

**Projeto de pesquisa: O Brasil na era da globalização:  
condicionantes domésticos e internacionais ao desenvolvimento**

**Sub-projeto IV. Efetividade e dilemas do regime de metas de inflação**

**Relatório II -  
Metas de inflação no Brasil:  
Canais de transmissão e gestão da política monetária**

**Maryse Farhi**

| ÍNDICE  |      |
|---|------|
| Sumário.....  | p.2  |
| Introdução.....   | p.4  |
| Parte 1 - Os canais de transmissão da política monetária.....                         | p.5  |
| 1.1- A transmissão da política monetária.....   | p.6  |
| 1.1.1- O canal da taxa de juros.....  | p.8  |
| 1.1.2- O efeito riqueza e outros canais de transmissão suplementares.....             | p.12 |
| 1.1.3- O Canal da taxa de câmbio.....   | p.15 |
| 1.1.3.1- Câmbio flutuante, abertura financeira e política monetária.....              | p.16 |
| 1.1.3.2 - A relação câmbio/juros no Brasil.....                                       | p.19 |
| 1.1.3.4Sensibilidade dos preços ao câmbio.....  | p.23 |
| 1.1.4-O canal ausente do esquema.....   | p.34 |
| 1.1.4.1 - O canal das expectativas na análise do "novo consenso".....                 | p.34 |
| 1.1.4.2 - O canal das expectativas na análise keynesiana.....                         | p.35 |
| 1.1.4.3 - O canal das expectativas no Brasil.....                                     | p.36 |
| 1.1.4.3.1 - A apuração das expectativas.....  | p.37 |
| 1.1.4.3.2: A curva de rendimentos.....  | p.39 |
| 1.1.5: Política monetária e demanda agregada no Brasil.....                           | p.41 |
| Parte 2 - O Regime de Metas no Brasil .....   | p.44 |
| 2.1. Gestão do regime de metas.....   | p.46 |
| 2.1.1 - Inflação, desvalorização e política monetária no ciclo de baixa liquidez..... | p.46 |
| 2.1.2 - Choques de oferta e política monetária na fase de bonança internacional.....  | p.48 |
| Parte 3: Críticas e sugestões .....   | p.53 |
| 3.1 O formato do regime.....  | p.53 |
| 3.2 : O instrumental analítico do Copom.....  | p.56 |
| 3.3: A gestão do regime.....  | p.59 |
| Bibliografia.....   | p.60 |

## SUMÁRIO

A mudança de regime cambial brasileiro em janeiro de 1999 provocou alterações na forma com que o governo passou a controlar a inflação. Alguns meses depois, em junho daquele ano, o Banco Central adotou o regime de metas de inflação, com a taxa de juros tornando-se o mais importante instrumento de política monetária à sua disposição. Em contraposição à política monetária discricionária, em que a autoridade monetária reserva-se o direito de utilizar os instrumentos de que dispõe em função do estado da economia, o regime de metas de inflação consiste na adoção de uma regra fixa que condiciona a utilização dos instrumentos de política monetária à obtenção de um objetivo predeterminado.

A análise da combinação dessa política monetária com o regime de câmbio flutuante na economia brasileira tem de levar em conta os canais de transmissão da política monetária no Brasil. Identificar os mecanismos de transmissão da política monetária constitui uma tarefa ingrata, sobretudo se consideramos que, na prática, a economia sofre constantes choques advindos das mais diversas fontes. Esses choques são mais recorrentes e intensos nas economias emergentes do que nas economias desenvolvidas. Diversos fatores influenciam essa maior suscetibilidade das economias emergentes: vulnerabilidade aos ciclos internacionais de liquidez, mais intensa volatilidade cambial, maior sensibilidade de seus índices de preços à taxa de câmbio e impacto mais marcante das mudanças dos preços internacionais das *commodities*. Em função de sua natureza, esses choques podem provocar alterações nos rumos da inflação, mas também nos mecanismos de transmissão da política monetária.

Assim, não é suficiente apresentar os canais apontados na literatura econômica. É necessário discutir sua configuração no caso específico da economia brasileira. Verifica-se que parte importante dos canais de transmissão da política monetária defronta-se com fortes obstáculos na economia brasileira, o que torna a política monetária menos eficaz para combater a inflação. Dos canais apresentados e analisados para o Brasil, destacam-se como condutores da política monetária em particular o canal do câmbio, seguido pelos relativos às expectativas dos agentes e ao custo de oportunidade. O exame da sensibilidade, mais acentuada na economia brasileira, dos

preços à taxa de câmbio mostra forte correlação e o papel preponderante da apreciação cambial na redução da inflação no período recente.

Os obstáculos à transmissão eficaz da política monetária aparecem como uma entre as diversas razões da anomalia constituída pela elevadíssima taxa de juros básica da economia brasileira em termos nominais e reais. Outra importante razão desta anomalia reside no formato específico do regime de metas no Brasil e em sua gestão.

Para analisar a gestão do regime de metas no Brasil, desde sua implementação é necessário examinar separadamente o período de forte restrição externa, de 1999 a 2002, e o período marcado pela elevada liquidez internacional para as economias emergentes. Este exame evidencia que a taxa básica de juros da economia brasileira passou de variável determinada pela elevada aversão aos riscos dos investidores internacionais, no período de restrição externa, e pelas sucessivas desvalorizações do real; para variável determinante no momento seguinte, em função do elevadíssimo diferencial de juros resultante da gestão da política monetária e da queda acentuada do risco-país. Esta variável determinante influenciou, pelo menos em parte significativa, a taxa de câmbio que voltou ao papel de principal fator de estabilidade dos preços, atenuando os efeitos de outros choques exógenos como a alta dos preços internacionais das *commodities*. Este não foi um efeito colateral fortuito da política monetária, mas o resultado lógico, previsível e amplamente previsto da manutenção de um tão amplo diferencial de juros acompanhado de queda substancial do risco país.

As críticas à atual gestão da política monetária não se restringem aos economistas heterodoxos ou aos setores produtivos da economia. Elas provêm igualmente de membros de diretorias anteriores do Banco Central. Essas críticas abrangem três dimensões: o formato do regime de metas adotado no Brasil, os instrumentos de análise e interpretação da evolução dos indicadores macroeconômicos utilizados pelo Copom e a gestão deste regime.

**Projeto de pesquisa: O Brasil na era da globalização:  
condicionantes domésticos e internacionais ao desenvolvimento**

**Sub-projeto IV. Efetividade e dilemas do regime de metas de inflação**

**Relatório II -  
Metas de inflação no Brasil:  
Canais de transmissão e gestão da política monetária**

**Maryse Farhi**

**INTRODUÇÃO**

A mudança do regime cambial brasileiro, em janeiro de 1999, e a adoção do regime de metas de inflação, em meados daquele mesmo ano, mudaram a combinação de políticas macroeconômicas no Brasil. Durante o sistema de câmbio administrado, o controle da inflação era feito por intermédio da política cambial, cabendo à política monetária a tarefa de manter a taxa de câmbio sobre o controle das autoridades monetárias. A adoção do regime de câmbio flutuante eliminou a possibilidade de se controlar a taxa de inflação por intermédio da administração da taxa de câmbio e levou a adoção do sistema de metas de inflação, no qual a principal tarefa da política monetária é controlar a taxa de inflação. O controle da inflação nesse novo regime de política monetária se dá fundamentalmente por intermédio da fixação do valor da taxa básica de juros - a Selic - num patamar compatível com a meta de inflação definida pelo Conselho Monetário Nacional.

Nesta política monetária, a utilização da taxa de juros está submetida a uma regra visando um objetivo predeterminado de inflação e destacar o comprometimento da autoridade monetária em manter níveis baixos e estáveis de inflação no longo prazo. Mas, como foi sublinhado no primeiro relatório deste sub-projeto, o manejo desta regra e o formato atribuído ao regime apresentam notáveis diferenças entre os distintos países que aderiram a esta política monetária.

É de se esperar que a condução da política monetária varie conforme os distintos históricos de estabilidade monetária e econômica específicos a cada país. Mas,

parte dessas diferenças também deve ser buscada nos caminhos pelos quais uma mudança da taxa básica de juros pela autoridade monetária termine por atingir o objetivo último do regime de metas: o controle da inflação. Para tanto, além de apresentar os canais de transmissão da política monetária apontados na literatura econômica, é necessário discutir sua configuração em cada caso específico.

Nesse relatório, a análise da combinação dessa política monetária com o regime de câmbio flutuante na economia brasileira será feita dividindo-se o tema em três grandes blocos. O primeiro bloco examina os canais de transmissão da política monetária no Brasil. A maior parte desses canais apresenta obstáculos à transmissão da política monetária, o que a torna menos eficaz para combater a inflação. Dos canais apresentados, destacam-se como condutores da política monetária em particular o canal do câmbio, seguido pelos relativos às expectativas dos agentes e ao custo de oportunidade. Os obstáculos à transmissão eficaz da política monetária aparecem como uma das razões possíveis para a anomalia da elevadíssima taxa de juros básica da economia brasileira em termos nominais e reais. Neste bloco, também será examinada a sensibilidade, específica à economia brasileira, dos preços à taxa de câmbio; bem como os impactos da taxa básica de juros no produto e na demanda agregada.

No segundo bloco, discute-se a gestão do regime de metas no Brasil, desde sua implantação em 1999. Para tanto, foi necessário examinar separadamente o período de forte restrição externa, de 1999 a 2002, e o período marcado pela elevada liquidez internacional para as economias emergentes. Este exame evidencia que a taxa básica de juros da economia brasileira passou de variável determinada, no período de restrição externa, para variável determinante no momento seguinte, sobretudo em função do elevadíssimo diferencial de juros resultante da gestão da política monetária. Por fim, o terceiro bloco aborda as distintas críticas e sugestões ao regime de metas tal como vem sendo praticado no Brasil.

## **Parte 1 -**

### **Os canais de transmissão da política monetária**

A política monetária ganhou renovados *status* e importância a partir das décadas de 1960/1970, como apontado por Carvalho et alii (2007). Anteriormente, predominava a visão "velho-keynesiana" ou "síntese néo-clássica", advogada notadamente por Lawrence Klein (1952), que privilegiava a política fiscal e considerava a política monetária impotente para alterar variáveis reais da economia. Essa

substituição ocorreu simultaneamente a diversos fatos que, em boa parte, ditaram a evolução monetária e financeira posterior:

1- a crise e ruptura dos acordos de Bretton Woods e a emergência do ambiente de livre circulação de capitais e taxas de câmbio flutuante entre os países centrais;

2- o abandono, no fim da década de 1970, do controle dos agregados monetários como instrumento de política monetária, e sua substituição pela taxa de juros de curto prazo;

3- o agravamento de certos déficits públicos que se revelaram difíceis de serem geridos, representando um obstáculo de monta à continuidade da ênfase posta na política fiscal;

4- *last but not least*, o desenvolvimento de teorias econômicas conhecidas como novo-clássicas - posteriormente aceitas em boa parte pelos novo-keynesianos dando origem ao "novo consenso" - que afirmam que a antecipação pelos agentes dos impactos da política econômica impede que essa tenha efeito expansionista na economia.

Tudo parece indicar que esta concomitância não tenha ocorrido por simples acaso. Mas, dela decorre uma questão de difícil resposta.

"Porque a política monetária é tão poderosa, já que ela consiste em fixar o valor de uma taxa de juro que não é relevante para quase ninguém? James Tobin (2003), um dos mais importantes economistas do século XX, compartilhava essa dúvida: *"A cauda chacoalha o cachorro. Ao mover delicadamente uma pequena cauda, Alan Greenspan chacoalha um cachorro enorme, a grande economia americana. Isto não é notável? A taxa sobre fundos federais é a mais curta de todas as taxas de juros, muito distante das taxas sobre ativos e dívidas pelas quais as empresas e famílias financiam os gastos em investimento real e consumo medidos no PIB. Porque a política monetária funciona? Como? É um mistério que não é plenamente compreendido nem pelos banqueiros centrais, nem pelos economistas"* (Carvalho et alii (2007, p. 198).

### **1.1- A transmissão da política monetária**

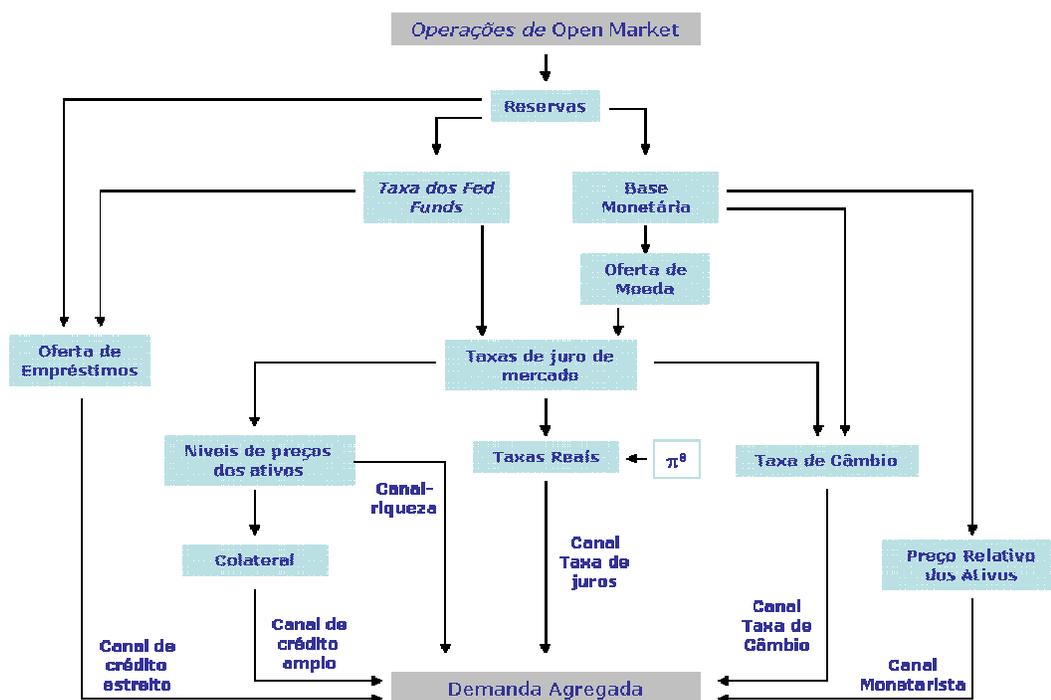
Desde o início da década de 1980, o controle dos agregados monetários foi substituído na função de instrumento de política monetária pelo manejo das taxas de juros, devido à elevada volatilidade introduzida em tais agregados pela evolução da finança contemporânea. A partir de então, a taxa de juros de curtíssimo prazo (denominada taxa básica da economia) passou a ser considerada como o principal

instrumento de política monetária, tanto por Bancos Centrais que adotaram o regime de metas de inflação como pelos que não o utilizam. Entre analistas dos mais diversos matizes teóricos, não subsiste dúvida que os Bancos Centrais mantiveram a capacidade de fixar esta taxa de juros específica, mesmo no contexto contemporâneo em que os mercados financeiros passaram a ter forte influência ou a determinar as demais variáveis relevantes: taxas de câmbio e taxas de juros para prazos superiores à taxa básica.

A discussão da forma como a taxa de juros de curtíssimo prazo afeta a economia pode contribuir para a exploração do mistério a que se refere Tobin (2003), sem ter a pretensão de esclarecê-lo. Quais são os canais pelos quais a política monetária repercute nas variáveis determinantes que afetam as decisões privadas dos agentes? Este tema tem dado ensejo a muita polêmica teórica e a grande quantidade de análises empíricas. Ao apresentar o sumário e os resultados para os EUA de uma conferência organizada pelo Federal Reserve Bank de Nova York, em abril de 2001, intitulada "Financial Innovation and Monetary Transmission", Kuttner e Mosser (2002) buscam discutir os diversos canais de transmissão apontados pela literatura econômica. Eles assinalam que não há um, mas muitos canais por meio dos quais a política monetária atua e os sintetizam num esquema (Gráfico 1) que apresenta a grande vantagem de fazer uma abordagem eclética, cobrindo parte substancial dos aportes teóricos e empíricos sobre a questão. Nos Propomos a examinar esse esquema, verificando, a cada passo, a configuração e a adequação ao Brasil dos canais analisados por eles e a apresentar os canais omitidos.

Nos Estados Unidos, o processo descrito pelos autores se inicia com a transmissão das operações de mercado aberto (*open market*), em função das decisões de política monetária, para os juros de mercado, seja através do mercado de reservas bancárias, seja pela oferta e demanda de moeda, num sentido mais geral.

Gráfico 1  
Esquema dos canais de transmissão da política monetária nos EUA



Fonte: Kuttner e Mosser (2002, p.16)

### 1.1.1- O canal da taxa de juros

A partir da transmissão das operações de *open market* aos juros de mercado, diversos canais secundários aparecem no diagrama. O chamado **canal da taxa de juros** é o mecanismo primário nos modelos macroeconômicos baseados nas curvas IS-LM. A idéia é clara: dado algum grau de rigidez dos preços, um aumento nas taxas de juros nominais se traduz numa elevação do custo do crédito, levando ao adiamento ou à redução dos planos de consumo ou de investimento. Mas, como apontado por Bernanke e Gertler (1995), mudanças na taxa de juros, decorrentes de decisões de política monetária acarretam reações macroeconômicas consideravelmente maiores do que as implicadas nas estimativas tradicionais das elasticidades do consumo e do investimento. Isto implica que há outros mecanismos que potencializam o efeito de mudanças na taxa básica de juros, que serão discutidos adiante.

No Brasil, o canal da taxa de juros para transmissão da política monetária sofre fortíssimas restrições em função de dois principais fatores. O primeiro deles é que as mudanças na taxa básica de juros têm impacto, no mínimo, diminuto sobre as taxas de

juros de empréstimo infladas pelo elevadíssimo *spread* bancário<sup>1</sup>. Esse fator restringe fortemente o canal de transmissão da política monetária que passa pela demanda de crédito, conforme especificado na análise descrita. Com os juros de empréstimos nas alturas, fruto de um *spread* bancário desmesurado, esta demanda se manifesta, sobretudo, em duas circunstâncias: quando há um aumento do prazo de crédito ("a prestação cabe no salário") ou uma inovação financeira, como o crédito consignado com juros menores do que todas as demais modalidades de crédito para pessoas físicas.

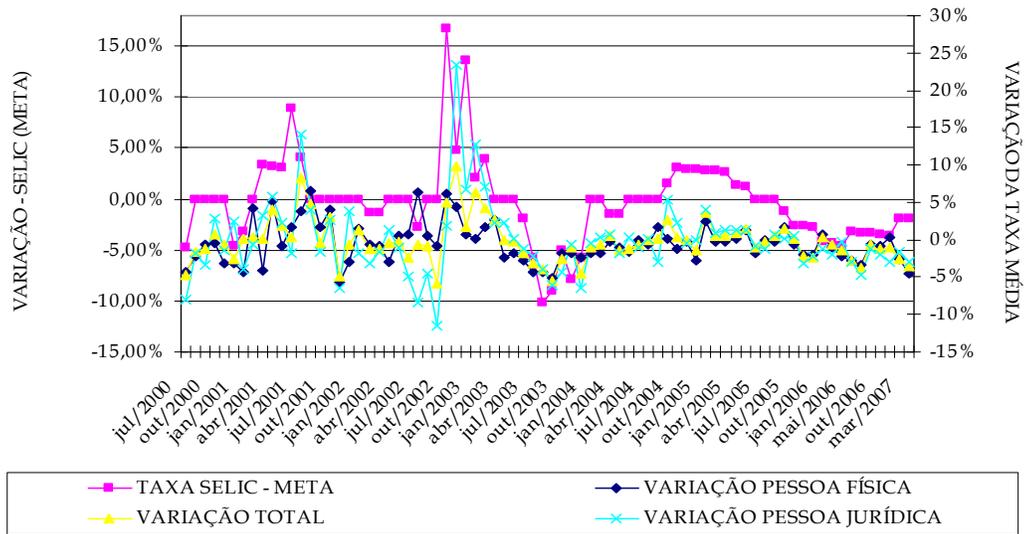
O Gráfico 2 mostra a variação percentual da taxa Selic comparada com as dos juros bancários "na ponta" enquanto o Gráfico 3 apresenta o valor nominal dessas taxas. É sintomático que o Gráfico 2 tenha de ter sido feito em duas escalas: de 2001 a 2003, a resposta dos juros cobrados pelos bancos para as pessoas jurídicas foi muito mais do que proporcional à elevação da taxa Selic enquanto, de 2003 a 2007, (com o intervalo da elevação da taxa Selic de setembro de 2004 a maio de 2005) tal resposta foi menos que proporcional à sua redução.

Conforme se verifica no Gráfico 3, a partir do final de 2003/início de 2004 até junho de 2007, as taxas de empréstimos bancários para pessoas físicas – o segmento que mais cresceu – passaram de 60% aa. para 50% aa. (queda de 20%), enquanto a taxa Selic subiu de 16%aa. para 19,75% aa. de setembro de 2004 a maio de 2005, para depois passar por repetidas reduções e alcançar 11,50%aa. em 18/07/2007. A estabilidade constatada nessa taxa de empréstimo no período em que a autoridade monetária elevava a taxa básica da economia brasileira parece, todavia, fora de padrão e pode, eventualmente, ser explicada pela introdução e forte expansão do crédito consignado, modalidade que será tratada a seguir, com os mais baixos juros do segmento. Mas, olhando-se para as taxas de empréstimos para pessoas jurídicas, um pouco mais voláteis, verifica-se que elas seguiram o mesmo padrão, apesar de não contarem com inovações financeiras de custos mais baixos. Taxas de juros de empréstimo pouco sensíveis à variação da taxa básica de juros constituem um dos principais fatores que limitam fortemente a transmissão da política monetária no Brasil pelo canal dos juros.

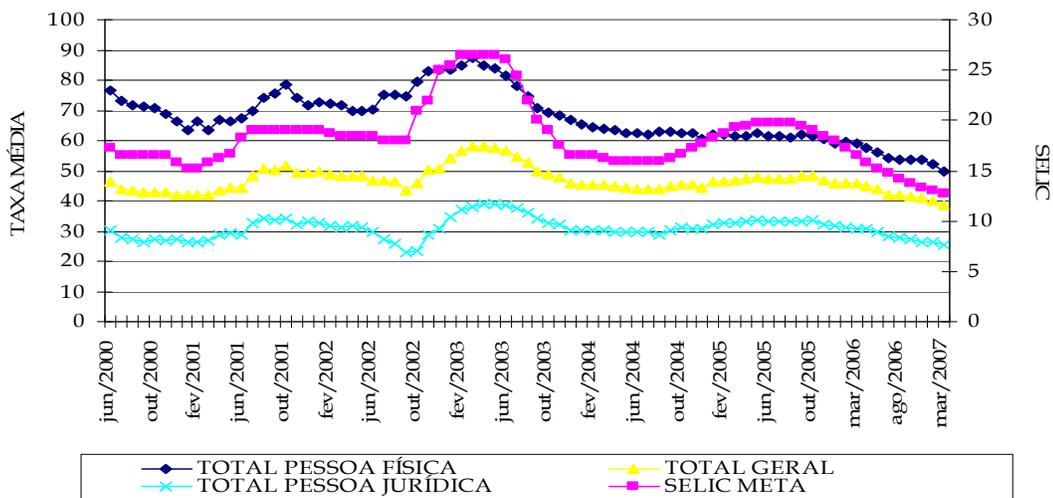
---

<sup>1</sup> Isto ocorre de forma mais significativa quando a autoridade monetária reduz a taxa Selic do que quando a eleva.

**Gráfico 2**  
**VARIAÇÃO PERCENTUAL DA TAXA MÉDIA DE EMPRÉSTIMOS E DA SELIC**



**Gráfico 3**  
**TAXA MÉDIA DE EMPRÉSTIMOS (% a.a.) E SELIC (META - % a.a.)**



Fonte: BCB - Elaboração Própria

O segundo fator que representa um obstáculo à transmissão da política monetária no Brasil pelo canal dos juros consiste na ainda reduzida relação crédito/PIB. Como é evidente, a importância do canal de transmissão da política monetária pela taxa de juros é função direta da relação crédito/PIB. Quanto mais elevada for esta relação, maior será a transmissão da política monetária por esta via. Não há dúvidas que a relação crédito/PIB está se elevando desde 2003 (Gráfico 4), indicando, à primeira vista, que este canal de transmissão está ganhando algum

terreno. Mas é importante sublinhar que este aumento continuou a ocorrer inclusive entre setembro de 2004 e maio de 2005 quando o BCB vinha sistematicamente elevando a taxa básica de juros. Conforme mostrado em Cintra (2006), nos períodos de instabilidade da taxa de câmbio e de preços, os bancos aumentam sua preferência pela liquidez, tornam-se mais seletivos e retraem a oferta de crédito. Esse comportamento pode dificultar o refinanciamento dos devedores, agravando a inadimplência e as condições de algumas instituições financeiras. Enfim, nos períodos de maior incerteza e aversão ao risco procuram preservar a liquidez dos seus portfólios e obter ganhos extraordinários com a volatilidade nos preços dos ativos, inclusive nos mercados de derivativos. Um processo de reversão das expectativas - estabilidade financeira, percepção que, em algum momento, a taxa de juros brasileira deverá convergir para as de outras economias emergentes e perspectivas de expansão do produto e da renda - levam os bancos a modificar seus portfólios de ativos, fomentando a expansão do crédito, sobretudo pessoal, com elevadas taxas de juros e de *spread* (diferença entre a taxa de captação e de empréstimo). Impulsionados pela busca do lucro e pela dinâmica concorrencial, criam crédito e ampliam o poder de compra dos agentes econômicos.

Entretanto, é possível vislumbrar que a importância do canal de juros poderá vir a se ampliar no futuro. No contexto de persistência da redução da taxa Selic, os bancos devem apostar mais ainda no crescimento do crédito (com garantias) para substituir os ganhos dos títulos públicos e manter o patamar elevado de seus lucros. Segundo dados da Austin Ratings<sup>2</sup>, a participação dos empréstimos e financiamento na receita total dos bancos subiu de 45,1%, em 2004, para 47,6%, em dezembro do ano passado. Nesse mesmo período, o resultado de títulos e valores mobiliários recuou de 22,6% para 19,1%.

Entretanto, existe outra forma de transmissão pelo canal dos juros, com destaque particular para o Brasil. As altíssimas taxas de juros nominais e reais pagas pelas aplicações em títulos públicos elevam a tal ponto o **custo de oportunidade** de elementos que compõem a demanda agregada, como ampliação da produção, investimentos e consumo de duráveis, que esta se reduz em resposta a um aperto da política monetária. A taxa de juros pode afetar decisões empresariais de produção e de investimento, além de decisões de consumo.

Os investidores têm várias opções de ativos: máquinas, títulos públicos, etc. e comparam liquidez, risco e rentabilidade esperada de cada uma para decidir. O custo

---

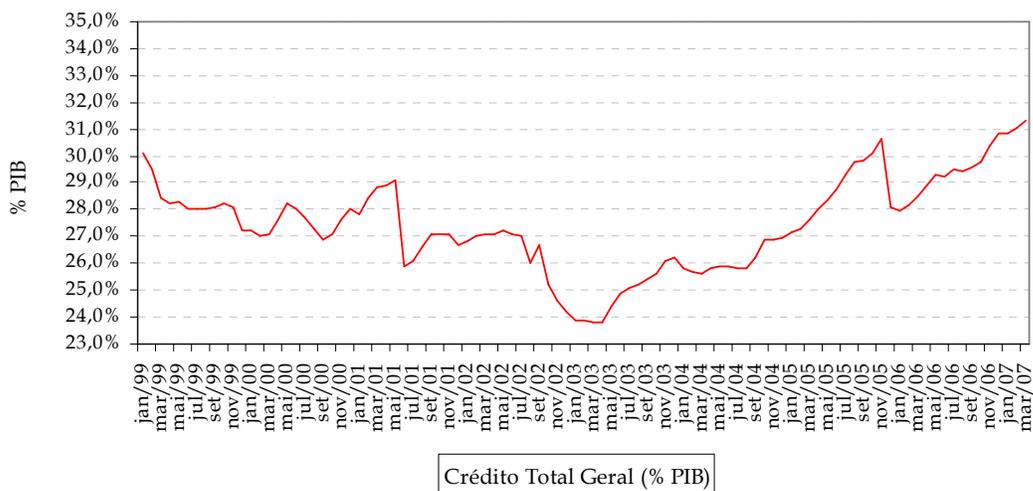
<sup>2</sup> Em <http://www.estadão.com.br> de 18/07/2007

de oportunidade incide sobre a alocação dos recursos líquidos que compõem o estoque de riqueza, ou seja sobre a opção de manter esses recursos em ativos portadores de juros ou utilizá-los para gastos produtivos ou para a aquisição de bens de preços mais elevados.

O custo de oportunidade é sobretudo ressaltado pelos pós-keynesianos. É importante sublinhar que, em sua análise, a taxa de juros relevante é a temporalmente compatível com a despesa planejada. Assim, decisões de gasto com bens de consumo duráveis ou para a definição do volume de produção seriam tomadas em função da taxa de juros de curto prazo, enquanto decisões de investimento seriam comparadas às taxas de juros de longo prazo. Neste sentido, o fator "custo de oportunidade" está intimamente ligado à curva de rendimentos, ou seja ao impacto de uma mudança na taxa básica de juros nas taxas de juros para os diferentes prazos, que abordaremos adiante.

O impacto do custo de oportunidade tende a ser forte no Brasil, já que é proporcional à magnitude nominal e real da taxa básica de juros considerada necessária pela autoridade monetária para prevenir a inflação, e constitui um dos principais fatores para o impacto da política monetária no produto.

Gráfico 4  
Operações de crédito do sistema financeiro - total/PIB



Fonte: BCB, elaboração própria

### 1.1.2- O efeito riqueza e outros canais de transmissão suplementares

Um dos canais de transmissão suplementar da política monetária ao qual se referem Bernanke e Gettler (1995) é o **efeito riqueza**. Esse canal se baseia no modelo de consumo ao longo do ciclo de vida desenvolvido por Ando e Modigliani (1963), no

qual a riqueza de uma família é determinante em sua despesa de consumo. Sua conexão com a política monetária advém do vínculo existente entre taxa de juros e preços dos ativos: uma alta da taxa de juros induzida pela política monetária reduz o valor de elementos constituintes do patrimônio como ações, títulos portadores de juros e imóveis. Isto leva a uma queda da riqueza das famílias e a uma redução de seu consumo. Assim, contrariamente ao custo de oportunidade que se refere a novas decisões de alocação do patrimônio, o efeito riqueza espelha o impacto *ex-post* verificado no valor total do patrimônio de uma mudança nos preços dos ativos que o constituem, em função de uma alteração da taxa de juros. Kuttner e Mosser apontam que a contribuição do efeito riqueza na transmissão da política monetária sempre foi modesta nos EUA e que ela provavelmente decaiu a partir de 1980<sup>3</sup>.

Esta contribuição é ainda mais modesta no Brasil devido, de um lado à forte concentração da riqueza financeira e, de outro lado, à existência de elevado volume de títulos públicos indexados à taxa básica de juros que têm – direta ou indiretamente, por meio de fundos mútuos – grande importância no patrimônio dos agentes e contrabalançam a eventual queda de preços de outros ativos. Esses títulos se beneficiam da alta dos juros, gerando, na verdade, um efeito-riqueza às avessas<sup>4</sup>.

Os preços dos ativos também desempenham um importante papel no **canal de crédito amplo**, desenvolvido por Bernanke e Gertler (1989), embora de forma distinta do efeito riqueza. Para eles, os preços dos ativos são relevantes porque determinam o valor das garantias que firmas e famílias podem apresentar para obter empréstimos menos onerosos. Dessa forma, aumentos de juros em função de uma política monetária mais apertada podem ter seus impactos ampliados por esse efeito.

No caso brasileiro, esse fator tinha importância relativa muito baixa, dado que empréstimos com colateral eram poucos praticados com exceção das operações de *leasing* e de financiamento de automóveis. Mas, mudanças recentes na legislação dando

---

<sup>3</sup> A partir do início da década de 1980, a introdução, expansão e ampla utilização de derivativos financeiros pelos agentes econômicos para transformar, rapidamente e a baixos custos, o perfil de seus compromissos financeiros é considerada como um fator suscetível de modificar sua sensibilidade às alterações de taxas de câmbio e de juros e, por conseguinte, às decisões de política monetária. Mas, mesmo se o peso de uma decisão desse tipo pode ser transferido entre os diferentes agentes nos mercados de derivativos, está claro que não podem todos fazê-lo simultaneamente. Quem busca transferir um risco, precisa encontrar uma contraparte que aceite assumi-lo. O recurso aos derivativos não neutraliza os efeitos de uma modificação das taxas de câmbio e de juros e não pode subtrair a ela a economia como um todo. No entanto, esses instrumentos podem provocar mudanças na importância relativa dos tradicionais canais de transmissão da política monetária que se dão por intermédio das taxas de juros e das taxas de câmbio. Podem, assim, afetar a velocidade e o grau de transmissão das decisões de política monetária para os níveis de demanda e de preços de bens e de ativos reais e financeiros.

<sup>4</sup> Ver Relatório V-II

maiores garantias de retomada de imóveis dos credores, em caso de inadimplência, têm grande importância na expansão do crédito imobiliário. Entretanto, ainda é cedo para aquilatar a importância que pode adquirir este canal, já que ela depende da comprovação da sensibilidade dos preços dos imóveis às variações da taxa básica de juros.

Como o canal de crédito amplo, o **canal de crédito estreito** ou **canal de empréstimos bancários** repousa nas fricções do mercado de crédito, Mas, nesta versão, o papel dos bancos é mais central. A idéia é antiga, mas foi reafirmada em um texto de Bernanke e Blinder (1988). Ela repousa no fato de que os bancos consideram os depósitos à vista de sua clientela como uma importante fonte de fundos. Uma política monetária contracionista reduz a disponibilidade de crédito bancário, ao reduzir o volume agregado de seus depósitos à vista. Na medida em que o financiamento bancário representa uma parte significativa dos gastos das empresas e das famílias, uma redução na oferta de crédito se traduz em queda da demanda.

Como visto acima, no Brasil uma redução significativa da oferta de crédito só tende a ocorrer em condições de instabilidade financeira e seria necessário que o volume total de crédito fosse muito maior do que o atual para que o impacto desse canal de transmissão da política monetária fosse considerável.

Finalmente, há o que pode ser descrito como um **canal monetarista** ou quantitativista, no sentido que dirige seu foco aos efeitos de mudanças nas quantidades relativas dos ativos, ao invés de se concentrar nas taxas de juros. O princípio é que as taxas de juros representam apenas o preço de um dentre muitos ativos e que são as mudanças nas proporções entre os ativos, causadas pela política monetária, que provocarão alterações nos preços relativos. Este mecanismo não faz parte da geração atual de modelos macroeconômicos, mas tem importância quando, como no caso do Japão, as taxas nominais de juros tenderam a zero. (ver, por exemplo, McCallum [2000])

Embora seja considerado como ultrapassada, em função da volatilidade dos agregados monetários, a política monetária quantitativista e seus instrumentos, que visam controlar a base monetária e o multiplicador bancário, continuam tendo adeptos. No relatório I deste subprojeto, apontamos que o México, embora pratique a combinação câmbio flutuante/regime de metas, mantém o controle quantitativo da moeda através do sistema denominado "el corto". De uma maneira inconfessada, instrumentos desta política monetária continuam sendo adotados no Brasil, com a

manutenção de depósitos compulsórios para os depósitos à vista no sistema bancário de 47% sem remuneração e de 6% com remuneração, além de um compulsório de 23% sobre os depósitos a prazo<sup>5</sup>. No início do Plano Real, o compulsório chegou a atingir 100% dos depósitos à vista, o que não impediu a forte ampliação do volume de crédito.

Nas atas do Copom e nos Relatórios de Inflação, este compulsório prima pela ausência enquanto instrumento de política monetária. Só recentemente, o presidente do Banco Central, Henrique Meirelles<sup>6</sup>, admitiu em audiência pública na Comissão de Assuntos Econômicos do Senado que o recolhimento compulsório sobre depósitos também faz parte do arsenal nacional de instrumentos de política monetária. Pode tê-lo feito inadvertidamente ao comentar que, apesar de elevado, o compulsório só deverá cair no longo prazo, porque a prioridade atual é reduzir a taxa de juros.

### 1.1.3- O Canal da taxa de câmbio

Nos modelos macroeconômicos de economia aberta, o **canal da taxa de câmbio** de transmissão da política monetária tem um papel importante. Mas, costuma ser negligenciado nos modelos de economias fechadas freqüentemente utilizados no caso dos EUA. Isto é devido tanto ao fato do país ser emitente da moeda reserva internacional como ao fato dele constituir um mercado tão amplo e a concorrência nele ser tão acirrada que os fabricantes internacionais de produtos destinados aos EUA não repassam - ou muito pouco - uma desvalorização cambial para seus preços em dólares, por temer perder mercado.

A correia de transmissão parte das taxas de juros para a taxa de câmbio por meio da paridade descoberta de juros que liga os diferenciais de taxas de juros a movimentos esperados da taxa de câmbio. Assim, um aumento das taxas de juros domésticas, em relação às taxas dos demais países, conduz a uma apreciação cambial e a uma redução tanto das exportações como da demanda agregada total.

Mas, nenhuma outra economia - com a possível exceção da zona euro, em menor grau do que a americana - tem o privilégio de possuir uma moeda para a qual a variação cambial é quase neutra em termos de preços, de taxa de inflação e, por conseguinte, de taxa de juros básica. Isso é, sobretudo, verdade para as economias emergentes, emitentes de moeda inconvertível. Para discutir a questão específica do

---

<sup>5</sup> No quesito do compulsório bancário, o Brasil, também tem um dos maiores percentuais do mundo. Na China, por causa da demanda crescente e do temor ao superaquecimento da economia, o compulsório bancário foi para 11,5% em julho de 2007.

<sup>6</sup> Ribeiro, A.P.: Recolhimento compulsório vai cair no longo prazo, diz Meirelles, Folha Online, 27/02/2007

canal de transmissão da política monetária pela via da taxa de câmbio no Brasil, é importante iniciar pela análise desta questão no conjunto das economias emergentes.

#### **1.1.3.1 - Câmbio flutuante, abertura financeira e política monetária**

Quando após as crises cambiais da segunda metade da década de 1990, muitas economias emergentes adotaram o regime de câmbio flutuante, a expectativa dominante era que elas conseguissem realizar uma política monetária autônoma, já que teriam levantado uma das restrições da chamada "trindade impossível". Baseada no modelo ortodoxo de Mundell Fleming, esta aponta que livre mobilidade de capitais; regime de câmbio fixo e autonomia de política monetária são incompatíveis quando perseguidos concomitantemente. Com efeito, a "trindade impossível" prevê que quando o regime cambial é fixo, os fluxos de capitais ajustam a taxa de juros interna à externa, e, portanto, a política monetária perde completamente sua habilidade de influenciar a atividade doméstica. Por outro lado, quando a taxa de câmbio é flexível, a política monetária seria efetiva através de ajustes no câmbio, ou seja, em caso de um choque externo, a taxa cambial se tornaria a variável de ajuste, em lugar de alterações na taxa de juros.

Embora nesta análise teórica, o câmbio flutuante permita autonomia de política monetária (os desequilíbrios são corrigidos via câmbio, o que permite à autoridade monetária decidir o patamar da taxa de juros), na prática mostrou-se que, no caso das economias emergentes, esta autonomia é muito limitada, senão praticamente inexistente. Esta limitação constatada na prática teve reflexos em diversas análises econômicas que centraram seus argumentos na maior vulnerabilidade das taxas de câmbio das economias emergentes a bruscas mudanças de percepção dos investidores internacionais e/ou das fases dos ciclos internacionais de liquidez. Conforme apresentado no relatório I, essas análises sublinharam duas características deste regime cambial em economias emergentes.

A primeira é uma volatilidade da taxa de câmbio mais elevada nessas economias dotadas de moedas inconvertíveis do que a registrada nas economias desenvolvidas, em função dos ciclos internacionais de liquidez. A segunda se refere sobretudo, aos efeitos das desvalorizações cambiais na inflação e na taxa de juros, em decorrência do grau mais elevado de transmissão da variação cambial aos preços (*pass-through*) nessas economias. Nessas circunstâncias, só é possível existir autonomia de política monetária se houver significativa diferença entre o comportamento dos preços de bens *tradable* e *nontradable* (Truman, 2002). Uma depreciação cambial, por exemplo,

faria aumentar os preços dos *tradable*, mas teria pequeno impacto sobre os preços dos *nontradable*. Dessa forma, o efeito total sobre o índice de preços seria reduzido. Ao contrário, se tal efeito for elevado, as autoridades monetárias, mormente as que seguem o regime de metas de inflação, serão obrigadas a elevar a taxa de juros em resposta a um choque externo, para controlar os efeitos do câmbio sobre os preços.

Mas, o contexto internacional favorável que levou à recente apreciação das taxas de câmbio das economias emergentes impõe novo exame dessa crucial relação com as taxas de juros. Não resta dúvida que melhoras substanciais foram registradas naquilo que tem sido denominado de "processo de convergência" das economias emergentes para fundamentos macroeconômicos mais sólidos e semelhantes aos das economias emergentes de baixo risco de crédito (*investment grade*). Essas melhoras decorrem tanto do elevado grau de liquidez internacional quanto das acentuadas altas dos volumes e dos preços de suas exportações.

É inegável que tais melhoras foram determinantes para a queda do risco país dessas economias que tem sido uma das principais causas da apreciação das taxas de câmbio. Mas, elas respondem por apenas parte dessa apreciação. A outra parcela está diretamente relacionada à transformação da taxa de câmbio (inclusive de moedas não-conversíveis) em um ativo financeiro, decorrente da denominada "supremacia dos mercados". A influência dos mercados financeiros é mais acentuada nos países emergentes que adotaram um grau elevado de abertura financeira. Nesses, a taxa de câmbio passa a ser determinada não apenas pelas decisões de alocação de riqueza dos investidores domésticos, mas pelos mercados financeiros globalizados. Com elevada abertura financeira, duas situações se apresentam em função do regime cambial adotado. No regime de câmbio administrado, a taxa de câmbio é resultante da correlação de forças entre a autoridade monetária e esses mercados (medida pelo tamanho relativo das reservas em divisas passíveis de serem utilizadas frente a um ataque especulativo e o volume de capitais que pode optar por uma fuga). Sob câmbio flutuante, cresce exponencialmente a importância dos mercados financeiros na determinação da taxa de câmbio que passa a ser reflexo direto da percepção dos agentes e de sua estratégia global.

O movimento de apreciação cambial atingiu o conjunto das moedas das economias emergentes que abriram suas contas financeiras e praticam o regime de câmbio flutuante e, em muitos dentre eles, a política monetária de metas de inflação. Mas, a apreciação cambial não foi uniforme entre elas. Algumas moedas apreciaram-se

de forma mais acentuada que as demais, com particular destaque para o real brasileiro que ganhou mais de 100% em relação ao dólar americano de outubro de 2002 ao fim do 2º semestre de 2007.

No atual contexto de elevada liquidez internacional e baixa aversão aos riscos dos investidores, a busca de rendimentos elevados é extremamente acentuada. Diversos investidores internacionais de perfil mais agressivo têm realizado a operação pouco banal de tomar empréstimos em moedas com juros baixos (em particular o iene japonês), convertê-las em dólares americanos e depois dirigir esses recursos para aplicações em moedas com taxas de juros elevadas. O enorme volume dessas operações, conhecidas como *yen carry trade*, tem sido apontado como uma das principais causas da depreciação do iene e, *a fortiori*, da apreciação de diversas moedas de países emergentes, também com destaque para o real brasileiro.

Para taxas de câmbio determinadas em mercados financeiros, com livre circulação de capitais, diferenciais positivos de taxas de juros em relação às praticadas nas demais economias atraem capitais levando à apreciação cambial; enquanto diferenciais negativos levam à fuga de capitais provocando a depreciação da taxa de câmbio. Para as moedas das economias emergentes (inconvertíveis), a taxa de juros (taxa de juros "piso") que permite seja atrair novos fluxos de capitais ou dissuadí-los de deixar o país tem de englobar a complexa relação entre taxas de juros, taxas de câmbio e risco país<sup>7</sup> – isto é, o reflexo numérico do temor dos investidores internacionais sobre o risco de crédito do país.. Mas, o risco país apresenta uma volatilidade extrema, bem mais elevada que a das taxas de câmbio e de juros, além de movimentos muito acentuados, como mostra claramente o caso brasileiro que passou de 2400 pontos em outubro de 2002 para menos de 140 pontos em junho de 2007.

---

<sup>7</sup> O Embi (emerging markets bond index), índice calculado pelo banco JPMorgan/Chase, é considerado uma *proxy* do risco-país. Ele reflete a evolução dos títulos da dívida soberana de um conjunto (predeterminado) de países emergentes. O Embi é composto por uma cesta de títulos e reflete a evolução do valor desta cesta. O banco JPMorgan criou a partir do Embi uma família de índices para mercados emergentes que se diferenciam, em geral, pelos títulos dos países que o compõem. Alguns têm maior abrangência e participação de países asiáticos e europeus, como por exemplo o Embi global e o Embi constrained, enquanto que o Embi+ é mais voltado para a América Latina. O Embi+ Brasil é calculado com base na média dos preços de títulos da dívida externa brasileira em comparação com os papéis emitidos pelo tesouro americano (*spread over treasury*). A diferença de quanto se paga por estes dois títulos resulta no Embi+ Brasil. Supondo que, os papéis emitidos pelo tesouro americano estão pagando cerca de 5% para 10 anos, enquanto que a média de preços dos títulos da dívida externa brasileira é por volta de 7,5% (para o mesmo prazo), teríamos uma diferença entre as duas taxas de 2,5%. Sendo assim, o Embi+ Brasil estaria em 250 pontos. Pode-se dizer, portanto, que o Embi+ Brasil reflete quanto a mais o governo brasileiro terá de pagar numa emissão internacional de títulos do que o tesouro americano.

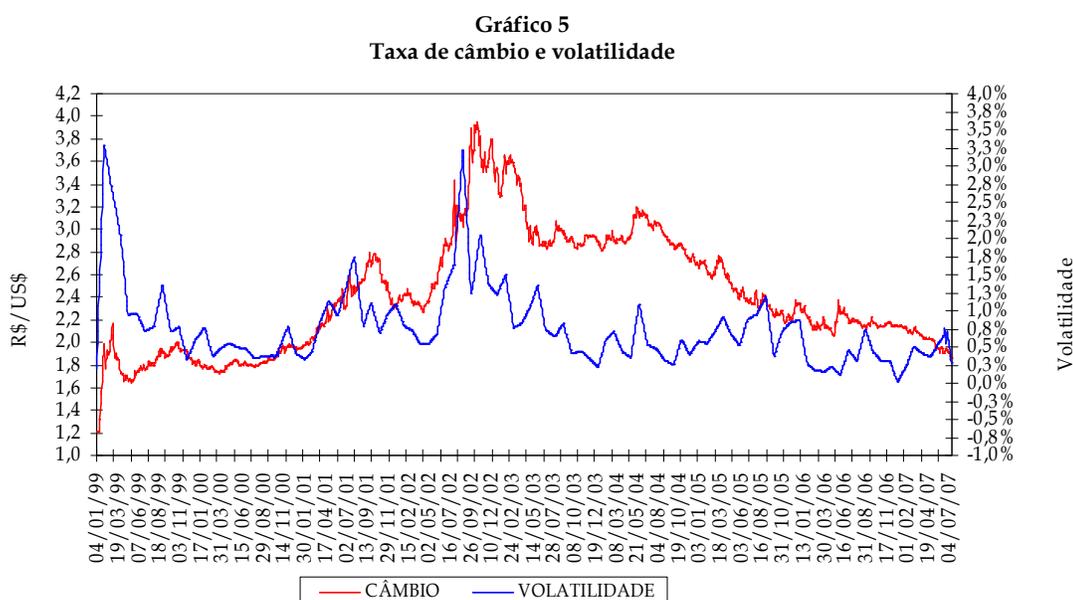
### **1.1.3.2 - A relação câmbio/juros no Brasil**

Desde a adoção do regime de câmbio flutuante, no Brasil, em janeiro de 1999, as alternâncias dos ciclos de liquidez internacional para países emergentes repercutiram sob forma de uma sucessão de ataques especulativos que levaram o real a se desvalorizar e os preços dos ativos brasileiros a cair; seguida por uma fase de otimismo em que a moeda brasileira se apreciou e os preços dos ativos subiram de forma acentuada. A existência e o impacto desses ciclos junto com a liberdade de ida e vinda dos capitais internacionais fizeram com que as políticas cambial, monetária e fiscal bem como os mercados financeiros nacionais refletissem, de forma crescente, os humores dos mercados financeiros globalizados. Tais reflexos mostram-se bastante diferenciados em função dos distintos períodos desses ciclos de liquidez. A cronologia dos acontecimentos permite apontar os impactos e a importância dos ciclos internacionais de liquidez na evolução da economia e das finanças brasileiras. A partir dela, será possível discutir essa diferenciação em cada período.

O Plano Real foi adotado num período de farta liquidez internacional para as economias emergentes. Os fluxos de capitais internacionais resultaram em forte apreciação da taxa de câmbio do real e permitiram que o governo adotasse uma âncora cambial para os preços. Mas, este ciclo reverteu-se com a crise asiática de 1997, ainda durante o primeiro mandato presidencial de Fernando Henrique Cardoso e levou à crise cambial de janeiro de 1999. No início do segundo mandato de FHC, essa crise forçou a adoção do regime de câmbio flutuante que se traduziu por forte desvalorização. A fase de forte aversão aos riscos e baixa liquidez internacional ainda produziu dois ataques especulativos contra o real em 2001 e 2002. O período de elevada liquidez internacional para economias emergentes coincidiu com a posse do governo Lula e provocou uma euforia nos mercados de ativos financeiros brasileiros e uma acentuada elevação de posições especulativas, notadamente de investidores estrangeiros. Tal euforia resultou numa apreciação do real tão acentuada que o câmbio passou a constituir séria ameaça à competitividade externa dos produtos brasileiros e, por conseguinte, aos investimentos, à produção e ao emprego. O Gráfico 5 mostra os bruscos e rápidos solavancos seguidos de períodos de calma, que levaram a taxa de câmbio a desvalorizar-se 225% entre janeiro de 1999 e setembro de 2002. A esta fase seguiu-se, de outubro de 2002 até o presente momento, uma fase de intensa apreciação cambial que se acentuou a partir do segundo semestre de 2004. No que diz respeito aos impactos macroeconômicos da taxa de câmbio, tão importante quanto sua volatilidade

elevada é o fato que esses movimentos extremos se desenvolveram em tendências acentuadas e prolongadas, afetando as expectativas e as decisões dos agentes e elevando seu grau de incerteza.

Num contexto de baixa liquidez internacional e elevada aversão aos riscos dos investidores e num regime de taxa de câmbio flutuante, a demanda por divisas e a fuga de capitais passam a ocasionar uma depreciação da taxa de câmbio. As repercussões macroeconômicas desses ataques especulativos manifestaram-se por pressões suplementares nos preços que levaram a taxa de inflação de 2001 e de 2002 a ultrapassar os tetos máximos da meta fixada pelo governo. O elevado grau de *passthrough* da economia brasileira tornou-se manifesto e repercutiu em alta dos juros e redução do crescimento econômico. A combinação das políticas macroeconômicas - câmbio flutuante/regime de metas de inflação- passou a mostrar seu potencial de transmitir à atividade econômica a instabilidade gerada nos mercados financeiros.



Fonte: Banco Central do Brasil, elaboração própria.

A estreita vinculação entre a dinâmica da inflação no Brasil e a taxa de câmbio já era patente desde a adoção do Plano Real em 1994. Naquele período, a taxa de câmbio sobrevalorizada serviu de âncora para a estabilização dos preços. Os contratos de privatização de empresas estatais do setor de serviços acentuaram esta vinculação ao indexar o reajuste de suas tarifas aos Índices Gerais de Preços (IGPs), que refletem mais rápida e intensamente a taxa de câmbio. Em janeiro de 1999, após a adoção do regime de câmbio flutuante, a taxa de câmbio passou a constituir o principal propulsor das alterações de preços, acelerando a inflação nos momentos em que a aversão aos

riscos predominava nos mercados internacionais. Os ataques especulativos contra a moeda brasileira que se sucederam até 2002 revelaram os efeitos perversos da combinação dessa política monetária com a taxa de câmbio flutuante numa economia que possui uma estrutura de formação dos preços que amplifica o impacto da instabilidade dos fluxos de capitais e da taxa de câmbio na inflação.

Mas, é importante sublinhar que na fase de elevada aversão aos riscos do ciclo de liquidez internacional - seja no regime de câmbio administrado, notadamente a partir da crise asiática em 1997, seja no de câmbio flutuante até o final de 2002 - a taxa básica de juros foi fortemente influenciada pela evolução do risco país e da taxa de câmbio. Nesse sentido, pode se afirmar que a taxa de juros foi uma **variável determinada** pelo grau de aversão aos riscos dos investidores domésticos e internacionais e pelo forte impacto da desvalorização cambial nos preços. Mas, cabe apontar uma parcial exceção a essa afirmação que ocorreu em 2002, quando os temores da ocorrência de uma "dominância fiscal"<sup>8</sup> e, pelo menos segundo alguns, a proximidade das eleições presidenciais levaram a autoridade monetária a não realizar aumentos da taxa de juros na proporção da elevação do risco-país, da taxa de câmbio e dos preços.

No atual ciclo de elevada liquidez internacional, a valorização da taxa de câmbio voltou a cumprir o papel de principal fator de estabilidade dos preços e canal de transmissão da política monetária, atenuando os efeitos de outros choques exógenos como os aumentos dos preços internacionais das *commodities*. Inicialmente, esta valorização representou tão somente a reversão dos exageros cometidos em 2002. Mas, a partir do último semestre de 2004, ela acelerou-se fortemente, refletindo o aperto da política monetária que levou a taxa Selic de 16% para 19,75% ao ano.

---

<sup>8</sup> A tese de que a política fiscal tem diversos impactos na política monetária remonta a Sargent e Wallace (1981) que introduziram a distinção entre um regime "de dominância monetária" em que a autoridade monetária estabelece a política monetária de forma independente e um regime de "dominância fiscal" em que um orçamento público desequilibrado determina o montante de receitas a serem obtidas por meio da senhoriagem e da venda de novos títulos de dívida ou leva à criação de moeda, resultando em aumento da inflação. Nesse segundo regime, a autoridade monetária perderia sua capacidade de controlar a inflação sempre que a taxa real de juros excedesse a taxa de crescimento da economia. Isso ocorreria porque toda decisão de reduzir o crescimento da massa monetária para reduzir a inflação redundaria num crescimento da relação dívida/PIB à medida que o financiamento por meio da venda de títulos substituiria o financiamento monetário gerando pagamentos de juros e déficits futuros.

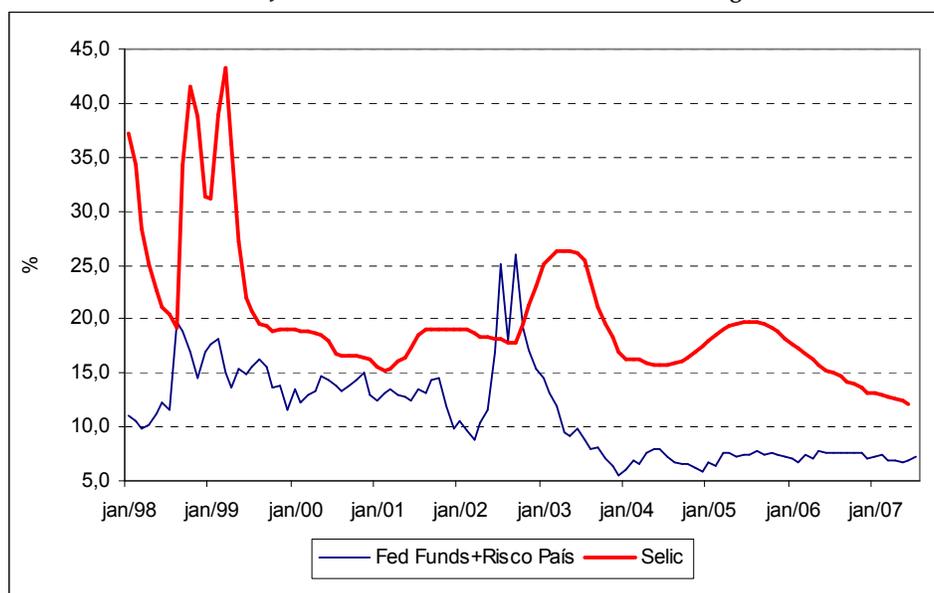
No que se refere ao Brasil, as análises de Favero e Giavazzi (2004) e Blanchard (2004) dão um peso relevante à observação dos eventos verificados no decorrer do ataque especulativo contra o real em 2002. Não escapa o fato que tais eventos, apesar de seu caráter cíclico numa economia com as características da brasileira, dificilmente podem ser considerados como constituindo uma norma.

Verifica-se razoável controvérsia sobre os motivos que levaram à apreciação cambial. Enquanto uns a atribuem quase exclusivamente aos fatores fundamentais – saldo comercial, fluxos de capitais, desvalorização do dólar americano frente às demais moedas, etc., outros sublinham a importância decisiva do fato da taxa de juros brasileira encontrar-se "fora do lugar", diante da acentuada queda do risco-país (ver relatório 1 do sub-projeto III). Não resta dúvida que melhoras substanciais foram registradas naquilo que tem sido denominado de "processo de convergência" da economia brasileira para fundamentos macroeconômicos semelhantes aos das economias emergentes de baixo risco de crédito (*investment grade*) que, em maio de 2007, já valeu ao país a melhora de seu *rating* de crédito, deixando-o a apenas um grau de alcançar a almejada classificação. Elas têm provido suporte fundamentado para a acentuada queda do risco-país decorrente, sobretudo, do ciclo de elevada liquidez internacional para as economias emergentes e do aumento do apetite pelo risco dos investidores internacionais.

Mas, tampouco resta dúvida que o novo período de elevada liquidez internacional para economias emergentes e a anomalia constituída pelo acentuado diferencial entre a taxa básica de juros e o risco-país provocou uma euforia nos mercados de ativos financeiros brasileiros e uma acentuada elevação de posições especulativas, notadamente de investidores estrangeiros. Tais posições foram de importância decisiva na apreciação cambial com reflexos nos preços e nos índices de inflação, mas também – como será discutido adiante – na formação de uma curva de juros de mais longo prazo, com o incomum formato decrescente ao longo do tempo.

Nesse sentido, a taxa de juros da economia brasileira, resultante da política monetária, deixou de ser uma variável determinada, como no período anterior, e passou a ser uma **variável determinante**. O Gráfico 6, elaborado a partir de um estudo da Fiesp (2007), mostra a persistência, desde janeiro de 2003, de um apreciável diferencial entre a taxa Selic e o nível considerado "neutro de arbitragem" superior ao vigente no período da gestão de Armínio Fraga no Banco Central do Brasil. Esse diferencial foi mais amplo nos momentos de elevação da taxa básica de juros – primeiro semestre de 2003 e de meados de 2004 a setembro de 2005 – mas, chama a atenção o fato que ele permanece sempre largamente positivo, apesar das elevações dos juros americanos e das sucessivas quedas da Selic.

Gráfico 6  
Taxa de Juros: Selic Nominal e Selic neutra de arbitragem



Fonte: Banco Central do Brasil, Federal Reserve e JP Morgan *apud* Fiesp (2007)

Nessas condições, o canal da taxa de câmbio retorna ao papel a ele designado pelos modelos de economias abertas, ou seja, responde diretamente à elevação da taxa básica de juros, quando esta apresenta um diferencial positivo em relação às praticadas em outros países. Mas, no caso brasileiro, este canal mostra diferenças importantes. Embora seu efeito possa não ser permanente, o impacto da apreciação cambial não se fez ainda sentir na balança comercial que continuou mantendo elevados superávits e, por conseguinte, "emperrou" o mecanismo de "retorno ao equilíbrio" apontado nesses modelos. Mas, ele foi decisivo na redução da taxa de inflação pelo seu forte e direto reflexo nos preços dos bens *tradables* e nos preços administrados. Pode-se, assim, afirmar que o canal do câmbio constitui – quando não se defronta com fortes e contínuas altas do risco-país – o principal mecanismo de transmissão da política monetária no Brasil.

#### 1.1.3.4 Sensibilidade dos preços ao câmbio

A questão do forte impacto da taxa de câmbio nos índices de inflação ganha especial relevância no Brasil que se singulariza por ser o único país que adotou, por longo período e com largo alcance, mecanismos de indexação da moeda e dos contratos. A decorrente inércia inflacionária foi reduzida na adoção do Plano Real. Mas, ela foi parcialmente reintroduzida pelos contratos firmados no processo de privatização que previam a indexação das tarifas dos serviços prestados pelas companhias. Não é acidental o fato que a literatura disponível sobre o “*passthrough*”

nas economias emergentes se valha com grande frequência do caso brasileiro (ver relatório 1 deste sub-projeto).

A estrutura específica da formação dos preços no Brasil faz com que as variações da taxa de câmbio e/ou os demais choques exógenos de oferta atinjam a maioria dos preços dos bens e serviços. Não são apenas os preços dos bens comercializáveis – que compõem a pauta do comércio exterior – que sofrem os impactos da taxa de câmbio e/ou outros choques de oferta, mas também os preços administrados (em sua maioria compostos por serviços), em virtude dos contratos, firmados na privatização das empresas de telefonia e das distribuidoras de energia elétrica, que determinam reajustes anuais das tarifas tomando por base a evolução dos Índices Gerais de Preços (IGPs), que tem forte peso dos preços por atacado e são muito mais sensíveis à taxa de câmbio e demais choques de oferta. Os Gráficos 7 e 8 apontam para essa maior sensibilidade dos IGPs, em comparação com o Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), adotado como índice de referência para a fixação e apuração das metas de inflação.

A participação agregada dos bens comercializáveis e dos que têm preços administrados representa quase 69% do IPCA. Essa particularidade faz com que a evolução do índice de preços que condiciona a política monetária brasileira seja muito mais sensível aos choques exógenos e à variação cambial, do que as demais economias emergentes. O impacto nos preços decorrente da variação cambial deve ser examinado distinguindo-se o período de desvalorização cumulativa da taxa de câmbio daquele de apreciação igualmente cumulativa.

No período de desvalorização, os números mostram que os preços administrados ou monitorados por contrato apresentaram taxas de variação bem mais elevadas que os chamados preços livres, pressionando para cima o índice que baliza o regime de metas para inflação (Gráfico 9). A alta desses preços teve forte impacto na renda disponível dos agentes, dado que muitos deles, como eletricidade, telefonia e transportes, são considerados itens obrigatórios nos gastos correntes. O Gráfico 10 mostra a curva fortemente ascendente da relação entre preços administrados e preços livres. Entretanto, nota-se, a partir de meados de 2006, uma ligeira reversão deste pronunciado movimento, ainda em função da apreciação cambial que levou os IGPs, usados para determinar boa parte de seus reajustes de preços, a registrarem taxas de inflação inferiores às do IPCA.

Gráfico 7  
 Variações do IPCA, IGPM e taxa de câmbio, acumuladas em 12 meses

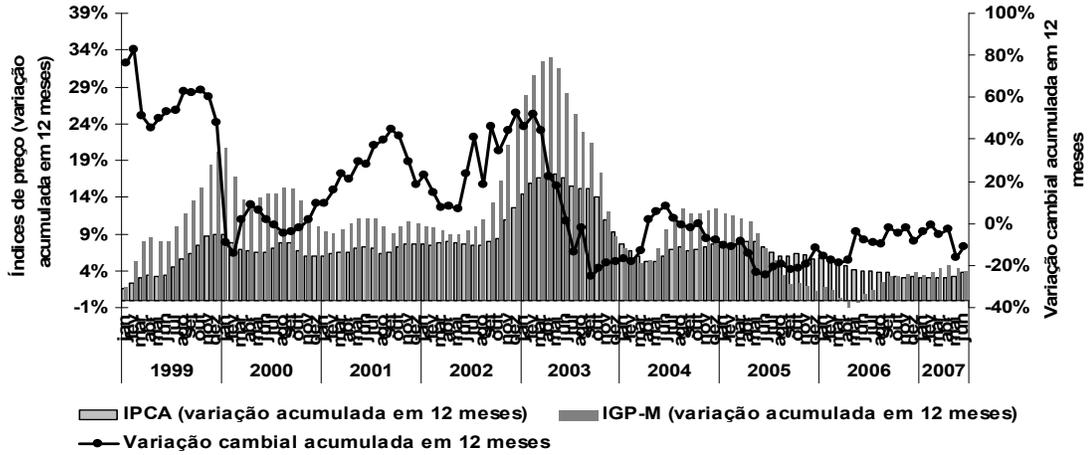


Gráfico 8  
 Variações do IPCA, IGP-DI e taxa de câmbio, acumuladas em 12 meses

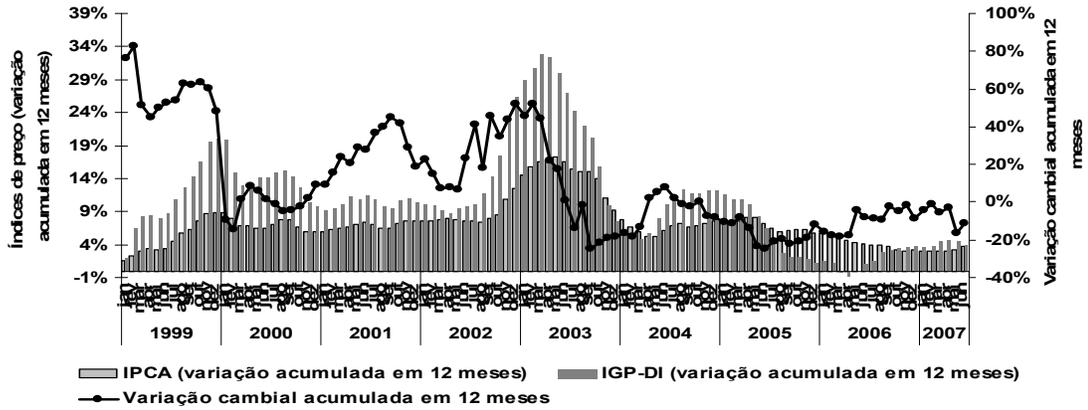


Gráfico 9  
 Evolução dos preços por categoria de bens - IPCA

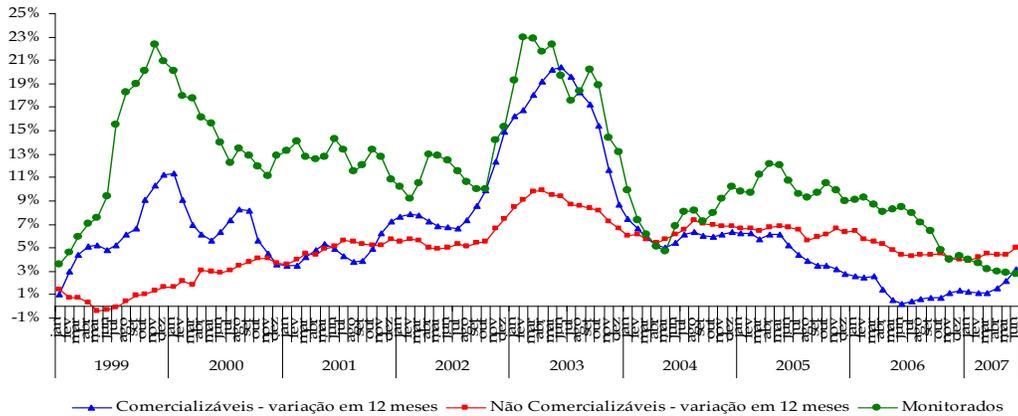
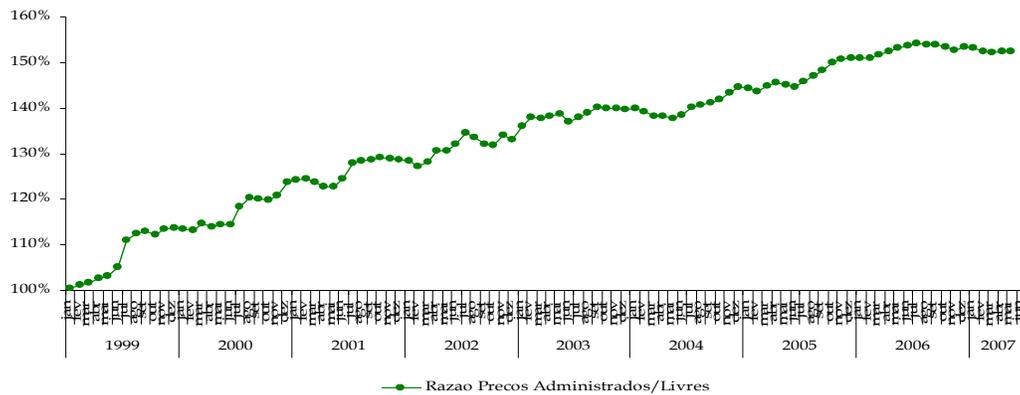


Gráfico 10  
 IPCA: relação preços administrados / preços livres



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

Os preços dos bens comercializáveis sofreram o impacto direto da desvalorização cambial que se somou à variação dos preços internacionais. Alguns setores, principalmente produtores de *commodities* de qualidade razoavelmente homogênea como soja ou polpa de papel, conseguiram, nos períodos de desvalorização cambial, impor reajustes equivalentes aos preços internos. Esses setores são indiferentes à redução da demanda interna provocada pela alta da taxa de juros já que podem reduzir a parcela de produção destinada ao mercado interno ou mesmo colocar toda sua produção no mercado externo. Outros setores produtores de bens comercializáveis só conseguiram repassar parte da desvalorização e, a partir de 2002, dos aumentos nos preços internacionais de *commodities* aos seus preços internos, porque a diferença de qualidade de seus produtos ou o tamanho da demanda externa os obriga a vender parte de sua produção no mercado interno.

Por outro lado, os preços dos bens não-comercializáveis, destinados ao mercado interno, são os que sofreram diretamente os efeitos da política monetária. Em primeiro lugar, porque houve forte elevação da parcela de renda disponível destinada ao pagamento dos bens administrados, acarretando uma redução de demanda interna por outros tipos de bens. Em segundo lugar, porque as elevadas taxas de juros tiveram impacto direto apenas na demanda dessa parcela reduzida dos preços que é pouco sensível à desvalorização cambial ou a choques de oferta advindos do mercado internacional. Foram os preços dos bens não comercializáveis que se ajustaram, através da redução de custos (essencialmente salariais) e de margem de lucros, à redução da demanda agregada provocada pela elevação da taxa de juros. Contudo, esses preços só

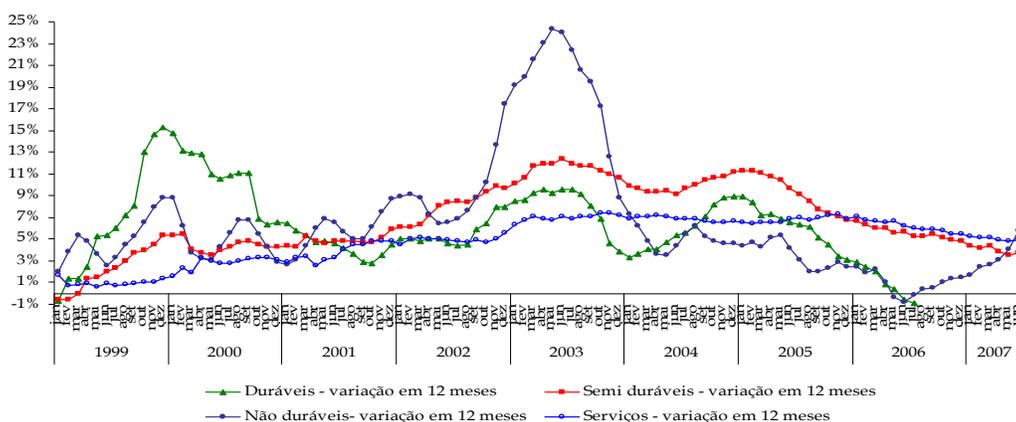
representam um terço do IPCA, índice utilizado como parâmetro nas metas de inflação, contra dois terços dos preços administrados e dos bens comercializáveis.

É importante salientar, ademais, que as estruturas de mercado das empresas que produzem bens não-comercializáveis são extremamente distintas, implicando diferenças acentuadas de sua formação de preços. Alguns setores industriais muito concentrados não se mostram dispostos a reduzir preços em função da elevação da taxa de juros e da queda da demanda, como, por exemplo, a indústria de cimento. Outros, como no caso dos produtores de bens duráveis (automóveis, eletroeletrônicos e “linha branca”), acabaram reagindo à queda da demanda interna mediante a exportação de parte de sua produção, o que lhes permitiu contornar a redução da demanda interna reduzindo custos, mas com pouca ou nenhuma redução de margem de lucro, adquirindo contornos de bens comercializáveis com alguma sensibilidade à taxa de juros. Esses setores celebraram contratos de exportação de longo prazo, o que fez com que continuassem a exportar mesmo após a apreciação cambial forçar a redução de sua margem. Entretanto, outros setores – compostos de médias, pequenas e micro empresas – em particular na área de serviços, foram obrigados a cortar fundo em suas margens de lucro, em função das elevadas taxas de juros e da forte queda da demanda interna por aquelas provocada. Muitas dessas empresas passaram a situar-se no limiar de sobrevivência; outras simplesmente deixaram de existir.

O Gráfico 11 ilustra os movimentos de preços divergentes entre os setores e aponta o expressivo aumento de preços dos bens não-duráveis, em 2002 e 2003, principalmente devido ao impacto conjugado da taxa de câmbio e dos preços internacionais de diversas *commodities* agrícolas. A partir de meados de 2003, os preços desses mesmos produtos tiveram forte redução de seu ritmo de alta acentuada pela apreciação da taxa de câmbio que contribuiu para amortecer a trajetória da inflação. Mas, sua elevação foi retomada a partir de meados de 2006, apesar da continuidade da apreciação cambial, em resposta a uma nova alta dos preços internacionais das *commodities* agrícolas. Já os preços dos bens duráveis e semi-duráveis passaram a registrar desaceleração continuada somente a partir do final de 2004, em resposta à elevação da taxa básica de juros e da conseqüente apreciação cambial. É notável que a queda dos preços dos duráveis tem se mostrado muito mais acentuada e duradoura do que a dos semi-duráveis.

Gráfico 11

Evolução dos preços por componentes do IPCA - bens duráveis, semi-duráveis, não duráveis e serviços

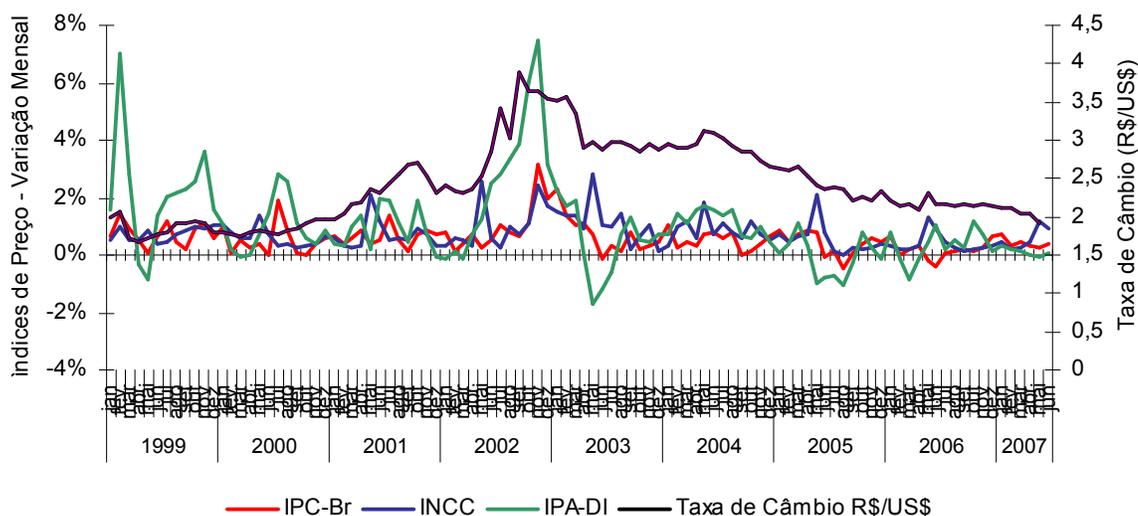


Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

A análise da estrutura de formação de preços no Brasil demonstra que ela amplifica e dissemina aos índices de inflação um grande conjunto de choques de oferta, decorrentes da volatilidade da taxa de câmbio e das variações dos preços internacionais dos produtos exportados pelo país. O impacto dessas últimas na taxa de inflação pode ter inclusive crescido com o aumento da absorção de produtos brasileiros pelos mercados externos. Esta mesma análise aponta para os mecanismos de indexação, tanto os que foram reintroduzidos na privatização de importantes setores da área de serviços quanto os mais informais, herdados do período de altíssima inflação, como os principais responsáveis pelo elevado impacto dos choques exógenos nos índices de preços.

No relatório anterior deste sub-projeto, assinalou-se que estudos empíricos sublinham que o impacto da taxa de câmbio é mais intenso nos preços dos produtos importados e por atacado (ou preços dos produtores) e que ele vai diminuindo ao longo da cadeia de distribuição e, portanto, para os preços aos consumidores. O Brasil não constitui uma exceção neste particular. O Gráfico 12 mostra a variação dos componentes do IGP-DI e a variação da taxa de câmbio. Verifica-se que o IPA é, de longe, o componente que acompanha mais de perto a variação cambial. O diferencial no caso brasileiro é que essa via exerce ademais um efeito de "lente de aumento" no grau de *passthrough*, já que parte significativa do impacto da variação cambial tem ocorrido nos preços dos serviços que seguem a regra de reajuste de preços por contrato (preços administrados) levando em conta os IGPs acumulados nos doze meses anteriores.

Gráfico 12  
Variação dos componentes do IGP-DI e da taxa de câmbio



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

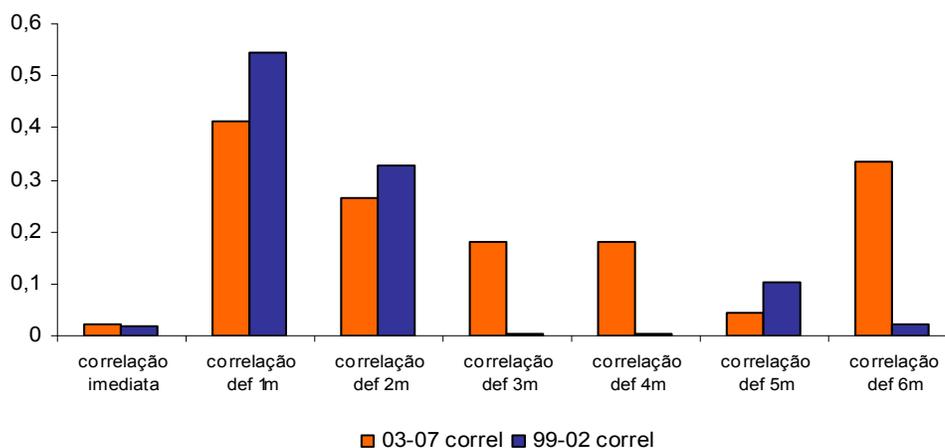
Para analisar o impacto na inflação das oscilações da taxa de câmbio, é necessário observar a correlação entre variação cambial e as variações dos preços por atacado que formam o Índice de Preços por Atacado (IPA) que representa em torno de 60% dos IGPs. Essas correlações<sup>9</sup> incluem diversas defasagens temporais em função da existência de razoável incerteza sobre o tempo que leva a variação cambial a ser transmitida para os preços e da hipótese que o impacto de uma desvalorização do real é mais rapidamente transmitido aos preços do que o impacto de uma valorização.

O Gráfico 13 mostra a correlação entre variação cambial e a variação do IPA, no período da forte desvalorização cambial, de 1999 a 2002 e no período da apreciação cambial de 2003 ao final do primeiro semestre de 2007. Foram utilizadas defasagens temporais de um até seis meses. Constata-se, em primeiro lugar, que a correlação foi mais rápida e intensa, com defasagem de um e dois meses, no período da desvalorização cambial. Em contrapartida, embora menos intensa no curto prazo, a correlação das variações do câmbio e do IPA se estende por mais tempo. Esta constatação sugere (Fraga et al. 2003) uma assimetria dos efeitos desses choques que decorre do fato que “os preços são mais rígidos para baixo, assim choques deflacionários tendem a ter menor efeito na inflação que os choques inflacionários”.

<sup>9</sup> As correlações são medidas de associação linear conjunta entre duas séries. Variam entre -1 e 1, sendo que no extremo negativo a associação negativa perfeita e no extremo positivo, associação linear perfeita positiva. Caso seja zero não há associação linear. Apurou-se a correlação contemporânea entre a variação do IPA mensal e a variação cambial mensal. Depois, entre a variação do IPA atual e o câmbio defasado de um mês ou mais. Assim, se o IPA desse mês e o câmbio do mês anterior tiverem correlação positiva, isto aumenta a correlação total.

Mas, indica igualmente que, ao aguardar um tempo mais longo para reduzir seus preços na apreciação cambial, os agentes formadores de preços tentam usufruir de uma "renda de situação" e/ou aguardam para verificar se a apreciação verificada da taxa de câmbio se sustenta.

**Gráfico 13**  
Correlação entre variação cambial e variação do IPA, 1999 a 2002 e 2003 a junho 2007



Fonte: BCB, elaboração própria

Mas, outros fatores devem intervir na análise. O período de apreciação cambial coincidiu com fortes altas dos preços internacionais das *commodities* que, em boa parte, estão presentes na pauta das exportações brasileiras. O Gráfico 14 mostra as elevações percentuais em 12 meses dos preços das *commodities* que compõem o índice do *Commodities Research Bureau* (CRB), considerado como o *benchmark* dos preços das *commodities* nos EUA e negociado também no mercado futuro organizado. É importante observar não somente a evolução deste índice, mas igualmente a dos distintos grupos que o compõem (Gráfico 15).

**Gráfico 14**  
Variações percentuais do índice CRB

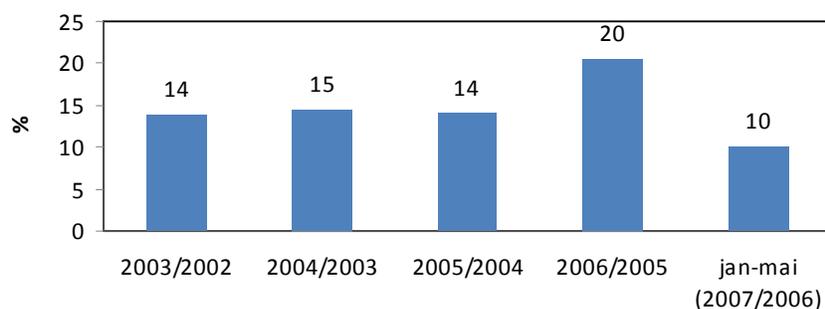
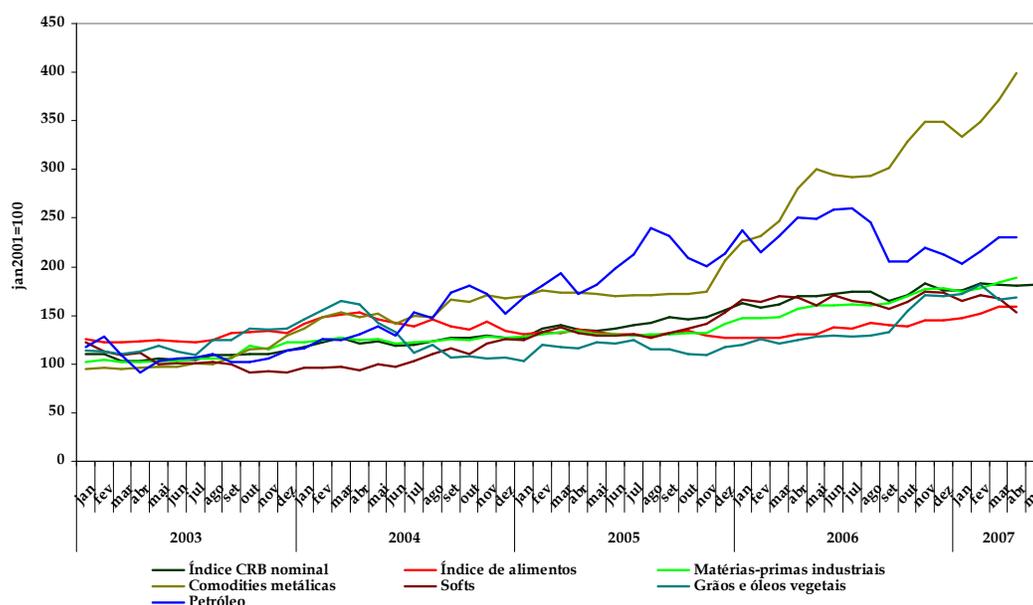


Gráfico 15  
Evolução do CRB e de seus componentes



Fonte: Reuters/Jefferies-CRB® Indexes<sup>10</sup>, elaboração própria

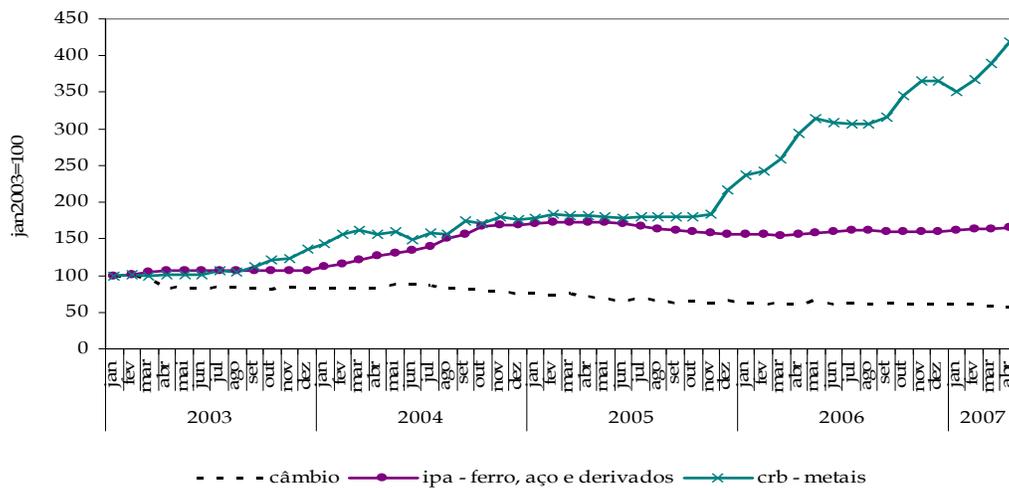
O principal papel da apreciação cambial manifestou-se, portanto, através da atenuação do repasse dessas altas aos preços internos, tanto em função da redução dos preços em reais dos bens importados pelo Brasil, quanto pela redução dos preços em reais dos preços de produtos exportados. Os Gráficos 16, 17, 18, 19 e 20 mostram a importância da apreciação cambial por grandes grupos de *commodities*. De sua observação, pode se concluir que, embora os preços sejam mais rígidos para baixo – tornando o *passthrough* da apreciação cambial mais lento, a taxa de câmbio foi essencial para a redução da inflação num período de abundantes choques de oferta, especificamente os que atingiram os preços das *commodities* que fazem parte da pauta comercial do Brasil.

Resta assinalar um fator que poderá provocar uma mudança significativa do grau de *passthrough* dos choques de oferta e possivelmente sua acentuada redução,, decorrente da mudança da sistemática de reajuste dos principais preços administrados. Os contratos firmados na privatização dos serviços de eletricidade e telefonia tinham prazos de vigência de 10 anos e venceram (eletricidade) ou estão próximos de vencer (telefonia). Mas, este fator ainda não pode ser mensurado com rigor porque as novas sistemáticas de reajuste são muito pouco transparentes e envolvem mudanças nas bases de cálculo. No setor de eletricidade, as Leis 10.847 e 10.848 e seus respectivos

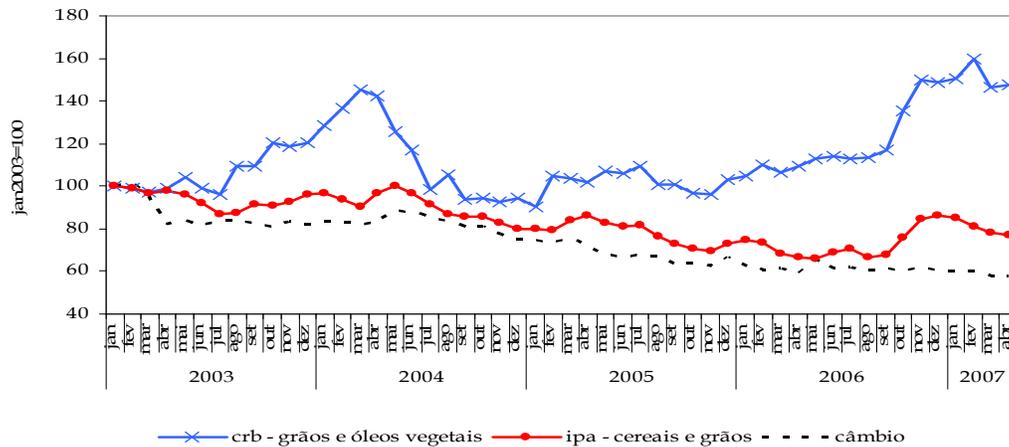
<sup>10</sup> [www.crb-trader.com/crbindex/](http://www.crb-trader.com/crbindex/)

decretos de março de 2004 criaram um novo “modelo” que, entre outros aspectos definiu a contratação de energia por licitação conjunta das distribuidoras, visando obter economias de escala e poder monopsonico, repartir os riscos entre geradores e equalizar tarifas de suprimento. Para este último, a sistemática de comercialização se verificará através de leilões públicos, sendo vitoriosas as ofertas traduzidas pelas menores remunerações. Por outro lado, foram determinados dois ambientes de contratação: o ambiente de comercialização envolvendo os consumidores cativos obedecerá regulação estrita (ambiente de contratação regulada) , enquanto que aos consumidores livres continua assegurada a negociação bilateral efetiva das cláusulas contratuais (ambiente de contratação livre) (Maciel, 2006). Já no setor da telefonia fixa, a base de cálculo está sendo modificada de pulsos para minutos.

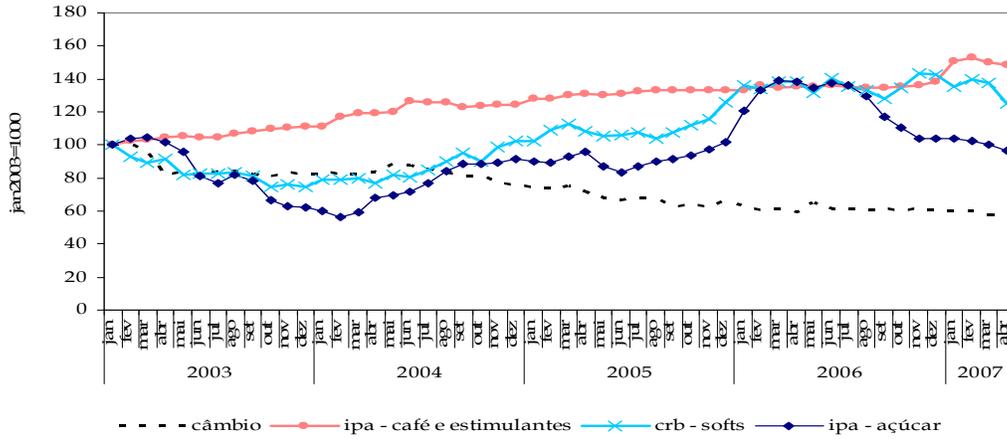
**Gráfico 16**  
**IPA ferro, aço e derivados, CRB metais e taxa de câmbio**



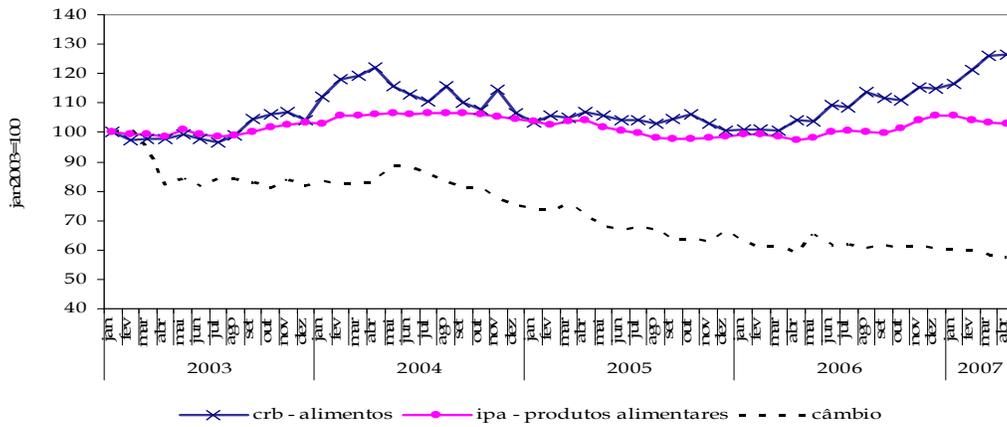
**Gráfico 17**  
**IPA cereais e grãos, CRB grãos e óleos vegetais e taxa de câmbio**



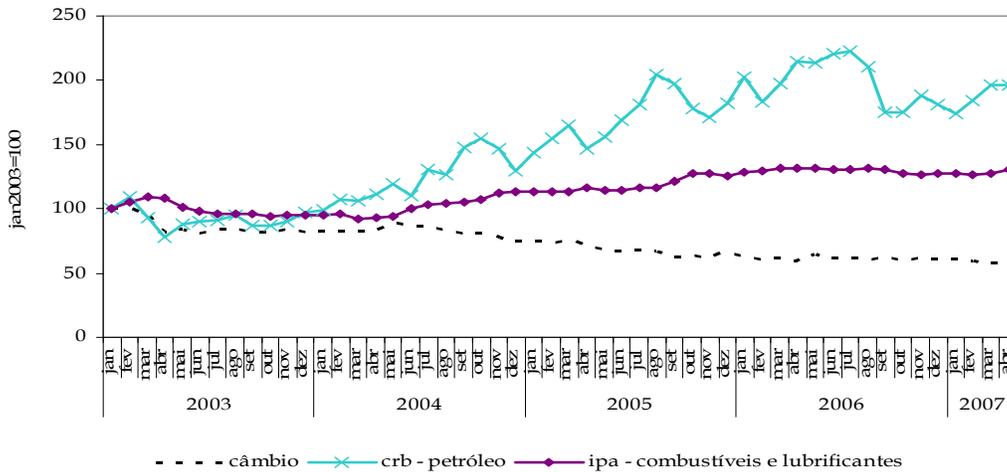
**Gráfico 18**  
**IPA café e estimulantes, IPA açúcar, CRB *softs* e taxa de câmbio**



**Gráfico 19**  
**IPA produtos alimentares, CRB alimentos e taxa de câmbio**



**Gráfico 20**  
**IPA combustíveis e lubrificantes, CRB petróleo e taxa de câmbio**



Fonte: Ipeadata e Reuters/Jefferies-CRB® Indexes, elaboração própria

No primeiro semestre de 2007, as dúvidas quanto aos reajustes dos preços administrados ficam patentes na divergência registrada entre os valores apontados pela pesquisa Focus, que mensura as expectativas dos agentes de mercado, e os contidos nas atas do Copom. Em sua reunião de janeiro, o Copom estimava reajustes da ordem de 4,6% para o acumulado do ano. Esta estimativa começou a ser revista na reunião de março e chegou a 3,2% na reunião de julho. Enquanto isto, as expectativas contidas no Boletim Focus para os reajustes desses preços, no ano de 2007, passaram de 3,90% para 2,89%.

#### **1.1.4- O canal ausente do esquema**

Por exaustivo que possa parecer, permanece pelo menos uma importante lacuna no esquema sintético apresentado e comentado por Kuttner e Mosser. Trata-se do canal das expectativas, que tem considerável importância (apesar de acentuadas diferenças na sua interpretação) tanto nas análises do "novo consenso" quanto nas de filiação keynesiana (com a exceção dos "novo-keynesianos" que participam do "novo consenso"). Propomos-nos a comentá-lo e, por conseguinte, a integrá-lo na discussão dos canais de transmissão da política monetária no Brasil.

A omissão do canal das expectativas é significativa da pouca importância que vinha sendo atribuída nos EUA ao regime de metas de inflação e à base teórica sobre o qual este repousa. Mas, este canal é amplamente discutido pelo Banco Central Europeu (BCE, 2004). Embora, formalmente, o BCE tampouco pratique a política monetária de metas de inflação, na prática tem adotado muitos de seus preceitos. O canal das expectativas apresenta igualmente forte importância na tradição analítica keynesiana, embora assumida outra configuração.

##### **1.1.4.1 - O canal das expectativas na análise do "novo consenso"**

O canal de transmissão de política monetária a ser acrescentado não é exclusivo ao regime de metas de inflação, embora adquira maior importância nesta específica política monetária. Mas, de uma forma mais geral, ele se manifesta tanto nos EUA quanto no Brasil e nas demais economias que utilizam a taxa básica de juros como instrumento preferencial de política monetária.

Com efeito, as expectativas dos agentes constituem uma dimensão extremamente importante da transmissão da política monetária para as análises do "novo consenso", que se encontram na base do regime de metas de inflação. Elas consideram que os agentes otimizam o uso das informações que recebem, fazendo com que suas expectativas sejam formadas não só olhando para o passado (*backward looking*,

expectativas adaptativas), mas olhando para o futuro (*forward looking*)<sup>11</sup>. Dessa forma, os agentes, informados da política econômica a ser implantada, anteciparão seus efeitos, modificando o resultado esperado sob abordagem *backward looking*. Lucas (1972) usa essa abordagem para criticar a idéia que os governos podem sistematicamente afetar o comportamento econômico dos agentes porque esses irão levar isso em conta e agir de forma a anular os efeitos da política econômica.

A política monetária oriunda dessa análise - o regime de metas de inflação - considera que, ao menos no longo prazo, a moeda é neutra e que uma alta da taxa de juros incide sobre as expectativas dos agentes que, convencidos da firme intenção da autoridade monetária de limitar a inflação às metas desejadas, se absterão de aumentar preços. A transmissão da política monetária se dá a partir da sinalização da autoridade monetária e da elevação da taxa básica de juros que indicam o compromisso do Banco Central com a inflação baixa, influem nas expectativas dos agentes e provocam desaquecimento da demanda. As autoridades monetárias devem se abster de tomar medidas de política monetária que não se pautem por regras plenamente conhecidas e antecipadas pelos agentes, de forma que os agentes, não temendo surpresas e acreditando no compromisso do Banco Central de conter a inflação dentro dos parâmetros estabelecidos, se abstenham de elevar os preços.

Para os defensores dessa política monetária, ela será tão mais eficaz quanto maior for a credibilidade e a independência do Banco Central. Quando um Banco Central goza de uma elevada credibilidade, a política monetária pode ter uma forte influência nas expectativas dos agentes sobre a inflação futura e, por conseguinte, seu comportamento na definição de preços e salários. Isso só pode ocorrer se os agentes econômicos estiverem convencidos do compromisso da autoridade monetária com a manutenção da "estabilidade dos preços" (na prática, com uma taxa baixa de inflação).

#### **1.1.4.2 - O canal das expectativas na análise keynesiana**

As expectativas dos agentes também constituem um elemento fundamental em outra tradição teórica originada em Keynes, mas atualmente representada, sobretudo pelos pós-keynesianos. A corrente de pensamento pós-keynesiana direcionou seus desenvolvimentos em teoria e política monetária para a fundamentação da não-neutralidade da moeda no curto e no longo prazo. Seus trabalhos apóiam-se na teoria da preferência pela liquidez de Keynes, nas hipóteses de fragilidade do sistema

---

<sup>11</sup> Esse tipo de formação de expectativas ficou conhecido como expectativas racionais. O conceito das expectativas racionais foi introduzido na microeconomia por John Muth (1961) e, depois, aplicado à macroeconomia por Robert Lucas (1972).

financeiro e na formação de expectativas sob incerteza não probabilística. Assumem que as expectativas são *forward-looking*. Mas, dada a hipótese de incerteza não probabilística, os agentes sabem que a despeito de seus esforços, suas expectativas podem ser desapontadas. Essa possibilidade molda um comportamento em termos de formação de expectativas e tomada de decisões bastante distinto dos comportamentos dos agentes sob a hipótese de expectativas racionais (Dequech, 1999a e 1999b).

Ao contrário das expectativas racionais, tais expectativas, formadas em condições de incerteza sobre o futuro, determinam o estado da economia que transita por equilíbrios múltiplos, dos quais apenas um é equivalente ao pleno emprego. Diante da incerteza, os agentes adotam convenções que, dependendo de sua solidez, podem desmoronar e serem substituídas por outras. A transmissão da política monetária se daria, assim, por intermédio de duas vertentes: sua capacidade de criar convergência de expectativas e/ou de ser origem de uma convenção e a expressão dessas expectativas na curva de juros.

A curva de rendimentos, já mencionada anteriormente, exprime graficamente os juros pagos por títulos de mesmo grau de risco (ou títulos homogêneos) ao longo do tempo. Para promover o investimento, a política monetária mais adequada seria a que desperta o interesse dos agentes pela recomposição de suas carteiras com ativos mais ilíquidos mas mais rentáveis e ao mesmo tempo provê fundos à economia para que isso possa ser efetuado. Nessa análise, a taxa de juros relevante é a taxa de longo prazo e o formato da curva de rendimentos. Assim, a transmissão da política monetária se daria pelo reflexo de uma elevação da taxa básica de juros nas taxas de longo prazo. mudanças na taxa básica de juros - de curtíssimo prazo - tendem a afetar as taxas de juros para períodos mais longos. Mas, este impacto se dá em graus distintos em função das expectativas dos agentes quanto à evolução futura da economia e da taxa básica de juros. Dessa forma, quanto mais longa a maturidade, menos direta será a influência da taxa básica de juros.

#### **1.1.4.3 - O canal das expectativas no Brasil**

No Brasil, nos parâmetros utilizados para a gestão do regime de metas de inflação, a autoridade monetária dá uma importância relevante às expectativas dos agentes. O peso dessas expectativas e seu impacto nas decisões de política monetária são claramente sublinhados no texto de Bevilaqua et alli (2007,p. 5): "as expectativas de mercado sobre a inflação são fatores (*inputs*) importantes no modelo de projeção do BCB, como costumeiro neste quadro (de política monetária). Essas expectativas têm

sido influenciadas pelo comportamento passado da inflação, as metas de inflação, a taxa de câmbio e a evolução dos preços das commodities, a atividade econômica e a postura da política monetária. Estimativas recorrentes têm indicado que o componente *backward-looking* das expectativas de mercado tem cedido terreno para as metas de inflação, evidência que o regime de metas está ganhando credibilidade. Mas, a credibilidade não tem sido perfeita, frequentemente as expectativas de inflação parecem ter reagido excessivamente (*over-reacted*) a desenvolvimentos correntes, em particular aumentos inesperados da inflação. Assim, o BCB teve, frequentemente, de agir para evitar que acontecimentos negativos de curto prazo contaminassem as perspectivas de médio prazo. Nesse sentido, o processo de desinflação foi, e continua sendo, um processo de aplacar as expectativas de inflação".

A questão das expectativas apresenta aspectos *sui-generis* no que diz respeito tanto ao modo de sua apuração pelo BCB quanto nos fatores que influenciam a curva de juros. Trataremos separadamente dessas duas questões.

#### **1.1.4.3.1 - A apuração das expectativas**

Os canais de transmissão pela via das expectativas apresentados acima dizem respeito ao conjunto dos agentes que, ao sinal de aperto da política monetária reduzirão seu consumo, seus investimentos e os aumentos previstos de preços. A divulgação das atas do Copom pretende influir na formação de expectativas através de uma "maior transparência" das decisões de política monetária. Mas, a autoridade monetária brasileira fez uma opção pouco comum e tem apurado as "expectativas dos agentes" exclusivamente entre os analistas de mercados financeiros e consultorias especializadas para apurar as expectativas de inflação dos "agentes racionais". No Boletim de Conjuntura no. 60 do IPEA, Cespedes e Rocha Lima (2003) levantam dúvidas sobre a qualidade das expectativas de inflação expressas por esses agentes: "Há razões para se acreditar que as previsões de inflação, coletadas junto a participantes do mercado financeiro, não espelhem as expectativas do mercado em relação à taxa de inflação futura. Se determinado agente econômico percebe que pode afetar a Selic, manipulando o que declara como sendo a sua inflação esperada, então há forte incentivo para que ele não revele o verdadeiro valor esperado para a taxa de inflação". E adiante: "concluímos que não há qualquer evidência de que o mercado (Focus) ou o Bacen prevejam a inflação com razoável grau de acurácia em horizontes suficientemente longos para nortear a política monetária." Essas afirmações levaram em conta o fato que, na tentativa de melhorar a qualidade das informações fornecidas,

o Banco Central buscou introduzir um mecanismo de concorrência entre as instituições consultadas e passou a citar nominalmente as que se destacam pelos maiores acertos nas previsões (*Top Five*).

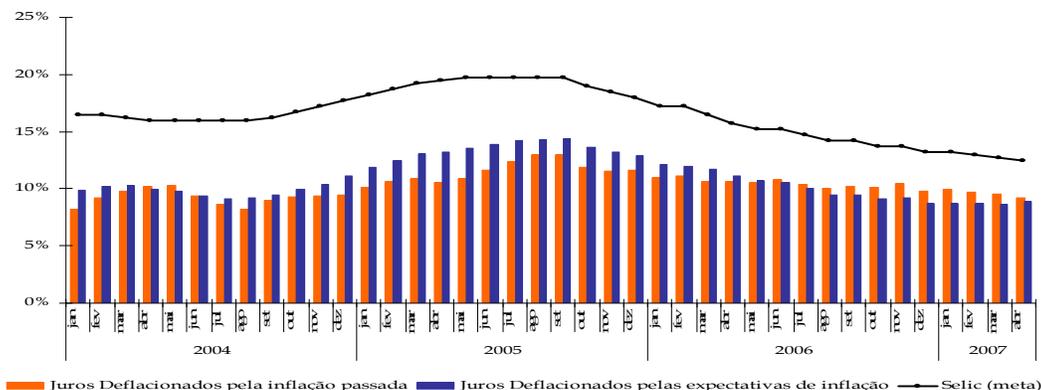
Na ata da reunião de outubro de 2004, o Copom foi levado a se defender das críticas que se avolumavam contra essa forma de apurar expectativas que passou a ser parte integrante e essencial do formato específico do regime de metas no Brasil: "O Copom calibra os instrumentos de política monetária com base em seus próprios cenários de projeção para a inflação, cotejando-os com a trajetória de metas, e não guiado pelas expectativas de inflação dos agentes privados. Entretanto, as expectativas dos agentes privados têm impacto importante sobre os resultados que a política monetária produzirá, pois determinam as taxas de juros reais esperadas que correspondem a uma dada estrutura a termo de taxas de juros nominais, e, dadas as condições de demanda, influenciam significativamente a formação corrente de preços." Mas, o Banco Central poderia apurar as "expectativas de inflação dos agentes privados" consultando um universo mais amplo de agentes que incluísse segmentos organizados da sociedade, como entidades patronais da indústria e comércio e sindicatos de trabalhadores, de forma a contrabalançar o viés altista e exclusivamente financeiro presente na pesquisa que incorpora em seu modelo.

Mas, o simples fato de existir uma série numérica das "expectativas", por mais limitada que seja, permite obter uma medida mais correta dos juros reais que, ao invés do procedimento tradicional de utilizar a inflação passada, se vale das expectativas de inflação para seu cálculo (Gráfico 21).

Se as expectativas forem entendidas como englobando as do conjunto dos agentes, este canal de transmissão da política monetária no Brasil pode ser considerado como tendo importância relevante. Seja qual for o entendimento que se tenha sobre a formação dessas expectativas, é certo que os agentes integraram em seu conhecimento as experiências passadas. Em outras palavras, pouco importa se as formarão olhando para o futuro, mas integrando o passado, ou se lançarão mão das convenções para formar expectativas. O certo é que, no Brasil, as expectativas dos agentes têm solidamente integrado dois fatores que têm papel relevante em suas decisões. O primeiro dentre eles é a correlação entre os movimentos da taxa de câmbio, desde que percebidos como permanentes ou pelo menos válidos por um período mais longo, a inflação e a taxa de juros esperada. O segundo tem a ver com os impactos dos apertos da política monetária na demanda agregada, no produto e no emprego. Dessa forma,

os agentes reagem a elevações da taxa básica de juros reduzindo consumo, investimento e produção.

**Gráfico 21**  
Selic nominal e real



Fonte: BCB, elaboração própria

#### 1.1.4.3.2: A curva de rendimentos

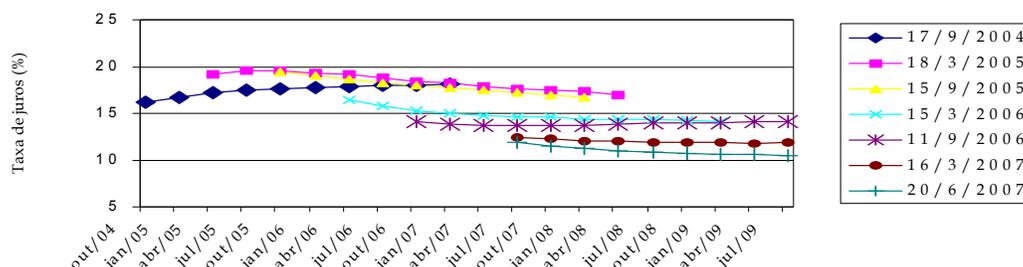
Por muito tempo, o Brasil primou pela inexistência de uma curva de juros de prazos um pouco mais longos. Entretanto, este cenário começou a alterar-se a partir da atração exercida aos investidores estrangeiros pela elevação da taxa básica de juros em setembro de 2004 e reforçada, no início de 2006, pela isenção de impostos para as aplicações dos estrangeiros em títulos públicos.

Para potencializar os lucros em posições que resultam de expectativas de queda dos juros, é indispensável que elas sejam do prazo mais longo possível. Nesse sentido, o apetite dos investidores estrangeiros pela taxa de juros brasileira refletiu-se tanto na taxa de câmbio do real quanto no alongamento do horizonte temporal e na inclinação negativa da curva de juros. Uma curva de juros invertida, com as taxas de prazos mais longos em níveis inferiores às taxas curtas e à taxa básica de juros, tende a atenuar os efeitos da política monetária, devido a seu impacto potencial na elevação dos investimentos. Segundo Bevilaqua et alii (2007,p11), no final de 2004, após três altas sucessivas da taxa Selic "a curva de rendimentos tinha se achatado, com os juros de um ano subindo apenas 40 pontos base<sup>12</sup> (..) o que pode ter constituído um obstáculo suplementar à transmissão do aperto monetário". O Gráfico 22 mostra o formato desta curva no mercado futuro de juros na BMF. Já a tabela 2 mostra o alongamento do horizonte temporal das operações no mercado futuro de DI de um dia ao comparar os

<sup>12</sup> O que equivale a 0,40%

vencimentos dos contratos em aberto em 23 de julho de 2004 com os registrados em 23 de julho de 2007.

**Gráfico 22**  
Curva de Juros, mercado futuro de juros



Fonte: BMF, elaboração própria

**Tabela 2**  
Mercado futuro de DI de 1 dia  
Contratos em aberto<sup>a</sup> na BMF, por vencimento

| Posição em 23/07/2004 |                     | Posição em 23/07/2007 |                     |
|-----------------------|---------------------|-----------------------|---------------------|
| vencimento            | Contratos em aberto | vencimento            | Contratos em aberto |
| AGO4                  | 150.397             | Agosto 07             | 165.472             |
| SET4                  | 295.811             | Setembro 07           | 99.501              |
| OUT4                  | 505.269             | Outubro 07            | 780.419             |
| NOV4                  | 115.142             | Novembro 07           | 136.779             |
| JAN5                  | 593.509             | Janeiro 08            | 1.818.581           |
| ABR5                  | 232.023             | Abril 08              | 436.839             |
| JUL5                  | 114.024             | Julho N08             | 558.417             |
| OUT5                  | 10.681              | Outubro 08            | 56.378              |
| JAN6                  | 93.948              | Janeiro 09            | 1.053.641           |
| ABR6                  | 9.725               | Abril 09              | 46.806              |
| JUL6                  | 13.710              | Julho 09              | 248.135             |
| OUT6                  | 8.458               | Outubro 09            | 36.630              |
| JAN7                  | 40.601              | Janeiro 10            | 942.239             |
| ABR7                  | 3.445               | Abril 10              | 17.249              |
| JUL7                  | 2.155               | Julho 10              | 75.993              |
| OUT7                  | 2.445               | Outubro 10            | 8.716               |
| JAN8                  | 5.710               | Janeiro 11            | 42.056              |
| ABR8                  | 200                 | Abril 11              | 3.490               |
| JUL8                  | 1.805               | Julho 11              | 13.729              |
| OUT8                  | 550                 | Outubro 11            | 4.575               |
| JAN9                  | 300                 | Janeiro 12            | 385.416             |
| JAN10                 | 200                 | Abril 12              | 717                 |
| ABR10                 | 1.840               | Julho 12              | 2.554               |
|                       |                     | Outubro 12            | 322                 |
|                       |                     | Janeiro 13            | 7.236               |
|                       |                     | Janeiro 14            | 54.302              |
|                       |                     | Janeiro 15            | 24.920              |
|                       |                     | Janeiro 16            | 8.011               |
|                       |                     | Janeiro 17            | 49.670              |
|                       |                     | Janeiro 18            | 453                 |
|                       |                     | Janeiro 22            | 1.145               |

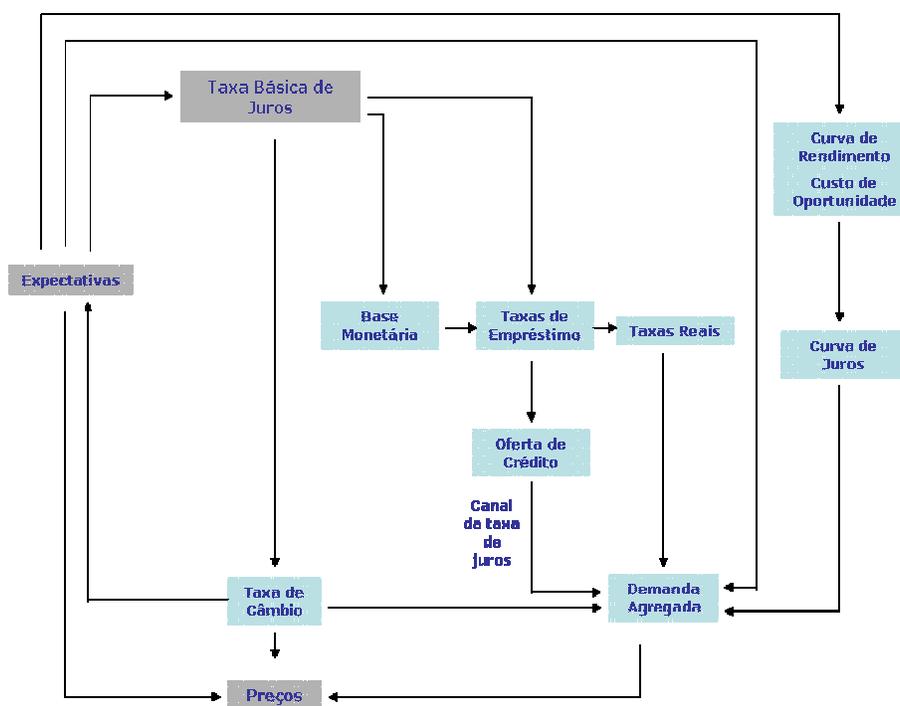
a- Os contratos em aberto são uma medida do estoque de operações iniciadas e ainda não liquidadas. Para cada contrato em aberto, existem um comprador e um vendedor.

Fonte: BMF, elaboração própria

### 1.1.5: Política monetária e demanda agregada no Brasil

O esquema de transmissão da política monetária apresentado por Kuttner e Mosser (2002) apresenta um conjunto de canais que todos, em maior ou menor grau, geram impactos na demanda agregada e, implicitamente, por seu intermédio, no nível de preços. No exame destes canais no Brasil (Gráfico 23), fica clara a importância do canal da taxa de câmbio. Aqui, este canal tem, dada a estrutura de preços específica à economia brasileira, impacto direto nos preços. Ademais, na abordagem que fizemos, procuramos acrescentar os canais de transmissão não incluídos por eles: os canais das expectativas, da curva de rendimento e o do custo de oportunidade. Esses canais destacam-se, no caso brasileiro, por serem melhores condutores da política monetária relativamente ao canal tradicional dos juros, cuja eficácia é colocada em xeque pelo elevadíssimo *spread* bancário praticado pelas instituições bancárias.

Gráfico 23  
Os canais de transmissão da política monetária no Brasil



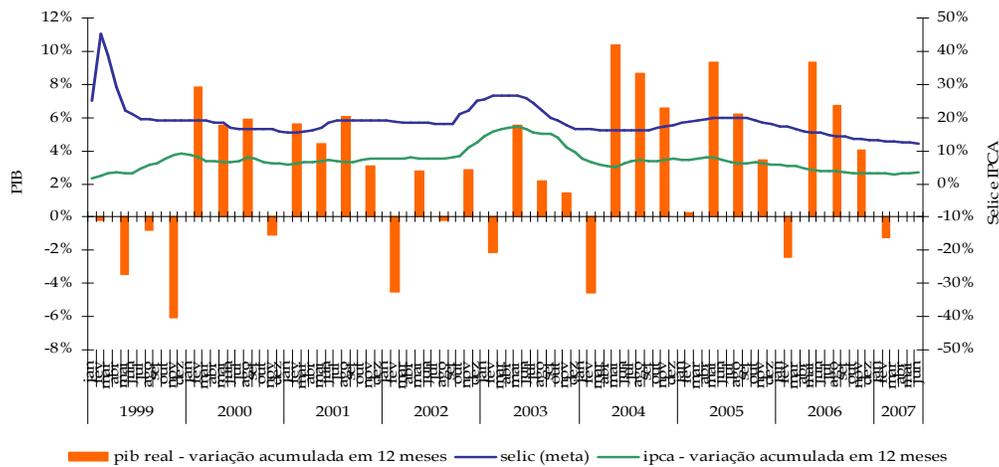
Nesse diagrama que representa os canais de transmissão da política monetária no Brasil verifica-se que alguns dos canais de transmissão, incluindo o mais importante dentre eles: o canal do câmbio, apresentam impacto direto nos preços, mas também na demanda agregada. Dessa forma, é necessário discutir os impactos da política monetária no Brasil sobre a demanda agregada e desta sobre os preços.

A importância desta discussão decorre do fato que, dentro do arsenal de indicadores empregados no regime de metas de inflação para a aplicação da regra de política monetária, figura o produto potencial. Através do cálculo deste produto, chega-se ao hiato de produto (diferença entre produto real e potencial). Esta é uma variável-chave tanto na previsão da taxa de inflação quanto no estudo do mecanismo de transmissão da política monetária. Se a economia cresce mais que o produto potencial, isso é considerado como sinal de que pressões inflacionárias se manifestarão, porque o aquecimento da demanda leva à maior procura por bens e serviços cujos preços aumentam porque a oferta não consegue acompanhar a demanda. Dado esse sinal de inflação de demanda na economia, a autoridade monetária eleva as taxas de juros com o objetivo de conter essas pressões.

Em consequência, importa aqui verificar o impacto da taxa básica de juros sobre a demanda agregada no Brasil. A análise desse impacto inclui necessariamente a questão da taxa de câmbio devido a seu impacto macroeconômico, tanto no período 199/2002 quando era uma variável determinante, quanto no período 2003/2007 quando passou a ser uma variável determinada. Isso ocorre porque, como mostrado anteriormente, além do canal de câmbio no Brasil incidir diretamente sobre os preços, na proporção do grau de *passthrough*, ele também afeta a demanda agregada, ao determinar o grau de absorção externa da produção brasileira. A taxa de câmbio arbitra necessariamente a relação entre absorção externa e a doméstica, tendo a inflação como variável de ajuste.

O Gráfico 24 aponta a evolução da variação acumulada em 12 meses do PIB e do IPCA e a evolução da taxa básica de juros. Mas, esta observação tem o defeito de não levar em conta a defasagem temporal necessária para que a política monetária surta efeito. É apenas no espaço do *mainstream* da teoria econômica que os ajustes macroeconômicos são instantâneos. As correntes teóricas que buscam apreender analiticamente o mundo real apontam, com justeza, para as defasagens existentes entre variáveis macroeconômicas. Quando uma delas se altera significativamente, leva tempo e processos cumulativos para que apareçam seus plenos efeitos. Assim, ela deve ser complementada pela introdução de diversas defasagens temporárias.

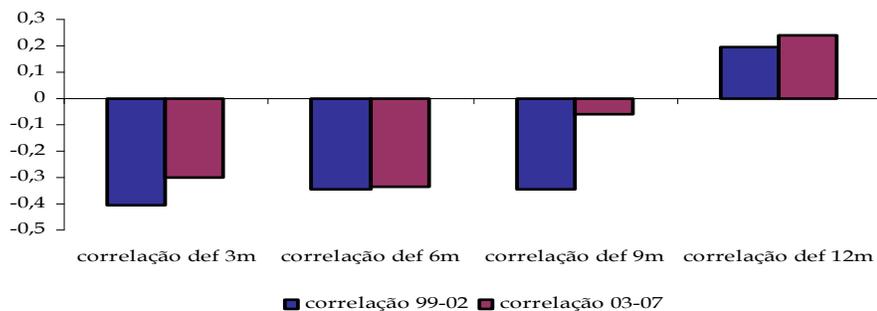
**Gráfico 24**  
**PIB real, variação acumulada em 12 meses, IPCA, variação acumulada em 12 meses e taxa Selic**



Fonte: IBGE e BCB, elaboração própria

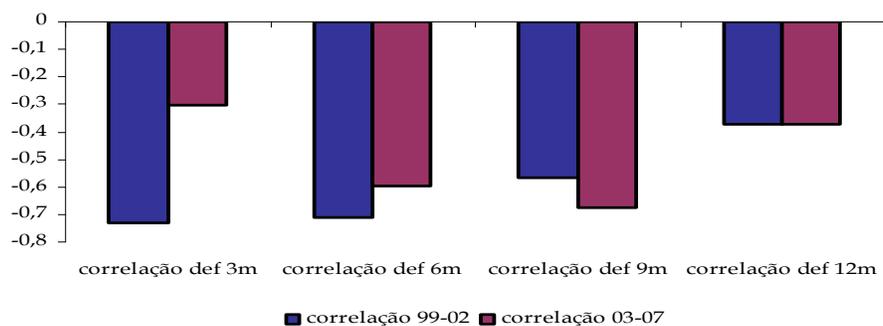
Um exame da correlação linear - com defasagens temporais de três, seis, nove e doze meses- mostra no caso da taxa Selic e do PIB (Gráfico 25), valores negativos que indicam a existência de uma relação entre valores maiores da taxa básica de juros e um crescimento econômico menos significativo. Existe entretanto diferenças entre as correlações no período 1999/2002 do que no período 2003/2007. O exame das correlações nos dois períodos da taxa Selic e dos componentes da demanda agregada - formação bruta de capital fixo (Gráfico 26) e consumo final (Gráfico 27) traz outros elementos que permitem avançar no esclarecimento destas diferenças.

**Gráfico 25**  
**Correlação Taxa Selic e variação PIB trimestral**

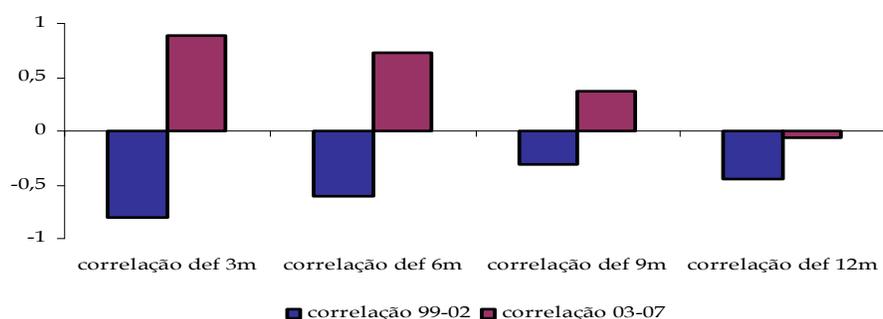


Fonte: IBGE e BCB, elaboração própria

**Gráfico 26**  
Correlação Taxa Selic e formação bruta de capital fixo



**Gráfico 27**  
Correlação Taxa Selic e consumo



Fonte: IPEA e BCB, elaboração própria

As diferenças que aparecem consistem tanto nos valores das correlações (intensidades) quanto nas defasagens temporais (tempo de transmissão). Verifica-se que a transmissão das elevações da taxa de juros à formação bruta de capital fixo foi mais rápida no período 1999/2002, com boa parte do impacto sendo registrado em três e seis meses, enquanto que no período 2003/2007, esse impacto levou de seis a nove meses. Mas é sobretudo no consumo que as divergências se manifestam de forma mais consistente. Enquanto o consumo se retraiu significativamente entre 1999 e 2002, em resposta ao aumento da taxa básica de juros e, como mostrado anteriormente, à elevação mais do proporcional das taxas de juros na ponta, o forte ciclo de crédito iniciado em 2004 permitiu significativo aumento do consumo, apesar dos períodos de elevação da taxa básica de juros.

## Parte 2 -

### O Regime de Metas no Brasil

A política monetária que segue o regime denominado de metas de inflação, combinada com o câmbio flutuante, tem constituído principal elemento da política macroeconômica do Brasil. No momento de sua adoção em 1999, conturbado por fortes

desvalorizações do real e por um cenário externo caracterizado por elevada aversão aos riscos, a autoridade monetária buscou readquirir credibilidade e definiu um formato para o regime de metas que restringe ao máximo a flexibilidade dessa política monetária. Ademais, o BCB tem posto em prática – de forma mais marcada na gestão de Henrique Meirelles – uma gestão extremamente restritiva. Esses dois fatores têm resultado em uma taxa básica de juros extremamente elevada em termos nominais e reais.

Na comparação internacional, a taxa de juros básica da economia brasileira tem se mantido, consistentemente, na *pole position*; de início em termos nominais e reais e, a partir de meados de 2006, apenas em termos reais. Só na reunião do Copom de julho de 2007, o Brasil cedeu a primeira posição para a Turquia, passando para o segundo lugar. Por quatro anos seguidos, de 1999 a 2002, este fenômeno decorria da vulnerabilidade externa da economia brasileira, num período marcado por exacerbada aversão aos riscos dos investidores internacionais que promoveu um acentuado *sudden stop* dos fluxos de capitais para economias emergentes em geral e, mais particularmente, para o Brasil (ver relatório 1 do sub-projeto II). Mas, este período foi seguido por outro, caracterizado por forte elevação dos preços das commodities e por elevada liquidez internacional para as economias emergentes. O novo contexto beneficiou particularmente a economia brasileira que reduziu sobremaneira sua vulnerabilidade externa. Mas, a taxa básica de juros – definida pela política monetária – permaneceu na dianteira do ranking das mais altas do mundo. Isto tem ocorrido a despeito do fato do país ter passado a apresentar fundamentos macroeconômicos muito mais sólidos e uma taxa de inflação bastante inferior à de seu concorrente neste duvidoso certame, a Turquia.

Por um lado, esta anomalia condiciona e amplifica os impactos macroeconômicos da combinação desta política monetária com o câmbio flutuante e a existência de mercados financeiros profundos líquidos e sem restrição de acesso aos investidores internacionais, no que concerne ao produto, ao investimento, ao emprego e à competitividade internacional do país. Por outro lado, ela transforma o Brasil num perfeito exemplo tanto da estreita interdependência da taxa de câmbio e da taxa de juros, em economias emergentes com abertura financeira e regime de câmbio flutuante, quanto de uma política monetária conduzida no pressuposto que seus impactos no produto e no emprego são nulos.

## 2.1. Gestão do regime de metas

Ao efetuar uma análise comparativa, o relatório anterior deste sub-projeto apontou a existência de uma pequena janela de autonomia da política monetária em economias emergentes que abriram suas contas financeiras e adotaram o regime de câmbio flutuante e a política monetária de metas de inflação. Essa janela de autonomia se localiza no formato e na gestão da política monetária, conforme pode ser comprovado pela grande variedade dos formatos adotados e das reações da autoridade monetária aos choques exógenos ou aos choques de oferta. Mas, esta possível autonomia tem sido amplamente menosprezada no regime de metas brasileiro que pratica um formato e uma gestão extremamente estritos.

Mais uma vez, é necessário analisar separadamente o período 1999/2002 e o período 2003/2007, não só porque as condicionantes dos dois períodos são muito diferentes, mas também porque cada um deles corresponde a uma diretoria distinta da autoridade monetária com formas de gestão próprias.

### 2.1.1 - Inflação, desvalorização e política monetária no ciclo de baixa liquidez

De janeiro de 1999 a outubro de 2002, a taxa de câmbio do real depreciou-se em 225%. Em decorrência da desvalorização cambial, mudaram os preços relativos – com forte elevação dos preços dos bens comercializáveis (que compõem a pauta de comércio exterior do país) que passaram a refletir as oscilações do câmbio – enquanto os preços dos bens não-comercializáveis perderam valor. Já os preços administrados apresentaram valorização superior aos demais.

A desvalorização cambial levou ao descumprimento das metas fixadas de inflação em 2001 e 2002. Em 1999 e 2000, as metas do novo regime de política monetária tinham sido atingidas e houve paulatina redução da taxa básica de juros, sobretudo, por causa do baixo nível da atividade econômica e, por conseguinte, da demanda. Conforme apontado no relatório I deste subprojeto, não se pode concluir desta observação que o coeficiente de *passthrough* tenha declinado estruturalmente. Goldfajn e Werlang (2000) argumentam que esse coeficiente medido em períodos de crise tende a ser menor do que o registrado em períodos normais. A razão é que crises cambiais são acompanhadas por recessões e que estas últimas têm o efeito de deprimir os preços domésticos, reduzindo a transmissão da desvalorização cambial aos preços e gerando a impressão errônea que ela apresenta um menor impacto.

A situação, contudo, foi bastante diferente em 2001, com o ataque especulativo e a forte depreciação do real. Suas repercussões macroeconômicas manifestaram-se por

pressões suplementares nos preços que levaram a taxa de inflação a superar o teto máximo da meta fixada pelo governo e incluída no acordo com o FMI. A alta do câmbio repercutiu em alta dos juros, como detalhado a seguir, e na conseqüente redução do crescimento econômico. Com os efeitos da crise cambial, o IPCA ficou em 7,7% no ano, muito acima da meta de 4% (com tolerância de 2%). O Banco Central estimou que a inflação teria sido de 4,8% se não tivesse ocorrido a crise.

Em 2002, a taxa de cambio do real depreciou-se de forma muito mais acentuada do que em 2001. Como resultado do ataque especulativo, a depreciação real média ao longo do ano foi de 44,6%, e teve forte impacto sobre os preços dos bens dos comercializáveis, que apresentaram acentuada elevação no segundo semestre de 2002. Já os preços dos bens monitorados subiram refletindo ainda os efeitos da desvalorização do ano anterior. O efeito combinado dos aumentos de preços dos bens comercializáveis e dos monitorados puxou a inflação apurada pelo IPCA para 12,5%, muito acima da meta de 3,5%. O Banco Central estimou que a inflação teria sido de 6,7% se não tivesse ocorrido a crise cambial e de 4,3% descontados outros choques de oferta, como o aumento dos preços internacionais das *commodities*.

A resposta da política monetária em 2001 e 2002 foi de tentar minimizar os potenciais efeitos inflacionários dos diferentes choques exógenos, limitando sua propagação para os outros preços da economia, mas foi diferenciada nesses dois anos. Entre fevereiro e julho de 2001, a autoridade monetária elevou a taxa Selic de 15,25% a.a. para 19,00% a.a.. Em 2002, a política monetária foi bem mais acomodatória. A autoridade monetária considerou, na prática, a magnitude da desvalorização imposta ao real pela alta aversão aos riscos dos investidores internacionais e a estonteante elevação do risco-país para 2400 pontos como um choque exógeno contra o qual a única arma de que dispunha, a taxa básica de juros, seria inócua, se não contraproducente, em virtude dos receios suscitados pela instabilidade financeira do período, anteriormente comentada. Outros motivos são também arrolados para explicar essa reação do BCB, como o baixo crescimento econômico do ano anterior e a proximidade de eleições presidenciais. A taxa Selic que tinha iniciado o ano em 19%, foi reduzida em fevereiro, março e julho até o patamar de 18%. Este perdurou até o mês de outubro quando, no auge do ataque especulativo contra o real, foi elevada para 21%. Seguiram-se mais duas altas da Selic que terminou o ano em 25% a.a.. Vale novamente ressaltar que, como vimos no Gráfico 6, a taxa doméstica de juros não

acompanhou o risco-país e, em boa parte do segundo semestre do ano, situou-se abaixo do nível considerado “neutro” de arbitragem .

Esta reação da autoridade monetária sob intenso choque exógeno constitui uma clara indicação que a gestão da política monetária na presidência de Armínio Fraga no BCB foi, em alguma medida, menos restritiva e ortodoxa do que a que passou a ser praticada na gestão de Henrique Meirelles após a posse do governo Lula. Embora a diferença possa parecer sutil, a percepção e o reconhecimento de choques exógenos foi muito mais clara em 2001 e em 2002. Ademais, houve o reconhecimento explícito que a política monetária tinha fortes efeitos no desempenho da economia. Assim, no trabalho de Fraga et al. (2003), já citado, são descritas diversas trajetórias para a inflação após ter sofrido choques exógenos tão intensos. Nele se aponta que “trajetórias com quedas mais acentuadas da inflação implicam em perdas excessivas do produto. Simulações indicam que uma meta de inflação que fosse de 6.5% em 2003, implicaria uma queda de 1.6% do PIB. Ademais, uma trajetória que alcançasse a meta de 4%, em 2003, implicaria numa queda ainda mais acentuada do PIB (-7.3%)”. A trajetória da inflação de 2002 levou, no final do ano, à adoção de uma meta de inflação ajustada<sup>13</sup> de 8,5% para 2003, quando o IPCA acumulado de 2002 tinha alcançado 12,5%.

### **2.1.2 - Choques de oferta e política monetária na fase de bonança internacional**

Passadas as eleições, a autoridade monetária se valeu de uma taxa de juros muito elevada para provocar uma queda da demanda dos bens não contaminados pelo câmbio de forma que a queda de seus preços compensasse a alta dos demais, reduzindo o impacto inflacionário do *passthrough*. Porém, como assinalado no relatório anterior, a opção por uma meta de inflação ajustada de 8,5% feita sob o novo governo<sup>14</sup> constituiu um erro de gestão interno ao regime de metas e levou à política monetária extremamente rígida que se seguiu, provocando uma acentuada contração da atividade econômica. Segundo Bevilaqua et alii<sup>15</sup> (2007), dado o histórico de alta inflação e indexação no Brasil, nesse episódio as autoridades monetárias preferiram

---

<sup>13</sup> Em decorrência do formato específico do regime de metas brasileiro, as metas de inflação para 2003 e 2004 tinham sido fixadas com 18 meses de antecedência em relação ao ano calendário em que deveriam ser cumpridas. Nenhuma delas incluía o impacto nos índices de preços dos ataques especulativos contra o real. Este impacto tornou necessária a adoção de uma meta ajustada, já que “manter a velha meta afetaria mais a credibilidade do BCB porque seria considerada inatingível” (Fraga et al. 2003)

<sup>14</sup> Bevilaqua e Loyo, (2005) apontam que os cálculos foram feitos de forma que fossem acomodados dois terços da inércia e com base em considerações sobre a queda do produto. Segundo os autores, como os choques exógenos subjacentes a esses processos inflacionários foram de custos, a gestão da demanda foi ineficaz para conter a inflação, provocando “*a great pain with no gain*”.

<sup>15</sup> Afonso Bevilaqua foi diretor de Política monetária do no primeiro mandato do governo Lula. Foi substituído no cargo, em março de 2007, por um dos co-autores do referido texto, Mario Mesquita.

"naturalmente, evitar um processo de desinflação muito gradual, mesmo se esse fosse desejável do ponto de vista de minimização da volatilidade do PIB (...) questões de credibilidade também argüiam por uma desinflação rápida em lugar de uma mais lenta". Eles afirmam igualmente que: "um forte sinal que o governo apoiava a estratégia de desinflação foi dado em junho (2003), quando estipulou a meta de 2004 em 5,5%(..) e a de 2005 em 4,5%, ambas com uma margem de tolerância de 2,5%".

Apesar do aperto na política monetária, a inflação constatada no período foi bastante superior às metas fixadas. Esta inflação foi claramente resultante da concomitância entre os fatores inerciais resultantes da transmissão para os preços administrados da forte desvalorização cambial registrada em 2002 e da acentuação do movimento de elevação dos preços internacionais das *commodities*. Com efeito, a partir de 2003, a evolução do comércio internacional foi extremamente favorável para as economias emergentes com fortes altas dos preços das *commodities* e de produtos semi-industrializados, possibilitando a geração de expressivos superávits comerciais.

Mas, do ponto de vista dos preços internos, este cenário favorável se traduziu, como anteriormente mencionado, por um choque exógeno de preços. Com a contribuição da apreciação cambial, a partir do fim do primeiro semestre de 2003, o ritmo de inflação começou a ceder. O IPCA passou a apresentar variações mensais bastante baixas (inclusive com deflação em junho). No entanto, o Banco Central aguardou que a queda atingisse o índice acumulado em doze meses antes de iniciar uma redução da taxa básica de juros. Em decorrência desta política monetária restritiva, o crescimento do PIB de 2003 ficou muito próximo a 0.

No ano de 2004, outros choques exógenos eclodiram e contribuíram para elevar a taxa de inflação: nova aceleração dos preços internacionais das *commodities* e produtos semi-industriais, volatilidade da taxa de câmbio; impacto nos preços do leite da falência da Parmalat; aumento dos preços do petróleo; fatores climáticos que aumentaram os preços dos produtos hortifrutigranjeiros; decisão judicial de voltar a aplicar o índice contratual (IGP-DI) no cálculo do reajuste do setor de telefonia. A esses choques somaram-se outros decorrentes da falta de coordenação das políticas macroeconômicas, como o impacto nos preços da mudança de base, elevação de alíquota e extensão aos produtos importados da Cofins que teve um forte aumento de arrecadação. Esse conjunto de choques exógenos se traduziu diretamente por um aumento do IPCA para 7,6% acumulados no ano, próximo ao teto da margem de tolerância de 8% da meta de inflação prevista.

Embora, em setembro de 2004, o Copom tenha ajustado o centro da meta de inflação a ser perseguida em 2005 de 4,5 para 5,1% para levar em conta uma inércia inflacionária maior que prevista, o processo de ajuste da taxa de juros básica iniciado na reunião deste mês continuou a ser justificado pelos riscos de uma inflação de demanda, sem levar em conta os diversos choques de oferta que continuaram se sucedendo. O aperto monetário, iniciado em setembro de 2004 decorreu, conforme as atas do Copom, da deterioração das expectativas de inflação<sup>16</sup>, do hiato decrescente de produto e do risco de transmissão da alta dos preços industriais no atacado sobre os preços no varejo. A ata daquela reunião apontava “o risco em elevação de que a inflação continue se afastando da trajetória das metas em um ambiente capaz de acomodar recomposições de margem de lucro, inclusive as requeridas por reajustes salariais que tendam a elevar o rendimento real médio entre dissídios.” A visão de uma “tendência inequívoca de fechamento do hiato do produto” levou o Copom, em outubro de 2004, a afirmar que “embora algum arrefecimento espontâneo (do ritmo de expansão da economia) possa estar a caminho, os dados disponíveis não sugerem que seja intenso o bastante para preservar a compatibilidade entre a trajetória de metas de inflação e a velocidade de preenchimento da capacidade ociosa da economia” e que “compatibilizando o ritmo de preenchimento do hiato do produto com a trajetória de metas para a inflação, esse ajuste evitará os danos graves ao ciclo de crescimento que ocorreriam caso medidas mais drásticas viessem a ser necessárias para desinflacionar a economia.”

Foi só na ata de abril de 2005 que o Copom, embora continuasse a elevar a taxa básica de juros citando outros motivos como “a persistência de focos localizados de pressão na inflação corrente e a deterioração no cenário externo, com os preços do petróleo em níveis elevados e a possibilidade de permanência de condições voláteis nos mercados internacionais de capitais” deixou de lado a explicação baseada no diagnóstico de inflação de demanda ao reconhecer que “a atividade econômica continua em expansão, mas a um ritmo menor e mais condizente com as condições de oferta, de modo a não resultar em pressões significativas sobre a inflação.” Os

---

<sup>16</sup> As expectativas dos agentes dos mercados financeiros sobre a inflação mostravam forte rigidez para baixo no primeiro semestre de 2004. A interpretação mais conservadora era que essa rigidez expressava uma falta de confiança na capacidade da autoridade monetária em resistir às pressões políticas. Mas, essa não é a única interpretação possível. É importante lembrar que, no cenário internacional, aquele semestre foi marcado pelo anúncio da disposição do Federal Reserve americano em voltar a elevar a taxa de juros com claros reflexos na taxa de câmbio do real que se desvalorizou no período. Uma desvalorização cambial no Brasil é sempre percebida como um poderoso fator inflacionário.

indicadores de baixo crescimento do PIB de 2005 foram recebidos com público descrédito pelos integrantes da diretoria do BCB porque mostraram até que ponto tal projeção do Copom era irrealista e baseada em sua recusa de reconhecer o impacto da política monetária no produto. Mas, no Relatório de Inflação de março de 2006, o Banco Central voltou a descrever o processo de elevação da taxa de juros de 16% em agosto de 2004 para 19,75% em maio de 2005, como o “bem sucedido esforço de desinflação levado a cabo em 2005, que possibilitará uma convergência mais suave para a trajetória de metas” (p.99). Se a escolha do vocabulário tem algum significado, um processo de desinflação só se impõe quando a economia se encontra superaquecida e incapaz de atender à demanda através do aumento de produção, sem elevar os preços.

Após ter evitado, ao longo do ano de 2004, referir-se explicitamente aos choques exógenos como fatores determinantes de elevação dos preços, o Banco Central terminou por reconhecer sua importância no trimestral Relatório de Inflação, divulgado em março de 2005.<sup>17</sup> Nele se lê, notadamente, que: “A influência dos choques do petróleo e dos preços das *commodities* metálicas em 2004 pode ser evidenciada pela exclusão desses grupos da variação dos preços livres no IPCA. Excluídos os dois grupos do cômputo da inflação dos preços livres, esta teria sido de 5,9% no ano, variação significativamente menor que a efetivamente registrada de 6,6%”. Se fosse levar o raciocínio para o terreno da discussão do formato do regime de metas de inflação adotado no Brasil, a autoridade monetária estaria reconhecendo os fundamentos das sugestões de que a política monetária deveria empregar um núcleo de inflação que isolasse os choques exógenos como índice relevante para a determinação da política monetária e para a aferição do cumprimento das metas.

Um diagnóstico semelhante se impõe no que concerne à inflação de 2005. Choques exógenos levaram o IPCA a atingir, nos primeiros quatro meses do ano, uma alta de 2,68%, pouco mais da metade da meta de 5,1% perseguida pelo BCB para todo o ano de 2005. Eles foram decorrentes da elevação dos preços internacionais dos grãos, dos metais e do petróleo e de fatores climáticos como a forte estiagem na região sul do país. Outros ainda atingiram os preços monitorados como os aumentos das tarifas dos ônibus urbanos após as eleições municipais ou as tarifas de energia elétrica que tiveram aumentos acima do esperado autorizados pela Agência Nacional de Energia Elétrica (Aneel).

---

<sup>17</sup> Disponível em: <http://www.gov.br>.

Ao mesmo tempo, o caráter determinante da taxa de juros e a ampliação de seu diferencial em relação à "taxa neutra de arbitragem" produziram os efeitos esperados na taxa de câmbio e na taxa de inflação. Mas, provocaram também forte aumento dos gastos com os pagamentos de juros da dívida interna e criaram dificuldades na gestão das contas públicas que, apesar do aumento dos superávits primários, resultaram em sucessivos déficits nominais<sup>18</sup>. No período de farta liquidez internacional, de 2003 até o presente momento, a apreciação do câmbio tem atenuado os impactos nos preços internos dos choques decorrentes da alta internacional dos preços dos produtos que compõem nossa pauta de comércio internacional. Este não é um efeito colateral fortuito da política monetária, mas o resultado lógico, previsível e amplamente previsto da manutenção de um tão amplo diferencial de juros acompanhado de queda substancial do risco país.

Sem contar seus impactos na competitividade externa, na produção e no investimento, ele contém diversos perigos. O primeiro é a tentação sempre presente de abusar desse canal de transmissão da política monetária, qualquer que seja a ameaça inflacionária identificada. O segundo está ligado a uma reversão do cenário internacional de elevada liquidez e baixa aversão pelos riscos dos investidores internacionais. Por mais que tenham melhorado os indicadores externos do país, é certo que o elevadíssimo volume de investimentos externos em portfólio abriu novo flanco de vulnerabilidade externa que, numa mudança de cenário, pode provocar abrupta desvalorização que terá um "efeito rebote" acentuado na taxa de inflação.

As sucessivas reduções da taxa básica de juros que se iniciaram em setembro de 2005 reduziram a taxa de juros nominal de 19,75% ao ano para 11,5% ao ano, em sua reunião de julho de 2007. Entretanto, a taxa real de juros caiu muito menos, conforme se pode constatar no Gráfico 21. A "parcimônia" dessas reduções é tributada pelo Copom em repetidas atas de suas reuniões "aos estímulos já existentes para a expansão da demanda agregada, às incertezas que cercam os mecanismos de transmissão da política monetária, à aproximação progressiva entre a taxa básica de juros corrente e as taxas de juros que deverão vigorar em equilíbrio no médio prazo" (ata de julho de 2007).

Ao longo de todo o período, a autoridade monetária demonstrou grande dificuldade em admitir a ocorrência de choques exógenos que foram raramente

---

<sup>18</sup> Ver relatório I do sub-projeto 5

mencionados nas atas do Copom. A resistência em admitir a ocorrência de choques exógenos indica que a atual diretoria do Banco Central não aceita aplicar o preceito de atuação diante de choques de oferta, elaborado na gestão anterior: “um banco central deve acomodar o impacto direto nos preços do choque exógeno, ao mesmo tempo em que calibra a política monetária para evitar outras rodadas de aumentos de preços” (Fraga et al., 2003, p. 30). Admitir a existência de choques de oferta implicaria, ao menos, admitir a possibilidade de uma inflação que se distanciasse do centro da meta e se aproximasse da faixa superior de sua banda.

### Parte 3

#### Críticas e sugestões

São inúmeras as críticas e sugestões para o aprimoramento da utilização do regime de metas no Brasil. A principal sugestão de economistas do *mainstream* diz respeito à independência do Banco Central a ser consagrada em lei. No entanto, o grau de autonomia alcançado pela autoridade monetária brasileira e as dificuldades políticas que tal sugestão enfrenta a tem tornado menos insistente. Para simplificar a apresentação das demais críticas e sugestões, optamos por separá-las em três grandes blocos. O primeiro bloco se refere ao formato adotado para este regime no Brasil e às diversas sugestões para modificá-lo. O segundo bloco examina o instrumental analítico utilizado pela autoridade monetária para fundamentar suas decisões de mudanças na taxa básica de juros. Já o terceiro bloco retoma a questão da gestão do regime de metas no Brasil.

#### 3.1 O formato do regime

O formato do regime de metas de inflação no Brasil tem sido objeto de diversas críticas, que serão apresentadas ponto a ponto. Conforme descrito no relatório de pesquisa anterior, o formato brasileiro do regime de metas de inflação pode ser descrito da seguinte maneira:

\_ a meta a ser cumprida pela autoridade monetária se refere exclusivamente à taxa de inflação. Giambiagi, Mathias e Velho (2006) propõem a explicitação dos objetivos de estimular o aumento do Produto Interno Bruto (PIB) e do emprego e de diminuir a volatilidade do produto. Baseiam-se para isto "nos termos da seção 2 do Federal Reserve Act, que reza que "the Board of Governors of the Federal Reserve System and the Federal Open Market Committee shall maintain long run growth of the monetary and credit aggregates commensurate with the economy's long run potential to increase production, so as to promote effectively the goals of

maximum employment, stable prices, and moderate long-term interest rates". Em outras palavras, "pleno emprego" e "estabilidade de preços" entram no estatuto com o mesmo *status*. Nesse modelo, a meta, na definição do próprio Greenspan (2005) é ter o "máximo crescimento econômico sustentável com a perseguição da estabilidade de preços como uma condição necessária para atingir essa meta" (p.14).

- a meta de inflação e a amplitude da banda de tolerância são decididas pelo CMN para serem cumpridas dali a 30 meses. As metas de inflação decididas com muita antecedência têm se revelado muito apertadas, porque respondem apenas à "vontade política" de promover uma queda da inflação sem levar em conta eventuais choques de preços. Segundo Giambiaggi et alii (2006) "partindo do suposto de que enfrentar choques no ano em que ocorrem pode gerar uma volatilidade desnecessária do produto, uma alternativa recomendável é que a meta de inflação considerada para as decisões de política monetária seja sempre a do ano ( $t+1$ )" (p.18). No que concerne a meta em si, Giambiaggi et alii (2006) sublinham que "Os países que atingiram taxas de inflação estáveis, no sentido de que, tendo adotado o regime de metas, têm atualmente uma banda "horizontal" - que não muda anualmente - chegaram a essa situação, muitas vezes, especialmente no caso de países emergentes, depois de diversos anos de um longo processo de "desinflação", ou seja, de redução da taxa de inflação. Nesse processo, inclusive, podem existir alguns recuos, conforme ensina a experiência desses países"(p.17). Adiante, eles concluem que "Não há por que se ter uma meta de convergência com a inflação internacional muito rápida, considerando que se trata de um processo gradual e que o relevante é haver condições de, ao longo da próxima década, o Brasil se igualar às melhores práticas da política antiinflacionária no universo das nações, não sendo tão importante que isso ocorra daqui a dois ou três anos ou só no começo da próxima década, por exemplo. O fundamental é que o regime se consolide gradualmente e que a meta de inflação convirja suavemente rumo à inflação internacional" (p.18).

- amplitude da banda de tolerância destinada na acomodar choques exógenos. A banda admitida tende a ser muito estreita para as condições particulares da economia brasileira. Werlang (2001) afirmava que "com a quantidade de choques que a economia brasileira tem, mudar o intervalo é uma temeridade".

- o horizonte temporal para que as metas sejam atingidas corresponde a um ano do calendário gregoriano. O horizonte de um ano é muito curto para levar os preços a convergir para a meta, provocando taxas de juros desnecessariamente altas. Werlang

(2206) aparece como seu mais acirrado crítico "É preciso, principalmente, se livrar do ano calendário. Ficar escravo do ano calendário é ruim. É sempre só um número para dizer se você cumpriu a meta. É bom fazer um sistema como o inglês. Na verdade todos os sistemas de metas de inflação funcionam assim: olha se a inflação acumulada em 12 meses está dentro da meta ou não. A meta é de longo prazo. Daqui por diante, por exemplo, a inflação brasileira tem que ser de 4,5%. Todo mês verifica-se se o valor acumulado em 12 meses está acima ou abaixo da meta, considerando o intervalo de mais ou menos dois pontos". Gambiagi et alii propõem que "as autoridades monetárias ampliem o horizonte de referência de sua atuação para um período de 24 meses".

- o índice representativo escolhido para a aferição da inflação é o Índice de Preços ao Consumidor Ampliado (IPCA) apurado pelo IBGE. As medidas de núcleo de inflação que permitem reduzir a repercussão dos choques exógenos nas decisões de política monetária deveriam ser utilizadas, ao invés de escolher um índice "cheio" para a apuração da inflação. Werlang (2001) acredita que "as metas para a inflação deveriam ser anunciadas excluindo-se os preços administrados, ou utilizando-se um índice núcleo".

- a instituição governamental encarregada de fixar a meta de inflação a ser perseguida pela autoridade monetária é o Conselho Monetário Nacional, composto pelos ministros da Fazenda e do Planejamento além do presidente do Banco Central. Para Giambiagi et alii (2006) uma definição institucional mais clara e transparente seria necessária. Nessa definição, a decisão da meta de inflação deveria advir do poder político. Mais especificamente, eles sugerem que "o BCB balize as metas de inflação de longo prazo em função de parâmetros aprovados previamente pela Comissão de Assuntos Econômicos (CAE) do Senado". Esta comissão poderia "delegar ao CMN a definição de parâmetros operacionais mais estreitos para a atuação no dia-a-dia das autoridades monetárias". Adiante, sugerem que deveria se proceder à "ampliação do CMN, com exclusão do presidente do Bacen, para evitar situações de conflito de interesses entre as decisões deste e a obediência por parte do Bacen a uma decisão de um colegiado do qual até agora faz parte. O novo CMN seria composto pelos ministros da Fazenda, de Planejamento, da Casa Civil, da Indústria e Comércio e do Trabalho, com a idéia de que esse conjunto representaria a vontade do governo como um todo e não apenas da equipe econômica" (p.28). Esta definição da hierarquia institucional na definição da meta de inflação é de extrema importância já que delimita a área de atuação e de

"autonomia" do BCB. Ainda na questão da institucionalidade, eles propõem que "o Comitê de Política Monetária (Copom) inclua membros externos com direito a voto e voz, embora sem voto, a um representante do Ministério da Fazenda."

### **3.2 : O instrumental analítico do Copom**

Dentro do instrumental analítico utilizado pelo Comitê de Política Monetária para fundamentar suas decisões, o conceito de "hiato de produto" tende a ser o mais relevante. O Produto Interno Bruto, PIB, é usualmente e tecnicamente a medida mais utilizada para avaliar a prosperidade econômica de um país. De acordo com Almeida & Felix (2006) o referido indicador é composto por dois componentes: um de natureza estrutural, denominado "produto potencial" e o outro de fonte conjuntural, o "hiato do produto". O hiato do produto refere-se à diferença entre a demanda agregada e o produto potencial da economia. Complementarmente, o produto potencial é definido por Souza Junior (2006), da Diretoria de Estudos Macroeconômicos do IPEA - Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada, como: "a capacidade de oferta da economia com pleno emprego dos fatores de produção (capital e trabalho), sendo que o nível de pleno emprego será o máximo possível sem gerar pressões inflacionárias". Essa afirmação implica que no longo prazo o PIB efetivo terá comportamento semelhante ao estimado para o produto potencial. Pela aplicação da chamada regra de Taylor, o BC fixará a taxa de juros em níveis maiores ou menores conforme o hiato do produto e o afastamento da inflação relativamente à sua meta. Finalmente, a autoridade monetária emprega em seu instrumental analítico a famosa curva de Phillips. Ela mostra que se a economia estiver "super-aquecida" (isto é se o hiato do produto for positivo, ou ainda se a demanda agregada for maior do que a oferta potencial da economia), então a inflação aumentará.

Mas, mesmo na ótica dos que defendem este instrumental analítico, o produto potencial não é uma variável observada, mas sim calculada com elementos estatísticos e econômicos, levando em consideração a situação atual e as previsões para a produtividade da economia e para os investimentos. O produto potencial não deve ser avaliado como um valor observado, mas como uma grandeza com alguma probabilidade de representar o nível real da variável. Este produto pode variar significativamente em função de diversos fatores. Assim, por exemplo, mudanças acentuadas na produtividade elevam proporcionalmente tal produto. O Banco Central do Brasil não tem levado em conta o impacto do crescimento da produtividade com a incorporação de novas tecnologias em suas avaliações do produto potencial da

economia brasileira. Da mesma forma, as importações, desde que não haja restrição de oferta de divisas, podem igualmente reduzir o peso a ser dado ao produto potencial.

O maior crítico dos conceitos de "produto potencial" e de "hiato de produto", o ex-ministro Delfim Netto, em depoimento à revista "O Economista" do Corecon<sup>19</sup> ironiza "Quem quiser se divertir um pouco, basta pegar um Relatório do Banco Central, onde há construídas umas funções fajutas para se ver. Na verdade, aquilo é um exercício sem nenhuma relevância que impõe à sociedade brasileira que ela não pode crescer mais do que 3,5% porque o bando de gênios construiu um produto potencial que é igual a 3,5%. É uma coisa risível. Essa gente, eu sempre brinco, são "tarometristas", eles usam o tarô e a Econometria. Isso tem uma grande importância porque o Banco Central fica perseguindo não o produto potencial que o Brasil poderia ter, mas o nível de produto que eles supõem que os "tarometristas" descobriram".

Um estudo do Instituto de Estudos para o Desenvolvimento Industrial (IEDI, 2006) aponta que a metodologia de cálculo do produto potencial tende a extrapolar o passado recente para o futuro, de modo que as projeções alcançadas são muito conservadoras e auto-realizáveis sobre a capacidade da economia, pois o crescimento de hoje é estabelecido como determinante do investimento e da produtividade de amanhã. Afirma que : "No caso específico do Brasil isto significa projeções muito conservadoras e possivelmente auto-realizáveis sobre a capacidade de crescimento da economia. Se o passado foi de lento crescimento, projeta-se um crescimento lento para o produto potencial e, na medida em que a política monetária se guie por tal estimativa, ela pode acabar produzindo o baixo crescimento projetado inicialmente. Em outras palavras, o Banco Central pode acabar "produzindo" o hiato do produto que justifica sua política monetária" e perpetuando o cenário de pequenas taxas de investimento no país(..) Por fim, é importante sublinhar que o crescimento de hoje determina o investimento e a produtividade de amanhã, fazendo com que as taxas de crescimento efetivo e potencial sejam interdependentes".

No que concerne a política monetária, este estudo conclui que "durante o início de uma expansão econômica, é natural que se verifiquem algumas pressões localizadas de inflação, devido ao aumento da utilização da capacidade produtiva da economia. Mas, são justamente tais sinais de aquecimento econômico que levam ao aumento do

---

<sup>19</sup> De 1930 a 2030, Um Século de Economia na Visão do Economista Delfim Netto, revista " O Economista", no. 190, maio 2005, disponível em <http://www.coreconsp.org.br/jornal/jornal190.pdf>

investimento e, conseqüentemente, à sustentação do crescimento com estabilidade de preços no médio prazo. Para entrar em um círculo virtuoso de expansão é necessário, portanto, deixar que a economia cresça por algum tempo. Isto não significa relaxar o controle da inflação, mas trabalhar com um horizonte temporal mais amplo do que o ano calendário. Além disso, as autoridades monetárias devem olhar para inflação não somente como um fenômeno derivado do comportamento da demanda. Interromper prematuramente uma expansão por medo da inflação pode acabar prejudicando a própria política de controle inflacionário, pois se a política monetária não permite um aumento do investimento e da produtividade, o produto potencial não cresce e qualquer pequena expansão da economia sempre parecerá representar uma ameaça inflacionária. Em decorrência, se reproduz o “stop and go”, tão característico da trajetória da economia nos últimos anos, que vem impedindo o crescimento sustentado brasileiro”.

Não resta dúvida do peso determinante na política monetária da utilização não só desses conceitos, mas dos modelos que os estimam. O impacto macroeconômico da combinação regime de metas de inflação e câmbio flutuante está intrinsecamente ligado a ela. A decepcionante experiência de 2004 em que a política monetária apertadíssima provocou marcada redução do crescimento econômico foi fruto deste instrumental analítico. Assim, a ata do Copom de setembro de 2004 afirmava “O ritmo acelerado de preenchimento do hiato do produto representa um risco importante à convergência da inflação para a trajetória de metas”.

Em 2007, no momento em que se calcula que o país esteja novamente crescendo entre 4% e 5% ao ano, já há quem aponte neste crescimento um excesso condenável e sugira um prematuro fim à queda da taxa básica de juros. A hipótese da inflação de demanda foi introduzida na ata do Copom de janeiro de 2007 para justificar a hiperortodoxia monetária e a redução dos cortes da taxa básica de juros para 0,25%. Essa redução levou a nova rodada de apreciação cambial que pressionou o Copom a retomar os cortes de 0,50% na taxa Selic. Mas as votações em 2007 não tem sido unânimes, com duas correntes claramente delineadas. Uma defende que a valorização da taxa de câmbio permite que a economia possa crescer mais sem pressões inflacionárias. O Relatório de Inflação de junho de 2007 mostra que, na opinião desses diretores do BC, “a contribuição do setor externo para a consolidação de um cenário benigno de inflação poderá ser maior do que a inicialmente contemplada, especialmente pela disciplina exercida sobre os preços de bens transacionáveis e por

meio da ampliação dos investimentos, em ambiente de demanda aquecida". Já a corrente que defende maior conservadorismo alerta que o poder disciplinador das importações não é capaz de conter, por exemplo, pressões inflacionárias no segmento de produtos não-comercializáveis, e que os novos investimentos levam tempo para maturar.

### **3.3: A gestão do regime**

As críticas à atual gestão da política monetária não se restringem aos economistas heterodoxos ou aos setores produtivos da economia. Elas provêm igualmente de membros de diretorias anteriores do Banco Central. Assim, Sérgio Werlang declarava em 2006: "Houve uma política monetária mais forte do que a que eu faria. Uma das formas de mostrar isso é ver o crescimento baixo da economia no ano passado. Outra, é olhar que as expectativas de inflação estão abaixo da meta. Com menos reuniões do Copom neste ano, uma queda de 0,75 ponto percentual não significou uma aceleração no ritmo de queda dos juros. Com 0,5 ponto de queda, o BCB não está sendo mais conservador do que era em 2005? O BCB quer chegar no juro neutro lentamente. Então, cair 0,5 e não 0,75 ponto percentual é compatível com o cenário internacional. Eu teria feito diferente: subido menos no ano passado e começado a cair os juros mais cedo e um pouco mais rápido. Hoje, estaria num nível abaixo do que está agora e há mais tempo" (D'Amorim,2006).

Para se constatar o alcance dessas críticas, basta lembrar que o Brasil é o único país dentre o universo dos emergentes onde o processo de redução nas taxas de juros ainda não se completou. Desde final de 2001, em consequência de um cenário de liquidez internacional amplamente favorável, as taxas de juros simplesmente despencaram por todo mundo emergente: primeiro na Ásia, depois na Europa Oriental, em seguida na América Latina e, por último, a partir de 2003, também no Brasil. Em um primeiro momento, caíram as taxas de juros em dólares da dívida externa soberana – os chamados “yields”. Os números impressionam. Entre 1996 e 2001, um país emergente pagava, em média, taxas de 14% para convencer investidores a comprar títulos de sua dívida externa soberana – em dólares e no mercado internacional. Em 2007, cinco anos após o início do rally, estas mesmas taxas caíram para níveis inferiores a 6.5%. Em um segundo momento, com os “yields” em queda, cederam também as taxas de juros domésticas – denominadas nas moedas locais: primeiro na Ásia, depois na Europa Oriental e então na América Latina. Para o Brasil, um beneficiário tardio desta euforia em relação aos emergentes, esta segunda parte do

processo ainda não se completou; e as taxas de juros domésticas até agora não cederam na proporção justificada pela queda dos “yields”.

Assim, as distorções criadas pela política monetária da atual gestão do Banco Central tornaram-se mais evidentes ao coincidir com a acentuada queda do risco-país resultante da melhoria das contas externas e do ambiente internacional favorável. Esta combinação produziu a forte apreciação da taxa de câmbio do real. Mas, é difícil imaginar que tais distorções tenham sido inadvertidas. Pelo contrário, ficou muito claro que o Banco Central buscou ativamente a valorização da taxa de câmbio como instrumento antiinflacionário. Mas, a utilização da valorização cambial para combater a inflação tem altos custos, além de seu potencial impacto na balança comercial e nas decisões de investimentos.

#### BIBLIOGRAFIA

- Almeida, V. & Félix, R. : "Cálculo do produto potencial e do hiato de produto para a economia portuguesa" . Boletim Econômico. Banco de Portugal - Outono de 2006.
- Ando, A., e Modigliani F: "The Life Cycle Hypothesis of Saving: Aggregate Implications and Tests." *American Economic Review* 53, no. 1: 1963.55-84.
- Blanchard, O: "Fiscal Dominance and inflation targeting: Lessons from Brazil", NBER Working Paper no. 10389, 2004
- Banco Central Europeu: *The Monetary Policy of ECB*, 2004, Bruxelas
- Bernanke, B. e Blinder, A. : "The Federal Funds Rate and the Channels of Monetary Transmission", *The American Economic Review*, Vol. 82, No. 4 (Sep., 1992).
- Bernanke, Ben S., and Mark Gertler. . "Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission." *Journal of Economic Perspectives* 9, no. 4 (outono), 1995: 27-48.
- Bernanke e Gertler , *Bernanke, Ben S., and Mark Gertler*. 1989. "Agency Costs, Net Worth, and Business Fluctuations." *American Economic Review* 79, no. 1 (March) 1989: 14-31.
- Bevilaqua, A., Mesquita, M. e Minella, A.: Brazil: taming inflation expectations, WPS 129, Banco Central do Brasil, janeiro de 2007, Disponível em: <http://www.bcb.gov.br>
- Bevilaqua, Afonso S.; Loyo, Eduardo. Brazil's stress test of inflation targeting. In: GLOBALISATION and monetary policy in emerging markets. Bank for

- International Settlements – BIS. Monetary and Economic Department, May 2005. (BIS Papers, n. 23). Disponível em <<http://www.bis.org>>
- BILLI, M. (2005). Metas funcionam pior no país, diz estudo. Folha de Sao Paulo, 09/10/2005.
- Board of Governors of the Federal Reserve System, “Preventing Deflation from Japan’s Experience in the 1990`s”, *International Finance Discussion Papers*, no. 179, junho de 2002.
- Carvalho, F. J. C. ; Souza, F. E. P. ; Sicsú, J. ; Paula, L. F. R. ; Studart, R. *Economia Monetária e Financeira. Teoria e Política.* . ed. Campus,Rio de Janeiro: 2007. 2ª edição
- Cespedes,B.V. e Rocha Lima,E.C. "O Desempenho do Mercado (Focus) e do Bacen na Previsão da Inflação: Comparações com Modelos Lineares Univariados" Boletim de Conjuntura no. 60 do IPEA, março de 2003
- Cintra, M.A.M: "A Reestruturação Patrimonial do Sistema Bancário Brasileiro e os ciclos de crédito entre 1995 e 2005" em Carneiro, R. org. *Supremacia dos Mercados e a Política Econômica do Governo Lula*, ed Unesp, 2006
- D'AMORIM, S.: Regime de metas de inflação deve ter ajuste, diz ex-diretor do BC, Folha On Line, Dinheiro, 05/06/2006 - 10h04, disponível em <http://www1.folha.uol.com.br/folha/dinheiro/ult91u108283.shtml>
- Depecon, Fiesp: The Brazilian economy: Recent performance and impact on the manufacturing industry , 6 de maio de 2007, disponível em <http://www.fiesp.com.br/economia/pdf/presentation%20fmi%2016mai2007.pdf>
- DEQUECH, D. *Expectations and Confidence Under Uncertainty.* Journal of Post Keynesian Economics, Vol. 21, No3, Spring 1999a.
- \_\_\_\_\_. *Uncertainty, Conventions and Short-term Expectations.* Brazilian Journal of Political Economy, Vol. 19, No. 3 (75), July-September 1999b.
- Fagá, Francisca S. Limite político à expansão mobiliza o setor produtivo. Publicado no DCI 24/03/2006 e disponível em: <http://www.iedi.org.br/cgi/cgilua.exe/sys/start.htm?sid=78&UserActiveTemplate=iedi> (acesso dia 15/06/2007).
- Favero, C.A. e Giavazzi, F: Inflation Targeting and Debt: Lessons from Brazil, NBER Working Paper No. 10390, em <http://www.nber.com>, março 2004

- FILHO, T. N. T. S. (2001). Estimando o produto potencial brasileiro: uma abordagem de função de produção. Trabalhos para discussão n<sup>o</sup> 17. Banco Central do Brasil. Abril/2001.
- Fraga, Arminio, Goldfajn, Ilan, Minella, André. *Inflation targeting in emerging market economies*. Jun. 2003. Disponível na Internet: <http://www.bcb.gov.br/>
- Giambiagi, F.; Mathias, A. e Velho, E. "O Aperfeiçoamento do Regime de Metas de Inflação no Brasil, Ipea, Rio de Janeiro, maio de 2006
- Goldfajn, I. e Werlang, S., "The Pass-Through from Depreciation to Inflation: A Panel Study," Departamento de Economia, PUC-Rio, Texto Para Discussão No. 424. 2000
- IEDI. Produto Potencial e Crescimento. Março de 2006, disponível em [http://www.iedi.org.br/admin\\_ori/pdf/20060329\\_prod\\_pot.pdf](http://www.iedi.org.br/admin_ori/pdf/20060329_prod_pot.pdf)
- Klein, L. 1952: *La Revolucion Keynesiana*. Madrid: Editorial Revista de Derecho Privado.
- Kuttner, K. e Mosser, P. "The Monetary Transmission Mechanism: Some Answers and Further Questions", Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review, 2002 -
- Lucas, R.E., Jr. "Expectations and the Neutrality of Money", *Journal of Economic Theory*, 1972, 4, 103-124.
- "Econometric Testing of the Natural Rate Hypothesis", 1972, in Eckstein, editor, *The Econometrics of Price Determination*
- McCallum, B.S. "Theoretical Analysis Regarding a Zero Lower Bound on Nominal Interest Rates." *Journal of Money, Credit, and Banking* 32, no. 4: 2000, 870-904.
- Maciel, C. : Políticas de regulação de setores infra-estruturais no governo Lula (2003-2005), em Carneiro, R. org. *Supremacia dos Mercados e a Política Econômica do Governo Lula*, ed Unesp, 2006
- Muth, J.F. "Rational Expectations and the Theory of Price Movements", *Econometrica*, 1961, 29, 315-335.
- Netto, Delfim: Requiescat in pace. "Reflexão sobre juros" Disponível em: <http://www.raulhenry.com.br/blog.kmf?cod=6164193> (acesso dia: 17/06/2007).
- "A profecia auto-realizável", Valor Econômico. Artigo publicado em 20/02/2001.
- O Economista: De '30 a 2030, Um Século de Economia na Visão do Economista Delfim Netto, no. 190, maio 2005, disponível em

<http://www.coreconsp.org.br/jornal/jornal190.pdf>

- PASTORE, A. C. (2007). PIB potencial: novas estimativas e perspectivas. Informe especial. A&C Pastore e Associados. 25/04/2007
- Sargent, T.J. *Bounded Rationality in Macroeconomics*. Oxford, UK: Clarendon Press, 1993.
- Sargent, T e Wallace, N: "Some unpleasant monetarist arithmetic", *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, outono, pp 1-17. (1981)
- Souza Junior, José Ronaldo de C. "Cenários para o crescimento do produto potencial de 2007 a 2010", Boletim de conjuntura nº 75 - IPEA. Dezembro, 2006.
- Taylor, John B.. "The Monetary Transmission Mechanism: An Empirical Framework." *Journal of Economic Perspectives* 9, no. 4 (fall): 1995, 11-26.
- Tobin, J.: *World Finance and Economic Stability, Selected Essays of James Tobin*, Heltenham, Edward Elgar, 2003, p.171
- Truman, Edwin M - Inflation Targeting from a Global Perspective, apresentado no seminário do Banco Central do Brasil, Rio de Janeiro 17 de Maio de 2002. Disponível em <http://www.bcb.gov.br>.
- Werlang, Sérgio. "É hora de desdolarizar a economia brasileira". São Paulo: Valor Econômico, 23 de Julho de 2001.