabilidade de preços” (MODENESI, 2005, p. 188).

Goodhart, citado por Modenesi (2005), defende que quando há vários objetivos por parte da autoridade monetária em relação às políticas a serem adotadas, surge um impasse que será resolvido através de uma decisão política e, nesse contexto, o Banco Central perde autonomia e a maneira com que a política monetária será conduzida, torna-se uma questão política. Seguindo a linha de pensamento de Goodhart, o Banco Central só terá autonomia quando ele possuir liberdade em adotar os instrumentos de política monetária para alcançar a estabilidade de preços.

O modelo de IBC desenvolvido por Walsh, de acordo com Gonçalves (2003), é o principal embrião quanto à nova estratégia de política econômica, pois ele propõe que o BACEN tende a ter independência quanto aos instrumentos para atingir a meta pré-estabelecida pelo governo. Porém, o modelo de Rogoff, de acordo com Modenesi (2005), tem sido alvo de várias críticas, por não ser possível distinguir quem seria mais avesso à inflação para se tornar presidente do Banco Central.

Ambos os modelos de IBC influenciaram na criação do regime de metas inflacionárias e, tais modelos compõem arranjos que suavizam o problema do viés inflacionário. A seguir será discutido a respeito dos elementos fundamentais das metas inflacionárias e o porquê da ênfase dada à estabilidade de preços.

##### **4.1. Elementos Fundamentais e a Estabilidade de Preços**

O regime de metas inflacionárias como estratégia de condução da política monetária, de acordo com Mishkin, citado por Biondi e Toneto Jr. (2005), possui cinco elementos fundamentais, sendo eles:

(i) o anúncio ao público de uma meta numérica da inflação para um ou mais horizontes de tempo; (ii) um compromisso institucional assumindo a estabilidade de preços como o objetivo da política monetária, para o que qualquer outro objetivo está subordinado; (iii) o uso de uma estratégia de informação em que algumas variáveis, e não apenas os agregados monetários e a taxa de câmbio, sejam utilizados como parâmetros às decisões envolvendo os instrumentos de política; (iv) o aumento da transparência das estratégias de política monetária, por meio da comunicação ao público e aos mercados sobre os planos, objetivos e decisões da autoridade monetária e (v) o aumento da responsabilidade do Banco Central em atingir os alvos inflacionários pré-estabelecidos. (BIONDI; TONETO JR., 2005, p. 11).

Esses elementos nos mostram que o regime de metas inflacionárias não é apenas um conjunto de regras que a autoridade monetária tende a seguir, mas também nos mostram que as metas inflacionárias são um arcabouço na condução da política monetária. Além disso, de acordo com Modenesi (2005), é de grande importância percebermos que o regime de metas não é limitado a uma meta quantitativa no que diz respeito à evolução dos preços mesmo constituindo a característica principal deste regime.

Conforme Biondi e Toneto Jr. (2005), o regime de metas de inflação pode ser definido como uma estratégia de política monetária que tem como principal objetivo de longo prazo, a estabilidade de preços. E esse objetivo é reconhecido através do anúncio oficial das metas para a taxa de inflação de um determinado período. A partir do momento em que a meta é estabelecida, o BACEN tem a liberdade de decidir sobre quais instrumentos serão usados, para que a estabilidade de preços seja alcançada, com base na maior disponibilidade de informações. As metas são anunciadas ao público com o intuito de que a transparência da política monetária seja aumentada. Assim, essas regras do regime de metas de inflação tornam a estabilidade de preços o principal objetivo a ser alcançado pela autoridade monetária.

A ênfase dada à estabilidade de preços, segundo Mishkin e Posen citados por Modenesi (2005), está relacionada à suposição da existência de um consenso segundo o qual há uma contradição no que diz respeito à utilização de políticas monetárias ditas discricionárias que tem o intuito de reduzir o nível de desemprego, segundo o qual a moda não é neutra no longo prazo, ou seja, não serve apenas como meio de troca.

De acordo com Modenesi (2005), as propostas do regime de metas inflacionárias identificaram alguns problemas relacionados à inflação, sendo eles:

(i) superdimensionamento do sistema financeiro; (ii) suscetibilidade da economia a crises financeiras – tendo em vista a maior fragilidade de seu sistema financeiro (com relação às economias que têm preços estáveis); (iii) deterioração do sistema de impostos – dado que não são indexados – originando diversas conseqüências negativas como, por exemplo, o efeito *Tanzi*; (iv) ocorrência de efeitos distributivos, pois os mecanismos de indexação não protegem perfeitamente os rendimentos dos diferentes grupos econômicos; (v) custos de menu ou de remarcação de preços; e (vi) mau funcionamento dos mercados e alocação ineficiente de recursos – em face de uma sinalização perfeita realizada pelo sistema de preços -, o que diminui a produtividade dos fatores de produção e, portanto, compromete o crescimento econômico. (MODENESI, 2005, p. 192)

Por esses problemas que a inflação apresenta, de acordo de Sicsú (2002), os teóricos defendem que a estabilidade de preços deve ser o principal objetivo de política monetária, pois ela é considerada a condição necessária para que o país consiga crescer economicamente.

#### **4.2. Vantagens e Desvantagens**

A adoção do regime de metas inflacionárias, de acordo com Sicsú (2002), deixa claro de que o objetivo principal da política monetária é alcançar níveis de inflação cada vez mais baixos. Porém, de acordo com Modenesi (2005), a partir das propostas do regime monetário de metas de inflação, tal regime possui algumas vantagens e desvantagens.

As vantagens em relação ao regime de metas inflacionárias são as seguintes:

(i) confere maior flexibilidade à política monetária, possibilitando a absorção de choques (de oferta ou de demanda); (ii) leva em conta toda a informação disponível acerca do estado corrente da economia; (iii) ao reduzir o papel das metas intermediárias (como o estoque monetário), não supõe a existência de uma relação estável entre estas e o objetivo final da política monetária transparente, facilitando o monitoramento e a avaliação (accountability) da atuação do Banco Central, conferindo, portanto, maior credibilidade à política monetária; e (v) é facilmente compreendido pelo público, o que torna a condição da política monetária ainda mais transparentes. (MODENESI, 2005, p. 194).

Portanto, de acordo com, Curado e Oreiro (2005), a adoção das metas de inflação acaba proporcionando uma âncora nominal dispondo em certa ordem as

expectativas de inflação dos agentes e, também, limitam a formação dos preços de forma a contribuir para o controle do processo inflacionário.

O regime de metas de inflação, conforme Modenesi (2005) pode ser considerado um regime híbrido, pois, proporciona maior flexibilidade para que se conduza a política monetária de modo que, ao apresentar “cláusulas de escape”, acaba possibilitando, por existir desvios em relação às metas, a absorção de choques de oferta na economia. Então:

Torna-se possível lançar mão de algum grau de discricionarismo sem que se comprometa a credibilidade da política monetária. Assim, esse regime não deve ser interpretado como uma regra que define uma meta para a inflação que, ao constituir no único objetivo de política monetária, deve ser atingida a qualquer custo, a despeito de outros fatores, como os níveis de produto, emprego e taxa de câmbio. O fato de a inflação constituir-se no objetivo prioritário de médio/longo prazo da política monetária não implica a inexistência de metas intermediárias, mas sim que, no caso de conflito entre elas, a estabilidade de preços prevalece. (MODENESI, 2005, p.195)

No regime de metas, torna-se desnecessário existir uma relação estável entre as metas finais e as metas intermediárias. Os países que adotaram esse regime justificam essa adoção, de acordo com Curado e Oreiro (2005), pois há uma instabilidade relacionada à velocidade em que moeda circula na economia.

A junção da simplicidade e da transparência na condução da política monetária faz com que o regime de metas de inflação, de acordo com Modenesi (2005), seja facilmente entendido pelo público e, isso acaba por influenciar no aumento da capacidade dos agentes econômicos de acompanharem e avaliarem a conduta do Banco Central, aumentando credibilidade à política monetária.

As desvantagens apresentadas pelo regime de metas inflacionárias são as seguintes:

(i) pode aumentar a instabilidade do produto; (ii) pode reduzir o crescimento econômico; (iii) as dificuldades na previsão da inflação e na definição da meta podem comprometer o desempenho da política monetária; (iv) a taxa de inflação é uma variável que o Banco Central não controla diretamente; (v) não evita dominância fiscal; e (vi) a flexibilidade cambial requerida pelo regime de metas pode causar crise financeira (MODENESI, 2005, p. 196).

Biondi e Toneto Jr. (2005) argumentam que a possibilidade do regime de metas de inflação em reduzir o crescimento econômico é preocupante, o que induz a não adoção desse regime como meio de controlar os preços. Porém, não se chegou

a um consenso de que as metas de inflação atingem negativamente a atividade econômica do país que a adota.

Laubach e Posen, citados por Modenesi (2005), afirmaram que países como Nova Zelândia, Suécia, Canadá e Inglaterra, apresentaram resultados ao contrário do que foi exposto nas desvantagens do regime. Esses países, após adotarem as metas de inflação, tiveram crescimento do produto alinhado com a redução dos níveis de preços.

Modenesi (2005) argumenta, que por não se conseguir fazer uma previsão certa da inflação, essa passa a ser a maior desvantagem do regime de metas de inflação, pois, na medida em que não se consegue prever a inflação, a capacidade na qual o BACEN tem para controlá-la, passa a ser reduzida. Então, “passa a ser difícil julgar a aderência do Banco Central à sua meta final, tornando menos efetivo o monitoramento da autoridade monetária por parte dos agentes econômicos” (MODENESI, 2005, p. 197). Um exemplo disso seria o não cumprimento das metas de inflação no Brasil entre 2001, 2002 e 2003 que acabou sendo justificado pelos choques ocorridos na época. Então:

A partir do momento em que o Banco Central persegue uma meta que ele controla apenas parcialmente e indiretamente -, e que possíveis desvios podem ser facilmente justificáveis-, é provável que a política monetária perca a credibilidade, não sendo, pois, capaz de coordenar as expectativas inflacionárias. Uma vez que a expectativa do público influencia o resultado da política monetária, a falta de credibilidade poderá comprometer o sucesso desse regime (MODENESI, 2005, p. 197).

Por essas razões, os países que adotaram as metas de inflação como escapatória do problema de não ter como prever a inflação, adotam, também, bandas e não uma meta exata de inflação. No caso do Brasil, de acordo com dados do Banco Central, a banda atualmente são de 2 pontos percentuais para cima e para baixo. Com isso, a política monetária torna-se mais flexível.

Outra desvantagem do sistema de metas de inflação, de acordo com Modenesi (2005), está relacionada à flexibilidade cambial que é uma proposta deste regime ligada à liberdade de capitais acaba fazendo com que a taxa de câmbio seja mais volátil causando instabilidade financeira.

### 4.3. A crítica pós-keynesiana ao regime de metas de inflação

A principal crítica dos pós-keynesianos em relação ao regime monetário de metas inflacionárias concentra-se na hipótese de neutralidade da moeda no longo prazo, na qual justifica a estabilidade de preços implícita a esse regime. De acordo com Tostes (2010), ao contrário dos Clássicos, Keynes considerava que a moeda possuía outros atributos além de servir como meio de troca.

Modenesi (2005) argumenta que os pós-keynesianos defendem que a política monetária causa efeito nas variáveis reais, como por exemplo, os níveis de produto e emprego, porém, a inflação não produz um efeito tão grave, como acreditam os neoclássicos. De acordo com Tobin citado por Modenesi (2005), existem três características principais da política macroeconômica keynesiana, sendo elas:

- (i) deve estar orientada por objetivos reais (notadamente os níveis de emprego e de renda); de maneira a (ii) ser utilizada de forma discricionária, com o intuito de se administrar a demanda agregada; e (iii) os instrumentos de política econômica (notadamente as políticas monetária e fiscal) devem ser usados conjuntamente e de maneira coordenada, com o intuito de alcançar os objetivos macroeconômicos reais.(MODENESI, 2005, p. 200)

Quando o controle de inflação passa a ser tarefa exclusiva do Banco Central, o regime de metas acaba julgando que a inflação não é nada mais do que um fenômeno meramente monetário, com isso, de acordo com Tostes (2010), torna-se forte a importância da inflação de demanda, que de acordo com a teoria keynesiana, só pode ser combatida através de política econômica exclusivamente monetária. Com essa ênfase dada à inflação de demanda, o regime de metas inflacionárias acaba reduzindo a natureza do fenômeno inflacionário, pois ele possui muitas causas, não apenas uma. Ainda, segundo Tostes (2010), existem sete tipos de inflação conforme a teoria keynesiana, sendo elas: (i) *inflação de salários*; (ii) *inflação de lucros*; (iii) *inflação de rendimentos decrescentes*; (iv) *inflação importada*; (v) *inflação oriunda de choques de oferta*; (vi) *inflação de impostos*; e (vii) *inflação de demanda*. Os seis primeiros tipos de inflação têm sua origem no lado da oferta agregada e, a inflação de demanda ocorre quando a economia se encontra no pleno emprego dos fatores de produção.

A inflação de salários, segundo Modenesi (2005), ocorre quando há uma elevação do salário nominal, *ceteris paribus*. Porém, esse impacto da elevação do

salário pode ser recompensado por um ganho relacionado à produtividade e, se houver uma elevação da produtividade do trabalho, um aumento no que diz respeito aos rendimentos dos trabalhadores, não haverá um impacto inflacionário.

Em relação à inflação de lucro, ainda segundo Modenesi (2005), ela depende da estrutura ou de quanto o mercado é concentrado. Quando um mercado, por exemplo, é oligopolizado, a elasticidade-preço dos bens que são transacionados, é menor. Neste caso, os produtores podem praticar preços relativamente altos, ou seja, quando o poder de oligopólio ampliar seus lucros, ele pode gerar um processo inflacionário.

No que diz respeito à inflação de retornos decrescente de escala, Modenesi (2005) argumenta que ela acontece quando o “hiato de emprego” é bem pequeno, porém, ao acontecer isso, o trabalho tende a ser menos eficiente do que o capital. Então:

A partir de um determinado nível de emprego, à medida que se reduz o hiato de emprego, vão sendo incorporados ao processo produtivo trabalhadores menos eficientes, aumentando-se, assim, os custos unitários do trabalho e, portanto, pressionando o nível geral de preços. (MODENESI, 2005, p.202)

A inflação importada está relacionada ao quanto à economia do país é aberta. Quanto maior for o gasto com importações quando comparado com o gasto doméstico em bens e serviços, mais elevada será a importação potencial. Já a inflação de choques negativos de oferta tem a ver, por exemplo, quando acontece um choque de petróleo, escassez de energia, entre outros. As demais inflações que tem origem do lado da oferta estão relacionadas com os níveis de emprego e renda.

A inflação de demanda, segundo Tostes (2010), ocorre quando há pleno emprego dos fatores de produção. Como as firmas ficam impossibilitadas de aumentar a produção, um aumento na demanda, acaba gerando um aumento no nível geral de preços. Esse é o único tipo de inflação que pode ser combatida através da política monetária, com o intuito de eliminar o excesso de demanda agregada. A política monetária pode ser usada para combater o processo de inflação que vem do lado da oferta, mas não pode atuar sobre as causas desse processo, mas pode atuar sobre os seus efeitos.

Por essas razões, os pós-keynesianos criticam o regime de metas inflacionárias, isto porque, dependendo de qual tipo for à inflação, tal regime acabará

comprometendo o desempenho da economia, fazendo com que ocorra uma elevação em excesso do desemprego e do hiato do produto. De acordo com Modenesi (2005), os pós-keynesianos defendem que os vários tipos de inflação devem ser combatidos com políticas econômicas variadas e, não só através da política monetária, não cabendo ao BACEN a exclusividade na tarefa de manter os preços estáveis.

## 5. O BRASIL E O REGIME DE METAS INFLACIONÁRIAS

Nesse capítulo pretende-se fazer uma análise pré-implantação e pós-implantação do regime de metas inflacionárias. Em seguida pretende-se, também, mostrar o desempenho das metas de inflação no Brasil, entre 1999 a 2012, com o intuito de avaliar em qual grau as metas foram cumpridas.

### 5.1. A economia brasileira antes da adoção das metas de inflação

A partir da década de 1990, de acordo com Amaral (2004), o Brasil começou a viver um processo de várias mudanças em sua economia. Esse processo iniciou-se com a abertura comercial e financeira que, ainda, segundo Amaral (2004), contribuiu para as políticas de controle do processo inflacionário. Tal abertura econômica foi aprofundada após a implantação do Plano Real em 1994. Então:

O aparente sucesso dessas medidas trás consigo uma “nova” concepção teórica de condução da política econômica, que irá marcar os anos que sucedem. As mudanças econômicas em curso, introduzidas a partir dessa “nova” concepção teórica – o neoliberalismo, moldam um cenário econômico com características próprias, responsáveis pelo desempenho econômico dos últimos anos. (AMARAL, 2004, p.16)

De acordo com Grechi (2008), depois de diversas tentativas de estabilização, o Plano Real, que aderiu alguns aspectos de planos de estabilização anteriores, conseguiu obter sucesso no controle das taxas anuais de inflação e da inflação inercial proveniente da indexação de preços, salários e contratos.

Amaral (2004) argumenta que o controle do nível de preços foi possível, pois, foi adotado em um ambiente onde havia abertura comercial e políticas de privatização sendo que, essas medidas adotadas contribuíram para dar suporte financeiro ao processo de estabilização da economia brasileira. Como a inflação era proveniente do desequilíbrio das contas públicas e da indexação generalizada, a medida encontrada pelo governo, inicialmente, foi aplicar uma política de ajuste fiscal de curto prazo.

Os déficits tanto comerciais, quanto em transações correntes, que eram crescentes, conforme Grechi (2008) foram financiados através de capitais de portfólio e, também, através do avanço do processo de privatização. Como essas

medidas, o Real, foi mantido valorizado, inibindo a elevação dos preços internos, pois, um câmbio valorizado num cenário de abertura comercial, fez com que os produtos nacionais sofressem concorrência internacional, de modo que os preços internos não se elevaram. Porém, de acordo com Amaral (2004), o câmbio valorizado, acabou reforçando os déficits comerciais e em transações correntes.

As autoridades monetárias, ainda, de acordo com Amaral (2004), tinham a concepção de que os desequilíbrios externos seriam liquidados pela entrada de “capital de portfólio e de investimentos estrangeiros atraídos pelo programa de privatização” (AMARAL, 2004, p.17). Então, o déficit corrente passou a ser visto como uma consequência, que decorreu naturalmente do processo de reestruturação produtiva, proveniente da necessidade da produção nacional tornar-se cada vez mais competitiva. Ainda, de acordo com Amaral (2004), as autoridades defendiam que quando os produtores se tornassem mais competitivos, internacionalmente, aumentando as quantidades de produtos exportados, os déficits comerciais seriam revertidos.

Conforme Grechi (2008), depois da implantação do Plano Real, em 1994, o saldo das transações correntes passaram a tomar rumos diferentes do que se esperava. O saldo dessa conta tornou-se preocupante, podendo ser compensado por um influxo crescente de capitais de curto prazo. Porém, devido aos choques ocorridos internamente e externamente, a estabilidade constante da entrada de capitais passou a ser ameaçada. O primeiro choque, segundo Amaral (2004), aconteceu quando o México entrou em crise em dezembro de 1994; logo após, a economia brasileira passou por outros tipos de choques, como, a “crise asiática (1997), crise Russa (1998), crise Argentina (2001), desaceleração da economia mundial e atentado terrorista de 11 de setembro” (AMARAL, 2004, p. 18).

Essas crises que ocorreram nessa época mostraram a fragilidade da economia brasileira e a resposta encontrada pela autoridade monetária do país a essa fragilidade foi à elevação da taxa de juros com intuito de deter a fuga de capitais e a desvalorização do câmbio. Porém, de acordo com Amaral (2004), essa política de elevação da taxa de juros acabou aumentando o endividamento do setor público.

Grechi (2008) argumenta que após a implantação do Plano Real, o endividamento público subiu de forma considerável. As operações relacionadas aos títulos públicos foram um meio encontrado para tentar equilibrar a expansão de

moeda, que resultou da entrada de capitais externos no país e do Programa de Estimulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro (PROER). Então, “o uso dos títulos públicos com a finalidade de compensar pressões expansionistas sobre a base monetária teve responsabilidade direta sobre a trajetória de crescimento da dívida mobiliária federal” (AMARAL, 2004, p. 18).

A proporção da dívida indexada ao câmbio, entre 1994 a 1995, após a implantação do Plano Real, se mostrou descendente na economia brasileira, porém, dado as crises internacionais e, principalmente, a crise do México em 1995, essa dívida indexada ao câmbio, de acordo com Amaral (2004), começou a aumentar consideravelmente, chegando a 24,2% do PIB.

De acordo com Grechi (2008), o grande problema nessa mesma época, foi o aumento da proporção da dívida imobiliária indexada a taxa Selic, principalmente em 1997, quando ocorria a crise Asiática. Portanto:

Esta conjuntura, que caracteriza o período de 1994-1999, não é outra coisa senão o resultado de uma política monetária e fiscal pró-cíclica. Seguiu-se à risca um receituário unicamente preocupado com a estabilização dos preços, sem nem mesmo questionar-se sobre a capacidade de tal política econômica de cumprir o seu objetivo último, o desenvolvimento econômico. Esta ação convicta por parte da autoridade monetária fica evidente quando se acompanha a reação da mesma durante as crises que afetaram a economia brasileira. (AMARAL, 2004, p. 20)

O terceiro trimestre de 2008 foi, também, marcado por uma elevação da taxa de Selic. Isso ocorreu, pois, de acordo com Grechi (2008), a economia brasileira começou a sofrer um ataque especulativo que decorreu da crise da Rússia, quando a moeda teve que ser desvalorizada. A resposta encontrada pela autoridade monetária para conter o ataque especulativo e a desvalorização da moeda, foi o aumento da taxa Selic. De acordo com Amaral (2004), o aumento da Selic foi de 19,23% em agosto, para 41,58% em outubro de 1998.

Ainda, de acordo com Amaral (2004), além dessa elevação da taxa Selic, a autoridade monetária, tomou outras medidas para conter o ataque especulativo. As demais medidas tomadas foram “o relaxamento quanto às restrições à entrada de capitais de curto prazo; promessa de melhora no resultado fiscal primário de 1999; e de corte de gastos” (AMARAL, 2004, p.21). Os gastos foram cortados, com o intuito de equilibrar “o aumento dos custos do serviço da dívida relacionados aos juros elevados” (AMARAL, 2004, p.21).

O aumento da taxa de juros que aconteceu nessa época, de acordo com Grechi (2008), acabou não surtindo o efeito que se esperava para atrair mais capitais para o país e, então, a manutenção da taxa de câmbio só se tornou possível através da perda de reservas do BACEN. Para conter a desvalorização cambial, a autoridade monetária brasileira assinou um acordo com o Fundo Monetário Internacional (FMI). Porém, depois de feito esse acordo, a economia do Brasil começou a sofrer novamente o ataque especulativo.

A desvalorização do câmbio ocorrida em janeiro de 1999 se deu por uma crise anunciada, na qual a economia do país se mostrou “incapaz de reagir aos desequilíbrios externos e ao sentimento generalizado de desconfiança que se alastrava pelo mercado” (AMARAL, 2004, p.21). Dessa maneira, a autoridade monetária do país, substituiu a taxa de câmbio estilo “*crawling peg*” por um regime de câmbio flexível e no mesmo ano, a autoridade monetária do Brasil optou pela adoção do regime de metas de inflacionárias.

O regime de cambio flutuante adotado nessa época, tinha o intuito de “substituir a reestruturação produtiva como mecanismo de adequar as necessidades brasileiras de financiamento externo ao volume de divisas disponíveis no mercado financeiro internacional” (AMARAL, 2004, p.21). O regime de metas de inflação, de acordo com Curado e Oreiro (2005), teria como objetivo principal a possibilidade de mudanças dos preços relativos, em face da flutuação do câmbio, evitando o crescimento dos preços internos. Por fim, à política de metas fiscais caberia a função de evitar o crescimento do endividamento público, derivado das políticas de controle dos preços.

Formou-se, então, conforme Biondi e Toneto Jr. (2005), o que se chama de tripé de política econômica brasileira, caracterizada por câmbio flutuante, metas de inflação e superávit primário.

O tópico a seguir tratará da instituição das metas de inflação no Brasil.

## **5.2. A Instituição das Metas de Inflação no Brasil**

Como citado anteriormente, o Brasil representa um exemplo de país emergente que adotou o regime de metas inflacionárias. Isso ocorreu, porque em 1999 a moeda nacional sofreu um ataque especulativo, conforme Curado e Oreiro (2005), que obrigou o Banco Central do Brasil a optar por outro tipo de política

econômica, abandonando o regime de bandas cambiais. No Brasil, como citado anteriormente, também, o regime de bandas cambiais, ainda segundo Curado e Oreiro (2005), constituía até então, o elemento principal de controle de preços da economia. Nesse contexto, quando a moeda brasileira sofreu o ataque especulativo, conforme Curado e Oreiro (2005), os *policymakers* acabaram ficando sem seu instrumento de política de controle de preços e por essas razões, a alternativa encontrada pelo governo brasileiro, foi adotar o regime de metas inflacionárias.

O regime de metas de inflação foi implantado formalmente no Brasil, de acordo com Sicsú (2002), em primeiro de julho de 1999 por meio do decreto nº. 3088 do Conselho Monetário Nacional (CMN) segundo o qual, o responsável pelo alcance das metas pré-estabelecidas é o Banco Central e o principal instrumento para o controle de preços é taxa básica de juros (SELIC).

No Brasil, conforme Curado e Oreiro (2005), o órgão responsável pela determinação da taxa básica de juros é o Comitê de Política Monetária (COPOM) e a meta a ser determinada esta sob a responsabilidade do CMN brasileiro e são fixadas anualmente. O índice de preços a ser perseguido pelo Banco Central do Brasil, segundo Giambiagi, Mathias e Velho (2006) é o índice de preços ao consumidor amplo (IPCA) acumulado ao final de cada ano e definido sempre em junho.

De acordo com Grechi (2008), a responsabilidade de alcançar as metas estabelecidas é do Banco Central do Brasil e, caso tais metas não sejam cumpridas, o Presidente do BACEN tem que enviar uma carta ao Ministro da Fazenda, na qual, devem conter os motivos do não cumprimento das metas, as providências que serão tomadas para que a inflação retorne as metas estabelecidas e, por fim, o prazo para que as providências tomadas surtiram efeitos. Além do cumprimento da responsabilidade do BACEN em cumprir as metas, cabe ao Banco Central, divulgar “a cada trimestre, um Relatório de Inflação abordando o desempenho do regime de metas, os resultados das decisões passadas de política monetária e a avaliação das perspectivas de inflação” (GRECHI, 2008, p.42)

Ainda, conforme Grechi (2008), os relatórios e as cartas abertas publicadas pelo Banco Central, são ferramentas fundamentais que aumentam o grau de transparência e comunicação da autoridade monetária, fazendo com que, aumentem a credibilidade por parte dos agentes econômicos. Desse modo, “o público e o mercado obtêm informações suficientes para avaliar e monitorar o desempenho da

política monetária e, também, mantêm-se informados sobre os planos e objetivos da política monetária” (GRECHI, 2008, p. 42).

Porém, mesmo com o comprometimento do Banco Central com o cumprimento do sistema de metas inflacionárias, conforme Biondi e Toneto Jr. (2005), em alguns países, o regime de metas teve um impacto negativo, no que diz respeito à atividade econômica, fazendo com que o modo como o regime é colocado em prática e sua flexibilidade se diferencie em vários países. Segundo Biondi e Toneto Jr.:

No Brasil o regime original previa uma elevada rigidez em relação ao cumprimento das metas, com a definição de uma meta numérica para cada ano com um intervalo de tolerância de dois pontos percentuais para cima ou para baixo, e com o intuito de aumentar a transparência e credibilidade do regime, também foi estabelecido que na impossibilidade de se atingir a meta estabelecida, o presidente do banco central deve publicar uma carta aberta contendo os fatos pelos quais a convergência da taxa de inflação à meta não foi concretizada e as principais medidas cabíveis para que a convergência se efetue, bem como o tempo necessário para tanto. (BIONDI; TONETO JR., 2005, p.18).

Portanto, o regime de metas inflacionárias no Brasil, a princípio, não era flexível, porém, de acordo com Biondi e Toneto Jr. (2005), com o passar do tempo, ocorreram algumas modificações no regime, tornando-o mais flexível do que antes e mostrando a incoerência de perseguir metas fora da realidade macroeconômica brasileira. Portanto:

Um primeiro passo nesse sentido foi dado ao final de 2002, quando houve uma modificação no cálculo da meta a ser perseguida pelo Banco Central do Brasil. Atualmente o COPOM (Comitê de Política Monetária) trabalha com o conceito de meta ajustada, em que, à meta preestabelecida pelo CMN (Conselho Monetário Nacional), 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. Posteriormente, em 2003 ocorreu a introdução de um intervalo de tolerância maior para as metas, passando de 2 para 2,5% para cima ou para baixo. (BIONDI; TONETO JR., 2005, p.18).

O objetivo das mudanças ocorridas no regime de metas inflacionárias, de acordo com Meirelles (2003), citado por Biondi e Toneto Jr. (2005) é uma prática comum dos bancos centrais quando estão diante de choques de ofertas de magnitude elevada, ou seja, eles buscam desfazer a convergência da inflação corrente as metas estabelecidas em um período mais longo, evitando custos de ajustamentos mais graves para a economia.

Outra crítica referente ao regime de metas inflacionárias, segundo Curado e Oreiro (2005), é que o regime de preços não resultou na estabilidade econômica do Brasil, apesar de ter alcançado a estabilidade de preços. Ainda, segundo os mesmos autores, a estrutura de política monetária não satisfaz o regime de metas e o mesmo não satisfaz a necessidade de crescimento econômico e, portanto, não contribui para a queda das taxas de desemprego.

Portanto, a seguir, será apresentado o desempenho do regime de metas inflação no Brasil e quais os resultados que foram alcançados.

### 5.3. O desempenho do regime de metas de inflação Brasileiro

A capacidade que a autoridade monetária tem em alcançar as metas inflacionárias é ponto de partida para fazer a análise do desempenho do regime de metas de inflação na economia brasileira. A tabela 1 a seguir apresenta as metas e os resultados da inflação brasileira entre 1999 a 2012.

**TABELA 1 – Metas de Inflação e Taxas de Inflação alcançada**

DISCRIMINAÇÃO	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
<b>Meta Fixada</b>	<b>8</b>	<b>6</b>	<b>4</b>	<b>3.5</b>	<b>3.25</b>	<b>3.75</b>	<b>4.5</b>	<b>4.5</b>	<b>4.5</b>	<b>4.5</b>	<b>4.5</b>	<b>4.5</b>	<b>4.5</b>	<b>4.5</b>
Banda (+/-)	2	2	2	2	2	2.5	2.5	2	2	2	2	2	2	2
<b>Meta Revista</b>	-	-	-	-	<b>4</b>	<b>5.5</b>	-	-	-	-	-	-	-	-
Banda (+/-)	-	-	-	-	2.5	2.5	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>IPCA</b>	<b>8.94</b>	<b>5.97</b>	<b>7.67</b>	<b>12.53</b>	<b>9.3</b>	<b>7.6</b>	<b>5.69</b>	<b>3.14</b>	<b>4.46</b>	<b>5.9</b>	<b>4.31</b>	<b>5.91</b>	<b>6.5</b>	<b>5.84</b>

\*Elaboração Própria

Fonte: Banco Central do Brasil

De acordo com a tabela 1, no ano de 1999, ano em que o Brasil adotou a política de metas, a meta fixada para a inflação foi de 8% e a inflação alcançada foi superior ao centro da meta ficando em 8,94%, porém, não ultrapassou o limite superior que era 10%. No ano de 2000, a meta definida para a inflação foi de 6% ao ano e a inflação obtida ficou em 5,97%. A banda escolhida, conforme a tabela 1 foi de dois pontos percentuais para cima e para baixo. Fraga e outros, citados por Grechi (2008), argumentam que a variação da banda em torno das metas de inflação, deixa claro que a autoridade monetária tem maior preocupação com a

variabilidade da inflação do que a volatilidade do produto, pois para Fraga e outros, citados por Grechi (2008), existe um *trade off* entre inflação e produto.

No ano de 2000, de acordo com a tabela 1, a meta fixada para esse ano foi de 6% e a inflação obtida foi de 5,97%, pouco abaixo do centro da meta. Porém, no ano de 2001, de acordo com os dados da tabela acima, a inflação obtida foi superior ao centro da meta ultrapassando a banda. A inflação obtida foi de 7,67 % e a meta estabelecida foi de 4% com variação de dois pontos percentuais para cima ou para baixo. Então:

Em entendimento ao estabelecido no decreto nº 3.008 de 21 de junho de 1999, o presidente do Banco Central Armínio Fraga enviou uma carta aberta ao Ministro da fazenda descrevendo as causas que levaram ao descumprimento da meta, assim como as providências e o prazo para que a inflação retornasse aos limites fixados. (GRECHI, 2008, p. 44).

Biondi e Toneto Jr. (2005) argumentam que esse não cumprimento das metas está relacionado aos choques ocorridos na economia, como por exemplo, “a crise de energia, atentados terroristas no exterior, crise financeira da Argentina, crises cambiais, aumento do risco-país e repasses cambiais” (BIONDI; TONETO JR., 2005, p. 19). De acordo com Grechi (2008), um dos principais fatores do aumento da inflação foi, porque, a depreciação média em 2001 alcançou o patamar de 20,9% ao ano, estimando que ela fosse responsável 38% pelo aumento da inflação registrada.

Em relação à situação interna do Brasil, ainda, segundo Grechi (2008), no ano de 2001, percebe-se uma grande elevação dos preços administrados por contratos. Pelo fato de estar ocorrendo uma crise energética, a tarifas de energia chegaram a 18% sendo que o previsto pelo Relatório de Inflação seria de 9%. A gasolina teve um aumento de 7,2%, sendo que o previsto era de uma queda de 8%. Então, de acordo com Amaral (2004), a meta de 4% dos preços administrados por contrato não foi alcançada, totalizado em 10,2% e, também, ficou acima dos 6,5% da taxa de inflação dos preços livres.

Na carta do Banco Central ao Ministro da fazenda de acordo com Grechi (2008), o BACEN, saiu em defesa da política monetária adotada em 2001, argumentando que a inflação se elevou pelo fato de que os custos em relação da redução da atividade econômica iriam ultrapassar o intervalo de tolerância, argumentado também, uma política monetária restritiva, para que a inflação em 2001 alcançasse o patamar desejável poderia fazer com que a inflação se situasse abaixo

da meta no ano de 2002, isso aconteceria, por causa da defasagem no efeito da política monetária.

Ao observarmos a tabela 1, percebemos que a meta de inflação para 2002, foi de 3,5% ao ano com dois pontos percentuais para cima e para baixo. Porém, ainda, de acordo com dados da tabela 1, a inflação em 2002 fechou em 12,53% ao ano. Nesse ano, de acordo com Grechi (2008), o país passou por uma grande crise de confiança devido às eleições presidenciais em outubro desse mesmo ano e, também, por uma elevação da aversão ao risco nos mercados internacionais.

Então, no ano de 2002, a economia brasileira, conforme Amaral (2004), se encontrou numa situação em que houve uma queda na demanda relacionada aos títulos públicos no mercado financeiro interno, havendo dificuldades de colocação dos títulos com prazos maiores. Porém, houve elevação também da dívida pública brasileira de curto prazo, passando de 26,6% em 2001, para 38,9% ao ano em 2002 e a taxa relacionada à rolagem dos títulos caiu drasticamente no ano de 2002. Devido à crise de confiança, houve contração no fluxo de entrada de capitais no Brasil, relacionado à “deterioração das contas de investimentos estrangeiros diretos, empréstimos e financiamentos, capitais de curto prazo e ativos”.(GRECHI, 2008, p. 47). Portanto:

A crise financeira e o aumento da aversão aos riscos nos mercados internacionais levaram a uma acentuada depreciação da taxa de câmbio e ao aumento das expectativas de inflação dos agentes econômicos, principalmente no último trimestre de 2002. O descumprimento da meta deveu-se, portanto, à forte depreciação cambial, à deterioração das expectativas de inflação e, também, à inflação dos preços administrados por contrato e monitorados (GRECHI, 2008, p. 47).

No ano de 2003, de acordo com a tabela 1, a meta para a inflação era de 3,25% ao ano, com variação de dois pontos percentuais para cima e para baixo. Porém, ao observarmos a tabela 1, percebe-se que houve alteração na meta e no centro da meta nesse mesmo ano. Então, a meta de inflação ficou fixada em 4% podendo variar em 2,5% para cima ou para baixo.

No ano de 2004, a meta de inflação, de acordo com a tabela 1, foi fixada em 3,75% com variabilidade de 2,5% para cima e para baixo. Porém, nesse ano também, a meta de inflação sofreu um ajuste ficando em 5,5% ao ano e a banda permaneceu a mesma.

No ano de 2003, a meta também não foi alcançada, assim como em 2001 e 2002. Mas, ano de 2004, a inflação começa a diminuir, chegando ao final do ano de 2004 em 7,6% ao ano, ou seja, dentro do patamar estabelecido.

A inflação no ano de 2003 ficou em 9,30% ultrapassando o limite superior da banda. Isso por ser explicado, porque segundo Grechi (2008), havia uma inércia inflacionária, uma deterioração das expectativas de inflação e o repasse cambial provenientes do ano de 2002. Ainda, conforme o mesmo autor, em torno de 55% da inflação obtida no ano primeiro trimestre de 2003 está relacionada aos mesmos fatores que levaram a inflação subir em 2002. Para conter o processo inflacionário em 2003, de acordo com Amaral (2004) o BACEN, adotou uma política de elevação da taxa Selic, passando de 25,5% para 26,5%.

A crise de confiança que se iniciou em 2002 foi se desfazendo, pois os agentes econômicos começaram a se sentirem seguros em relação às políticas econômicas adotadas pelo governo. Grechi (2008) argumenta que o governo ao se comprometer em buscar superávits fiscais e ao comprometer em manter o regime de metas de inflação, acabou por contribuir na reversão da crise de confiança, para redução das expectativas de inflação e a reversão da taxa de depreciação do câmbio.

No final de junho de 2003, ainda, segundo Grechi (2008), o Conselho Monetário Nacional estipulou que a meta de inflação seria de 5,5% para 2004 (ou seja, a meta já ajustada proposta pelo BACEN) e de 4,5% para 2005, ambas com intervalo de tolerância de 2,5 pontos percentuais para cima e para baixo. Porém, devido à propagação de choques e a aceleração do crescimento da demanda, provocando a deterioração das expectativas inflacionárias, em meados de setembro de 2004, em sua 100ª reunião, o COPOM decidiu perseguir em 2005, a meta ajustada para 5,1% adicionando 0,6% a título de acomodação da inércia inflacionária no percentual definido CMN. Em junho de 2004 depois de fixar a meta da inflação para o ano de 2006, de acordo com Grechi (2008), o CMN reduziu o intervalo de tolerância para dois pontos percentuais, para cima e para baixo.

Durante o ano de 2004, de acordo com Moreira (2004), o Banco Central Brasileiro optou por dois tipos de política monetária durante os dois semestres do ano. No primeiro semestre, devido às expectativas relacionadas ao aumento da taxa de juros norte americana e com as incertezas relacionadas a ela, teve uma grande influencia sobre a decisão do BACEN, fazendo com que se praticasse no Brasil, uma

política monetária de redução bastante cautelosa da taxa Selic.

No primeiro semestre de 2004, exclusivamente em janeiro, ainda, segundo o mesmo autor, as expectativas em relação à inflação tiveram uma elevação sistemática ficando acima das taxas esperadas no final de 2003. A deterioração das expectativas inflacionárias no curto prazo alterou a percepção do mercado em relação à queda da taxa Selic no curto prazo.

Isso veio a se confirmar com a decisão do Banco Central Brasileiro em manter a Selic em 16,50% nas duas primeiras reuniões do Conselho de Política Monetária no ano de 2004. Tal pessimismo no final de janeiro aconteceu, de acordo com Moreira (2004), pelo fato de uma alta na taxa de juros nos Estados Unidos (EUA) mais cedo do que o previsto, a preocupação com a inflação e as incertezas sobre os rumos da economia, decorridos de pressões dentro do Governo brasileiro, por mudanças na política econômica do país, seguido de boatos em que se falou na demissão do presidente do BACEN e do Ministro da Fazenda.

Em janeiro, a alta de 0,76% do IPCA, divulgada no fim da quinzena de fevereiro, confirmou a decisão do Banco Central em manter a taxa de juros em 16,50%. A opção por não reduzir a taxa de juros provocou manifestação de ressalvas ao modelo de metas de inflação. O público, de acordo com Moreira (2004), achava que o BACEN deveria ser menos rígido ao tomar decisões em relação às metas inflacionárias pelo fato do Brasil, que é um país em desenvolvimento, ter a taxa de juros mais alta que a dos países de economias desenvolvidas. Mas o Governo decidiu não alterar o regime, por medo de perder a credibilidade, com graves repercussões na manutenção da estabilidade econômica.

Do mês de fevereiro ao mês de abril de 2004, de acordo com Grechi (2008), a inflação segundo IPCA, declinou-se, mas não o suficiente para evitar a interrupção da queda da taxa de juros na reunião de maio do Copom. A variação em 12 meses desse índice ficou na casa dos 5,26% até abril, ficando abaixo da média estabelecida de 5,50%. Em maio a inflação voltou a subir, e a taxa de juros básica ficou em 16% a.a., sem viés, devido à instabilidade dos mercados financeiros, pelas expectativas de ajustes na política monetária nos EUA e na China, pelo aumento do preço do barril de petróleo e também pela elevação do Risco - Brasil e da taxa de câmbio doméstica.

Ficou comprovado então, de acordo com Moreira (2004), que a escolha do Banco Central pela redução cautelosa da taxa de juros no primeiro semestre de

2004, tornou-se bastante apropriado devido que acomodou os choques primários, evitou impactos secundários e por fim, e não menos importante, por manter as expectativas inflacionárias sobre controle. Já no segundo semestre de 2004, de acordo com Moreira (2005), a partir do mês de setembro, o Banco Central, mudou a política de redução de taxa de juros e deu início a um ciclo de alta da taxa Selic, que havia ficado inalterada entre abril e agosto deste ano. De acordo com Moreira (2004), a mudança desta política no segundo semestre ocorreu devido à propagação de choques e à aceleração da demanda, fazendo com que se deteriorassem as expectativas inflacionárias tanto para 2004 como para 2005.

Como em abril a taxa de juros ficou na casa dos 16% e permaneceu a mesma até em agosto, em setembro o BACEN, de acordo com Moreira (2004), elevou a taxa Selic em 0,25 pontos percentuais, fazendo com que a taxa fique na casa dos 16,25% e em novembro alterou-se a taxa novamente passando-a para 17,25%.

O aumento da taxa Selic no segundo semestre, tanto no mês de outubro como no mês de novembro em 0,5 pontos percentuais, de acordo com Moreira (2005), fez com que gerasse conflitos no Governo brasileiro. O Presidente do Brasil, que na época era o Luiz Inácio Lula da Silva, o então Lula, pressionou o Ministro da fazenda Antônio Palocci Filho, a respeito do aumento na taxa de juros, mas ele explicou que foram necessárias tais elevações para combater a temida inflação. Lula era contra o aumento da taxa de juros, mas sua opinião não prevaleceu diante do Conselho de Política Monetária.

Ainda, segundo Moreira (2005), o Índice de preço ao Consumidor Amplo, depois de cair nos três primeiros meses do ano, em outubro e novembro, tal índice voltou a subir acumulando alta de 6,68% de janeiro a novembro de 2004 e de 7,24% em 12 meses.

A projeção feita pelo Banco Central, de acordo com Grechi (2008), apontava que a inflação poderia ficar acima da meta estabelecida de 5,5% para 2004 e acima do objetivo de 5,1% para 2005. Mas de acordo com o BACEN, o Índice de Preço ao Consumidor Amplo em 2004 não ultrapassaria o teto que era de 8%.

No primeiro semestre de 2005, segundo Moreira (2005a), o Copom manteve o ciclo de aumento da taxa básica de juros com o objetivo de promover a convergência da inflação de 5,1% para a meta original de 4,5%, divulgada pelo Copom em 2003. A decisão do Banco Central em manter o ciclo de aumento da taxa Selic, segundo Moreira (2005a), foi devido ao comportamento previsto da demanda

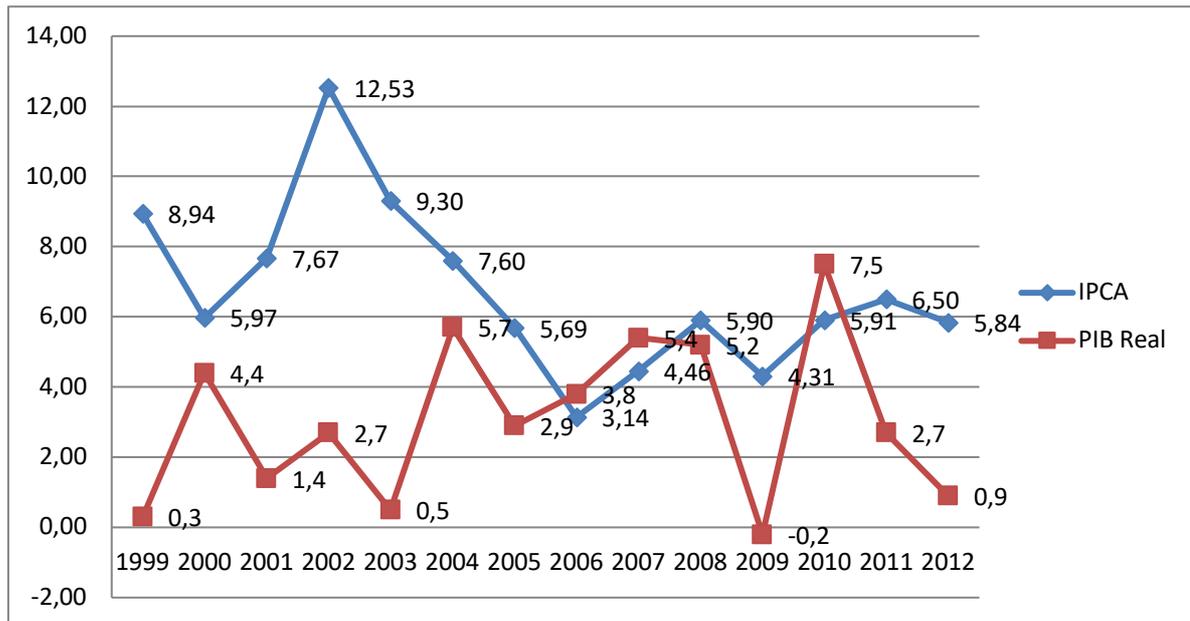
agregada, a eventuais choques de preços e a evolução das expectativas em relação à inflação futura. Mas essa política monetária usada no primeiro semestre de 2005, não atingiu o objetivo, exigindo, um período mais longo da manutenção da taxa de juros. Devido à inflação média mensal de apenas 0,41%, ficou difícil em atingir tal meta estabelecida de 5,1%, porque a média dos indicadores de núcleo do IPCA se mantinha acima de 0,6% ao mês.

Em junho, segundo Moreira (2006), o Copom decidiu manter a mesma taxa de juros de maio, com base nas perspectivas para a trajetória de inflação. Mas o IPCA, em maio, ficou em 0,49%, ante 0,87% em abril, ou seja, os preços na economia estavam desacelerando. Por isso, como a taxa Selic estava estacionada em 19,75% ao ano até agosto, então o COPOM em setembro de 2005 decidiu reduzir à taxa Selic para 19,50% ao ano. E a inflação fechou em 5,69% ao ano.

No ano de 2006, segundo Moreira (2006), o Governo Brasileiro conseguiu cumprir com folga a meta estabelecida, garantida pela alta de 3,14% do IPCA. A alta de 2006 foi a menor registrada pelo IBGE desde 1998 - antes da introdução do sistema de metas de inflação no país -, quando o índice avançou 1,65 %.

No primeiro semestre de 2007 de acordo com Grechi (2008), o BACEN continuou mantendo baixa a taxa de juros Selic. Já no segundo semestre, o Copom decidiu interromper o processo de redução da Taxa Selic, considerando entre vários aspectos, a meta para inflação em 2008. O processo de redução da taxa Selic desde o segundo semestre de 2005, surtiu efeitos significativos na economia brasileira, apresentando uma taxa de crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) de 5,2% nos últimos trimestres. Observe o gráfico abaixo:

### **GRÁFICO 1 – A Evolução do PIB e do IPCA no Brasil entre 1999 a 2012**



\*Elaboração Própria

Fonte: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA)  
Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE)

No ano de 2007, o IPCA, no primeiro trimestre sofreu uma elevação, pois houve “pressões sazonais sobre os preços dos alimentos *in natura*” (GRECHI,2008, p. 55) e, houve também, reajustes nas tarifas de transporte público, álcool, educação e, entre outros. Já no segundo e terceiro trimestre de 2007, esse cenário da economia brasileira foi revertido e o IPCA, voltou a cair.

Ainda em 2007, conforme Grechi (2008), a economia mundial sofreu um desaquecimento que teve início nos Estados Unidos. Esse desaquecimento está relacionado à queda do nível de atividade do mercado imobiliário nos EUA. Porém, mesmo com os problemas ocorridos na economia nessa época, a inflação no Brasil, ficou dentro do patamar estabelecido, fechando o ano em 4,46%, sendo que a meta estabelecida era de 4,5% com variação de dois pontos percentuais para cima e para baixo. Nos anos subsequentes a essa crise, as metas de inflação estabelecidas pela autoridade monetária foram todas cumpridas.

Porém, quando se observa o gráfico 1, percebe-se que a economia brasileira não obteve o crescimento do produto que era esperado. O único ano em que o produto foi superior a taxa de inflação, foi no ano de 2010 em que o PIB teve um crescimento de 7,5% ao ano. Nesse mesmo ano, a inflação obtida foi de 5,91% e a meta estabelecida pela autoridade monetária era de 4,5% com variabilidade de dois pontos percentuais para cima e para baixo.

Segundo o IBGE, o PIB do Brasil cresceu muito no ano de 2010, porque o Governo do Brasil adotou um conjunto de políticas em 2009, para conter os efeitos da crise iniciada em 2007 nos Estados Unidos. Essas políticas estão relacionadas ao aumento de crédito e redução de impostos, o que acabou contribuindo para o aumento do consumo.

Observa-se, portanto, que em 13 anos de regime de metas de inflação, apenas em três anos as metas não foram cumpridas, demonstrando que o regime de metas de inflação tem sido eficiente na redução dos níveis de preços. Porém, Amaral (2004) argumenta que os países que adotaram as metas inflacionárias não tiveram redução na inflação por causa da adoção do regime, ele justifica que havia uma tendência de queda da inflação mundial. Mesmo se os países não adotassem as metas de inflação, Amaral (2004) argumenta que possivelmente, as taxas de inflação desses países cairiam.

Biondi e Toneto Jr. (2005), argumentam que a variação na taxa de crescimento no Brasil, após a adoção do sistema de metas inflacionárias está relacionada à maneira com que a política monetária é posta em prática. Segundo os mesmo autores, como o principal objetivo do regime de metas inflacionárias é manter a estabilidade de preços, as outras questões que se referem ao desempenho macroeconômico deixam de ter uma significada relevância.

Observe a tabela 2, a seguir, referente à evolução de algumas variáveis selecionadas após a implantação do sistema de metas de inflação.

**Tabela 2 – Evolução de algumas variáveis selecionadas em % - período: 1999 a 2012**

(continua)

<b>ANO</b>	<b>IPCA</b>	<b>PIB Real</b>	<b>FBKF</b>	<b>Taxa de Desemprego</b>
1999	8,94	0,3	-	7,5
2000	5,97	4,4	-	7,1
2001	7,67	1,4	17,00	6,4
2002	12,53	2,7	16,40	12,6
2003	9,30	0,5	15,30	12,3
2004	7,60	5,7	16,10	11,4
2005	5,69	2,9	15,90	9,8
2006	3,14	3,8	16,40	9,9
2007	4,46	5,4	17,40	9,3

2008	5,90	5,2	19,10	7,8
2009	4,31	-0,2	16,90	8,1
2010	5,91	7,5	18,40	6,7
2011	6,50	2,7	19,30	6,0
2012	5,84	0,9	20,40	5,5
<b>MÉDIA</b>	<b>6,70</b>	<b>3,09</b>	<b>17,38</b>	<b>8,60</b>

\*Elaboração Própria

Fonte: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE)

Banco Central do Brasil

A tabela 2 mostra a evolução média de algumas variáveis após a adoção do regime de metas de inflação no Brasil. Quando se observa essa evolução, percebemos que a variação média da inflação de 6,70% foi superior à variação média do produto real que ficou em 3,09%. Observa-se também no ano de 2002 e 2003, que as metas de inflação não foram cumpridas, a taxa de desemprego subiu drasticamente se comparada com os anos anteriores. Isso poder ser explicado pelo fato, como citado anteriormente, por causa dos problemas das sucessivas crises que a economia mundial sofreu, afetando também o Brasil e para conter o processo inflacionário, a autoridade monetária do país optou por elevar a taxa Selic. Então, segundo Biondi e Toneto Jr. (2005), a adoção de um regime de metas inflacionárias que tem como principal objetivo a obtenção do controle inflacionário, acaba dando espaço a políticas monetárias mais agressivas, pois, as elevadas taxas de juros acabam por prejudicar a atividade econômica do país.

Curado e Oreiro (2005) acreditam que o crescimento e o investimento da economia brasileira têm sido baixos desde que as metas inflacionárias foram implantadas no Brasil, porque a estrutura monetária da política monetária no país não condiz com a situação econômica do mesmo. Curado e Oreiro (2005), ainda argumentam que o funcionamento da estrutura da governança política engloba as instituições responsáveis pela obtenção das metas inflacionárias e os mesmos se confundem. Isto ocorre, porque o BACEN pode votar no CMN que é o órgão responsável pela fixação das metas. Portanto, o Banco Central, consegue intervir indiretamente nas metas que serão determinadas.

Entre as diversificadas estratégias de políticas monetárias existentes, há um apelo muito grande por parte dos países em adotar o regime de metas inflacionárias. Isto ocorre, porque segundo Mendonça (2002), os países acreditam terem

encontrado o arranjo institucional adequado no que diz respeito à eliminação das expectativas de inflação. Os países têm buscado esse tipo de política monetária porque segundo Biondi e Toneto Jr. (2005), o objetivo deles é alcançar a estabilidade de preços aliado ao crescimento do produto e emprego.

Conforme Curado e Oreiro (2005), para que haja crescimento econômico sustentável na economia brasileira, é necessária uma reformulação da política monetária do país, buscando políticas condizentes com as necessidades de crescimento econômico e aumento do desemprego beneficiando toda a sociedade.

Lemos, Oreiro e Padilha (2005), destacam que desde quando o regime de metas inflacionárias foi formalmente adotado no Brasil, ele vem sendo alvo de vários ataques tanto por parte da comunidade acadêmica de economia, como do meio empresarial e, o argumento para esse ataque, segundo os mesmos autores, é que esse regime impede a retomada do crescimento econômico do país. Isto acontece porque, segundo Lemos, Oreiro e Padilha (2005), a política monetária tem como principal objetivo, manter a inflação sobre controle que remete a uma política monetária contracionista que acaba gerando uma alta taxa de juros.

Porém, seguindo ainda a linha de pensamento dos mesmos autores, essas críticas entram em contradição com a experiência histórica dos países que adotaram o regime de metas inflacionárias, como é o caso da Nova Zelândia e Canadá, que não encontraram problemas ao adotarem tal regime no que diz respeito à taxa de crescimento do produto real, que, aliás, são bem satisfatórias. No caso do Reino Unido, por exemplo, as taxa de crescimento são bastante elevadas.

De fato, segundo Biondi e Toneto Jr. (2005), a taxa de juros brasileira é mais alta do mundo, porém, não se pode justificar que essa taxa é elevada por causa do regime de metas inflacionárias, mas da maneira como o mesmo foi implantado no país. Segundo Curado e Oreiro (2005), o problema está relacionado à estrutura da governança da política monetária no Brasil, na qual eles consideram-na inadequada para uso de tal regime. Justificam-se essa inadequação na atual estrutura de governança pelo fato de que não há uma clara separação entre a autoridade responsável pela fixação das metas da política monetária e a autoridade responsável pela obtenção das mesmas e, também, as metas de inflação não refletem adequadamente as preferências do público. E por último, segundo ainda Lemos, Oreiro e Padilha (2005), a fixação da taxa de juros pelo Copom é feita com

base em expectativas inflacionárias de agentes que não tem poder efetivo para fixar os preços da economia.

Muitos estudos, segundo Biondi e Toneto Jr. (2005), foram realizados para detectar a eficiência do regime de metas inflacionárias, mas ainda segundo os mesmo autores, alguns estudos foram inconclusivos e não comprovaram que as metas inflacionárias são eficazes na eficiência do controle de preços. Porém, conforme Biondi e Toneto Jr. (2005), outros estudos conseguiram comprovar empiricamente que o regime de metas inflacionárias e sua credibilidade são suficientemente sólidos para reduzir os níveis de preços da economia.

Um argumento favorável à adoção do regime de metas inflacionárias está relacionado à transparência na condução da política monetária. Tal transparência, como argumenta Mendonça (2002) é demonstrada através da comunicação entre a autoridade monetária e o público, onde são expostos para o público os relatórios de inflação.

Ainda que as metas para a inflação sinalizem segundo Mendonça (2002), um desempenho superior ao uso de metas para câmbio e agregados monetários, o tipo de discussão apresentado não tem a possibilidade de apresentar qual o melhor tipo de regime monetário. O regime a ser escolhido por um país depende ainda, segundo Mendonça (2002), em grande medida do cenário macroeconômico em que ele se encontra o momento da decisão de qual regime será inserido. Além disso, verifica-se que todas as estratégias estudadas apresentam problemas na capacidade da política monetária de atingir de forma isolada os objetivos pretendidos.

A preocupação após a implantação do regime de metas inflacionárias, segundo Biondi e Toneto Jr. (2005), é que no Brasil as metas inflacionárias são usadas de maneira agressiva, fazendo com que atividade econômica do país seja afeta de forma que o crescimento econômico desejado não é alcançado.

#### **5.4. Resultados dos países selecionados nos primeiro anos de adoção das metas de inflação**

A Tabela 3 a seguir mostra a volatilidade de algumas variáveis dos países desenvolvidos e dos países me desenvolvimento que adotaram formalmente a política de metas inflacionárias entre os anos de 1996 a 2004.

**TABELA 3 – Volatilidade das variáveis % – períodos: 1996 – 2004**

<b>PAÍSES</b>	<b>Inflação</b>	<b>Crescimento Real do PIB</b>	<b>Taxa de Câmbio</b>	<b>Taxa de Juros</b>	<b>Taxa de desemprego</b>
<b>Desenvolvidos</b>	<b>0,93</b>	<b>0,95</b>	-	-	<b>0,44</b>
Austrália	0,52	0,80	0,14	0,90	0,92
Canadá	1,08	1,45	0,06	1,11	0,93
Nova Zelândia	0,39	1,44	0,18	1,39	0,97
Suécia	0,88	1,32	0,14	0,91	1,53
Suíça	0,38	1,31	0,11	0,93	0,98
Reino Unido	0,66	0,66	0,07	1,13	1,10
<b>Países desenvolvidos que adotam as metas</b>	<b>0,65</b>	<b>1,16</b>	<b>0,12</b>	<b>1,06</b>	<b>1,07</b>
<b>Países em desenvolvimento</b>	<b>7,83</b>	<b>1,18</b>	-	-	<b>2,6</b>
Brasil	4,23	1,88	0,41	4,00	1,11
Chile	1,94	2,42	0,20	nd	1,30
Colômbia	5,82	2,50	0,34	nd	4,18
Israel	4,03	2,75	0,13	0,51	1,40
México	9,98	2,54	0,13	8,94	0,81
Peru	3,63	2,41	0,13	nd	Nd
Colômbia	6,36	1,98	0,14	3,35	3,38
<b>Países em desenvolvimento que adotam as metas</b>	<b>5,14</b>	<b>2,35</b>	<b>0,21</b>	<b>4,19</b>	<b>2,03</b>

Fonte: BIONDI; TONETO JR., 2005, p.23

A tabela 3 nos mostra importantes variáveis que podemos analisar para verificar a eficiência do regime de metas de inflação. De acordo com os dados que foram expostos, a volatilidade da inflação média dos países que adotaram as metas foi inferior à variação da inflação nos países desenvolvidos em geral. Portanto, de acordo com Biondi e Toneto Jr. (2005), podemos chegar à conclusão que o regime de metas inflacionárias tem contribuído para os países desenvolvidos manter estável o nível de preços de suas economias, diminuindo a variabilidade do mesmo.

Ao observarmos os dados na tabela 3 referentes aos 1996 a 2004 dos países em desenvolvimento em geral, percebemos que a taxa média de inflação foi de 7,83% e nos países em desenvolvimento que adotaram as metas, a taxa de inflação ficou em 5,14%. Percebe-se então, que a volatilidade da taxa de inflação foi menor nos países que adotam as metas inflacionárias.

Em relação ao crescimento real do produto, percebe-se, de acordo com os dados da tabela 3, que a volatilidade dos países desenvolvidos e em desenvolvimento foi maior do que a volatilidade dos países em geral, tanto desenvolvido quanto em desenvolvimento que não adotaram as metas inflacionárias.

Biondi e Toneto Jr. (2005), argumentam que essa maior variabilidade das taxas de crescimento do produto nos países que adotaram as metas inflacionárias está relacionado à própria característica da política monetária. Como o objetivo da política monetária nesse regime é manter sob controle o nível de preços, acaba-se deixando em segundo plano todas as demais questões referentes ao desempenho macroeconômico dos países. Então:

A condução de uma política monetária mais agressiva para garantir a estabilidade de preços e o cumprimento das metas de inflação determinada pelas autoridades monetárias pode gerar efeitos negativos sobre o produto da economia, elevando a volatilidade do seu crescimento real. (BIONDI, TONETO JR., 2005, p.24)

De acordo com os dados da Tabela 3, a variabilidade da taxa de desemprego referente ao grupo dos países desenvolvidos se mostrou menor nos países desenvolvidos que não adotam o sistema de metas inflacionárias se comparado com os países que adotaram as metas, demonstrando, segundo Biondi e Toneto Jr. (2005), que a adoção de um regime de política monetária que tem como principal objetivo a garantia da estabilidade do nível de preços, pode impactar de forma negativa na economia contribuindo para uma elevação na taxa de desemprego dos países, “como consequência de uma política monetária mais agressiva que gera efeitos negativos sobre a atividade econômica.” (BIONDI; TONERO Jr. 200h, p.24).

Em relação aos países em desenvolvimento que não adotaram as metas inflacionárias, a variabilidade da taxa de desemprego foi de 2,60%, já os países que adotaram as metas de inflação, a volatilidade da taxa de desemprego foi menor, chegando a 2,03% entre 1996 a 2004.

Então, de acordo com os dados descritivos entre os anos de 1996 a 2004 dos países que adotam o sistema de metas inflacionárias e as informações em relação ao comportamento das variáveis agregadas para um grupo de países, pode-se concluir que tanto para os países desenvolvidos como para os países em desenvolvimento a adoção do regime de metas inflacionárias foi eficaz no que diz respeito à redução da variabilidade das taxas de inflação. Além disso, pode-se concluir que os países que adotam o regime de metas de inflação com o intuito de reduzir o nível de preços, geralmente têm uma maior volatilidade do crescimento real do produto e das taxas de desemprego, mostrando que o regime impacta de forma negativa a economia.

A tabela a seguir mostra a média da taxa de crescimento real e da taxa de inflação dos países que adotam o regime de metas inflacionárias assim como as estatísticas para o grupo dos países em desenvolvimento e desenvolvidos, como também dos países que não adotaram as metas, fazendo uma comparação entre esses países.

**TABELA 4 – Médias das taxas de Inflação e Crescimento do Produto %  
- Período: 1996 – 2004**

<b>PAÍSES</b>	<b>Taxa de Inflação</b>	<b>Crescimento Real do PIB</b>
<b>Desenvolvidos</b>	<b>1,87</b>	<b>2,77</b>
Austrália	2,53	3,76
Canadá	2,00	3,41
Nova Zelândia	2,11	3,13
Suécia	1,50	2,64
Suíça	0,73	1,41
Reino Unido	1,51	2,86
<b>Países desenvolvidos que adotam</b>	<b>1,73</b>	<b>2,87</b>
<b>Países em Desenvolvimento</b>	<b>9,3</b>	<b>5,03</b>
Brasil	7,61	2,17
Chile	3,97	3,86
Colômbia	11,72	1,72
Israel	4,36	2,84
México	13,03	3,68
Peru	4,34	2,91
Polônia	8,43	4,19
<b>Países em desenvolvimento que adotam</b>	<b>7,64</b>	<b>3,05</b>

Fonte: Biondi; Toneto Jr., 2005, p.25.

Segundo os dados referentes à Tabela 4, entre os anos de 1996 a 2004, após a adoção do regime de metas inflacionárias nos países desenvolvidos, a média da inflação ficou em 1,73% e a média de crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) real ficou em 2,87%. Quando se compara esses dados com os países desenvolvidos em geral, percebe-se que a volatilidade da taxa de inflação nos países desenvolvidos que adotaram as metas é menor. Os países desenvolvidos em geral tiveram uma inflação média entre 1996 a 2004 de 1,87% e o crescimento do produto

ficou em 2,77%. Então, pode-se perceber que PIB real dos países em geral foi menor do que o PIB real dos países desenvolvidos que adotaram as metas.

No caso, dos países emergentes em geral, a taxa média de inflação foi 9,3% e o crescimento do PIB real foi de 5,03%. Já os países emergentes que adotaram as metas inflacionárias, segundo os dados referentes à tabela 4, entre 1996 a 2004, a inflação média ficou em 7,64% e o PIB real médio ficou em 3,05%. Quando se compara os países emergentes que adotaram as metas e os emergentes em geral, percebe-se que a taxa média de inflação é inferior nos países que adotam o regime, mas a taxa de crescimento real do PIB é inferior nos países emergentes que adotam as metas inflacionárias. Portanto, na média, os países que optaram pelas metas inflacionárias tiveram menores taxas de inflação, demonstrando que o regime de metas inflacionárias reduz as taxas de inflação dos países.

## 6. CONCLUSÃO

O regime de metas inflacionárias tornou-se um mecanismo de grande importância no cenário econômico brasileiro, na tentativa de controlar a inflação. Inúmeros estudos demonstram que nos países onde foi adotado tal regime, o nível de volatilidade da inflação declinou-se. Porém, devido a essa experiência, inclusive no Brasil, ser relativamente recente, existe uma discussão de que a redução da inflação não seja, necessariamente, proveniente da adoção do regime de metas de Inflação.

No decorrer desse trabalho, foram destacadas as características principais, as vantagens e desvantagens, as críticas da teoria pós-keynesiana ao regime de metas de inflação e o funcionamento do mesmo na economia brasileira. Entre os argumentos que defendem o bom funcionamento das metas de inflação, destaca-se um elemento fundamental sendo, o elevado grau de transparência e de responsabilidade da autoridade monetária em alcançar as metas que foram estabelecidas, em consequência ao fato de que os agentes econômicos podem fazer acompanhamento do desempenho do Banco Central, gerando incentivos para que ele não desvie a inflação da meta estabelecida. De forma que, as metas inflacionárias, também, garantem a comunicação do BACEN com os agentes econômicos, a estabilidade das expectativas relacionadas à inflação futura e flexibilidade para acomodar os choques que atingem a economia.

Porém, verificou-se que as metas de inflação apresentaram melhor desempenho nas economias desenvolvidas do que nas economias emergentes. Os países em desenvolvimento apresentam maior volatilidade no produto e na inflação, assim como níveis de inflação mais altos, sendo que as causas que se referem a isso estão relacionadas ao fato de que de as instituições das economias emergentes são mais frágeis, a autoridade monetária possui baixa credibilidade e, também, a economia desses países são mais vulneráveis a choques externos.

Um das razões para a alta variabilidade entre a taxa de inflação e o produto são destacadas através da baixa credibilidade que a autoridade monetária possui frente aos agentes econômicos e, também, está relacionado com a presença de uma estrutura institucional frágil nos países emergentes.

A adoção das metas de inflação nesses países configurou uma tentativa de implantação de uma política monetária plausível e que seja ligada com a

estabilidade de preços. Contudo, quando há um histórico de baixa credibilidade, os agentes deixam de confiar no grau de comprometimento das metas por parte da autoridade monetária de forma que, acaba causando expectativas de inflação cada vez mais elevada e, como consequência disso, a inflação torna-se mais elevada também. Além disso, quando os agentes formulam as suas expectativas através apenas de informações passadas, ou seja, formam expectativas adaptativas, o processo de redução do nível de inflação passa a ser mais difícil e dispendioso em termos de maior volatilidade da inflação e do produto.

Outro fator que explica a maior volatilidade de variáveis está relacionado a teoria pós-keynesiana. De acordo com eles, a inflação não é apenas um fenômeno meramente monetário e que a moeda não serve apenas como meio de troca. Os pós-keynesianos defendem que a moeda possui outros mecanismos, como por exemplo, a especulação, precaução, entre outros. Pelo fato da moeda não servir apenas como meio de troca, o processo inflacionário não pode ser controlado apenas através da política monetária, pois, existem vários tipos de inflação, como por exemplo, a inflação de demanda, de lucros, de salários, importada, de rendimentos decrescentes, de impostos e por fim, a inflação advinda de choques de oferta. Portanto, quando o regime de metas utiliza apenas a política monetária com método de controle de preços, ele acaba desconsiderando os demais tipos de inflação existentes, de modo que, causa um impacto negativo a atividade econômica do país. Então, é necessário fazer uma combinação das várias políticas econômicas como, a política fiscal, monetária, cambial e, entre outras, para combater o processo inflacionário.

A volatilidade das variáveis nas economias que adotaram as metas de inflação pode ser explicada pelo fato de que nos países em desenvolvimento, a inflação antes da adoção das metas já era bem superior e, por essas razões, as metas de inflação adotadas inicialmente nesses países, foram bem maiores do que as metas adotadas pelas economias avançadas.

Dado a experiência do Brasil sob a política de metas a partir de junho de 1999, foi constatado que esse sistema foi implantado em um ambiente econômico marcado por uma crise de confiança do público frente às incertezas da política do país e, também, nessa mesma época, o câmbio estava sendo depreciado. A adesão da política de metas de inflação está introduzida no projeto de um novo regime de política econômica estabelecida a partir do ano de 1999, formando, então, o

chamado de tripé de política econômica brasileira, caracterizada por câmbio flutuante, metas de inflação e superávit primário.

Desde a implantação da política de metas no Brasil em 1999 até o ano de 2012, as metas foram cumpridas em 11 do total de 14 anos. As metas estabelecidas pela autoridade monetária não foram cumpridas apenas em 2001, 2002 e 2003, sendo que, em 2004, ela foi alcançada após ter sofrido um ajuste de 3,75% para 5,5%, apontando que o regime de metas de inflação submetido a erros. A justificativa encontrada para o não cumprimento das metas está relacionada aos choques que a economia sofreu ao longo desses anos.

Notou-se também que no caso do Brasil, para que haja crescimento econômico que favoreça os problemas sociais, é necessária uma reformulação do Conselho Monetário Nacional, de modo que, além de visarem à estabilidade de preços, também busquem políticas monetárias que condizem com a necessidade de crescimento econômico e aumento do emprego para que a sociedade seja favorecida como um todo.

Em última análise, verificou-se que desde a implantação das metas de inflação no Brasil, houve um maior comprometimento da autoridade monetária em manter o nível de preços estáveis. Para aumentar o grau de transparência da política monetária, o Banco Central do Brasil aumentou a comunicação com o público através das informações que foi disponibilizada por ele em relação aos objetivos, planos e desempenho da política monetária. Para que esse aumento de comunicação acontecesse, o BACEN começou a divulgar os Relatórios de Inflação e as cartas enviadas ao Ministro da Fazenda quando as metas de inflação não foram alcançadas.

Então, como exposto na primeira parte deste trabalho, o regime de metas apresenta um referencial teórico bem argumentado dentro da teoria econômica novo-clássica e aparenta ser uma boa solução para o problema inflacionário, visto que muitos países que o adotaram tiveram uma trajetória de queda da inflação. Porém, quando se analisa mais de perto tal regime, percebe-se que não há indicações suficientemente sólidas de que seja o ideal, e mesmo de que a queda da inflação em tais países seja uma em razão das metas inflacionárias. E o caso brasileiro é um exemplo disso, quando da adoção das metas a conjuntura passada já favorecia a queda da inflação.

## REFERÊNCIAS

AMARAL, Rafael Quevedo. **O regime de metas de inflação: Evidências Empíricas e o caso brasileiro**. Paraná: UFPR, 2004.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório de Inflação/Histórico de Metas para a inflação no Brasil**. Disponível em: <[www.bacen.gov.br](http://www.bacen.gov.br)> Acesso em maio de 2012.

BIONDI, Roberta Loboda; TONETO JUNIOR, Rudinei. **O Desempenho dos países que adotaram o regime de metas inflacionárias: uma análise comparativa**. São Paulo, de 2005. Disponível em: <[http://www.usp.br/prolam/downloads/2005\\_2\\_1.pdf](http://www.usp.br/prolam/downloads/2005_2_1.pdf)> Acesso em 13 de agosto de 2012.

CARVALHO, Fernando J.C. et al. **Economia Monetária e Financeira: Teoria e Política**. Rio de Janeiro, Campus, 2001.

CROCCO, Marco; JAYME JR., Frederico. **Independência e Autonomia do Banco Central: mais sobre o debate**. Belo Horizonte: UFMG/Cedeplar, 2003, (Texto para discussão; 199).

CURADO, Marcelo Luiz, OREIRO; José Luis. **Metas de Inflação: Uma avaliação do caso Brasileiro**. Paraná, março de 2005. Disponível em: <<http://www.economia.ufpr.br>> Acesso em 14 de fevereiro de 2012.

FARHI, Maryse. **Análise Comparativa do Regime de Metas de Inflação: Pass-through, Formatos e Gestão nas Economias Emergentes**. Texto para Discussão. IE/UNICAMP. n. 127, jul. 2007. ISSN 0103-9466. Disponível em: <<http://www.eco.unicamp.br/publicacoes>>. Acesso em: 14 setembro de 2012. 58 p.

FEIJÓ, Flávio Tosi; LEAL, Ricardo Aguirre. **O regime de metas de inflação foi a melhor escolha para o Brasil?** Economia & Tecnologia - Ano 07, Vol. 24 - Janeiro/Março de 2011. Disponível em: <[ojs.c3sl.ufpr.br/ojs2/index.php/ret/article/download/26843/17808](http://ojs.c3sl.ufpr.br/ojs2/index.php/ret/article/download/26843/17808)> Acesso em: 14 de setembro de 2012.

FROYEN, Richard T. **Macroeconomia**. São Paulo: Saraiva 2002.

GIAMBIAGI, Fábio; MATHIAS, Alexandre; VELHO, Eduardo. **O aperfeiçoamento do regime de metas de inflação no Brasil**. Rio de Janeiro. IPEA. Texto para discussão nº1183, 2006.

GONÇALVES, Fernando Machado. **Desenho institucional de Bancos Centrais: Teorias e o caso brasileiro**. Escola de Pós-Graduação em Economia – EPGE, Fundação Getúlio Vargas, 2003. Disponível em: <<http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/23/000304611.pdf?sequence=1>> Acesso em: 03 de abril de 2013.

GRECHI, Gisele. **O regime de metas de inflação no Brasil: Uma análise do período 1999-2007**. Porto Alegre: UFRGS, 2008. Disponível em: <<http://www.lume.ufrgs.br/bitstream/handle/10183/16036/000685635.pdf?sequence=1>> Acesso em: 01 de maio de 2012.

LEMOS, Breno P.; OREIRO, Luiz J.; PADILHA, Rodrigo A. **O Regime de Metas de Inflação e a Governança da Política Monetária do Brasil: análise e proposta de mudança**. Paraná, 2005. Disponível em: <[www.economia.ufpr.br](http://www.economia.ufpr.br)> Acesso em: 15 de fevereiro de 2012.

MANDARINO, Gabriel Vieira; MOREIRA, Ricardo Ramalhete. **O regime de metas de inflação e a taxa de juros como ferramenta da política monetária**. 200\_. Disponível em: <[http://www.akb.org.br/upload/130820121553174200\\_Gabriel%20Mandarino.pdf](http://www.akb.org.br/upload/130820121553174200_Gabriel%20Mandarino.pdf)> Acesso em: 11 de outubro de 2012.

MENDONÇA, Helder Ferreira. **Metas de Inflação: uma análise preliminar para o caso brasileiro**. Economia Aplicada, V.5, N.1, 2001.

MENDONÇA, Helder Ferreira. **Metas para a Taxa de Câmbio, Agregados Monetários e Inflação**. Revista de Economia Política, V.22, N. 1 (85), janeiro-março, 2002.

MODENESI, André M., **Regimes Monetários: teoria e a experiência do real**. 1ed. Barueri: Manole, 2005.

MOREIRA, Edison Marques. **Política Monetária: No primeiro semestre de 2004, Copom mantém cautela na redução da Taxa Básica de Juros**. Indicadores Econômicos, Fundação de Economia e Estatística, Porto Alegre, v. 32, n. 2 (ago. 2004), p. 15-28.

MOREIRA, Edison Marques. **Política Monetária: Bacen eleva a Taxa de Juros no segundo semestre de 2004, para controlar as pressões inflacionárias na Economia**. Indicadores Econômicos, Fundação de Economia e Estatística, Porto Alegre, v. 32, n. 4 (mar. 2005), p. 39-52.

MOREIRA, Edison Marques. **Política Monetária: No primeiro semestre de 2005, Copom mantém o ciclo de aumento da Taxa Básica de Juros**. Indicadores Econômicos, Fundação de Economia e Estatística, Porto Alegre, v. 33, n. 2 (set. 2005), p. 13-28.

MOREIRA, Edison Marques. **Política Monetária: Em 2005, Copom Calibra a Taxa de Juros Selic em busca da Meta de Inflação**. Indicadores Econômicos, Fundação de Economia e Estatística, Porto Alegre:, v.33, n.4 (mar. 2006), p. 31-40.

RELATÓRIO DE INFLAÇÃO 1999/2005. Brasília, DF: Banco Central do Brasil, 1999/2005.

RESENDE, Marco Flávio da Cunha; LIMA, Fabiana. **Metas de inflação e investimento: o caso do Brasil**. Belo Horizonte. UFMG/Cedeplar, 2007.

RODRIGUES, Orlando José Ferreira. **Metas de Inflação e Modelagem de Política Monetária: compreendendo a experiência brasileira após 1999**. Belo Horizonte. UFMG, 2003. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/htms/sobre/consursomonografia/orlando.pdf>> Acesso em 13 de setembro de 2012.

SANTOS, Nataniel Cezimvbra. **A Hipótese de expectativas racionais: Teoria e Testes**. Porto Alegre. UFRGS, 2003. Disponível em: <http://www.lume.ufrgs.br/bitstream/handle/10183/5475/000426935.pdf?sequence=1>. Acesso em 10 de setembro de 2012.

SICSÚ, João. **Teoria e Evidências do Regime de Metas Inflacionárias**. Revista de Economia Política, V.22, N.1, janeiro-março, 2002.

TEJADA, César A. O; PORTUGAL, Marcelo s. **A Credibilidade da Política Econômica: Uma revisão crítica da Teoria Econômica**. Rio Grande do Sul. UFRGS, 2002. Disponível em: <[http://www.ufrgs.br/PPGE/pcientifica/2002\\_06.pdf](http://www.ufrgs.br/PPGE/pcientifica/2002_06.pdf)> Acesso em: 01 de abr. de 2013.