

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA E RELAÇÕES INTERNACIONAIS**

MARINA KASPRZAK BORGES

**VINTE ANOS DE POLÍTICA MONETÁRIA NO BRASIL:
DA ÂNCORA CAMBIAL ÀS METAS DE INFLAÇÃO**

Porto Alegre

2015

MARINA KASPRZAK BORGES

**VINTE ANOS DE POLÍTICA MONETÁRIA NO BRASIL:
DA ÂNCORA CAMBIAL ÀS METAS DE INFLAÇÃO**

Trabalho de conclusão apresentado ao curso de graduação em Economia, da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS como requisito parcial para a obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas.

Orientador: Prof. Dr. Marcelo Savino Portugal

Porto Alegre

2015

CIP - Catalogação na Publicação

Borges, Marina Kasprzak
VINTE ANOS DE POLÍTICA MONETÁRIA NO BRASIL: DA
ÂNCORA CAMBIAL ÀS METAS DE INFLAÇÃO / Marina Kasprzak
Borges. -- 2015.
58 f.

Orientador: Marcelo Savino Portugal.

Trabalho de conclusão de curso (Graduação) --
Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Faculdade
de Ciências Econômicas, Curso de Ciências Econômicas,
Porto Alegre, BR-RS, 2015.

1. Política monetária. 2. Plano real. 3. Metas de
inflação. I. Portugal, Marcelo Savino, orient. II.
Título.

MARINA KASPRZAK BORGES

**VINTE ANOS DE POLÍTICA MONETÁRIA NO BRASIL:
DA ÂNCORA CAMBIAL ÀS METAS DE INFLAÇÃO**

Trabalho de conclusão apresentado ao curso de graduação em Economia, da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS como requisito parcial para a obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas.

Prof. Dr. Marcelo Savino Portugal - Orientador
UFRGS

Prof. Dr. Antônio Ernani Lima
UFRGS

Prof. Dr. Sérgio Marley Modesto Monteiro
UFRGS

“É um defeito comum dos homens não levar em conta as tempestades quando o mar está calmo.” Maquiavel

RESUMO

Este trabalho tem como objetivo discutir os últimos vinte anos de política monetária brasileira que engloba o regime de âncora cambial e de metas de inflação como instrumentos para alcançar a estabilidade de preços na economia. Para tanto, em um primeiro momento é feita uma análise de alguns aspectos macroeconômicos relevantes para compreender o funcionamento da política econômica. Posteriormente, são abordados o contexto de implantação do Plano Real, suas fases e os motivos que levaram ao abandono do regime de câmbio fixo em torno de uma tendência em prol do câmbio flutuante e a introdução das metas de inflação em 1999. Além disso, ao longo do trabalho é apresentada a evolução dos principais indicadores econômicos nesses últimos vinte anos. Conclui-se com uma breve previsão para 2015.

Palavras-chave: Política monetária. Plano real. Metas de inflação.

ABSTRACT

This work aims to discuss the last twenty years of monetary policy in Brazil. In this period, the exchange rate anchor and the inflation targeting were used as instruments to achieve the price stability in the economy. In the first moment, it is analyzed some relevant macroeconomic aspects to understand the economic policy. Subsequently, it is discussed the development and implementation of the Real Plan, including its phases and the reasons that the fixed exchange rate regime was replaced by the floating exchange and the inflation targeting in 1999. In addition, throughout the work is presented the evolution of the main economic indicators in the last twenty years. We conclude with a brief forecast for 2015.

Keywords: Monetary policy. Real plan. Inflation targeting.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1 - Trilema da Política Econômica.....	19
Gráfico 1 - Taxa de Inflação Mensal (IGP-DI)	25
Gráfico 2 – Etapas da Política Cambial: 1994 a 1999 (taxa de câmbio nominal - R\$/US\$)....	30
Gráfico 3 - Reservas Internacionais (US\$ milhões)	32
Gráfico 4 - Taxa Selic Over (%) e Risco-País (EMBI+) Brasileiro (pontos).....	33
Gráfico 5 - Taxa de Câmbio Nominal 1998 a 2000 (R\$/US\$).....	35
Gráfico 6 - Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA).....	44
Gráfico 7 - Taxa de Juros Real Anual (%)	44
Gráfico 8 - Produto Interno Bruto (%)	45
Gráfico 9 - Resultado Primário (% PIB)	46
Gráfico 10 - Taxa de Câmbio Nominal jan/2014 a maio/2015 (R\$/US\$).....	47
Gráfico 11 - IPCA e Expectativas t/t-1 e acumulado em 12 meses (%).....	47

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Bandas Cambiais Largas (R\$/US\$).....	30
Tabela 2 - Dívida Líquida do Setor Público (% PIB) e Balança Comercial (FOB – US\$ bilhões)	33
Tabela 3 – Reservas Internacionais jan/1998 a jan/1999 (US\$ milhões)	35
Tabela 4 - Metas de Inflação (IPCA).....	41

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	9
2	ASPECTOS MACROECONÔMICOS	11
2.1	REGIMES CAMBIAIS	11
2.1.1	Regime de Câmbio Fixo.....	12
2.1.2	Regime de Câmbio Flutuante	13
2.2	CONTROLE DE CAPITAL	14
2.3	MODELO DE CÂMBIO ADMINISTRADO X LIVRE NO BRASIL	17
2.4	TRILEMA DE POLÍTICA ECONÔMICA	19
3	1995- 1998: ÂNCORA CAMBIAL	21
3.1	CONTEXTO	21
3.2	FASES PLANO REAL	25
3.2.1	Primeira Fase: o Ajuste	26
3.2.2	Segunda Fase: a Reforma	27
3.2.3	Terceira Fase: a Âncora Cambial	28
3.3	DECLÍNIO	31
4	1999- 2014: METAS DE INFLAÇÃO	37
4.1	FUNDAMENTOS TEÓRICOS	37
4.2	O CASO BRASILEIRO	40
5	CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	50
	REFERÊNCIAS	52
	APÊNDICE A – Resultado Global Balanço de Pagamentos – itens selecionados (US\$ milhões)	55
	APÊNDICE B – Taxa Selic Meta (Março/1999 a Maio/2015).....	56

1 INTRODUÇÃO

A importância da política monetária está relacionada a sua capacidade de afetar o desempenho macroeconômico de determinado país. Para o caso brasileiro, a estabilidade de preços vem sendo o principal objetivo da política monetária, especialmente a partir de meados da década de 1990, sugerindo que essa política tem exercido grande poder de influência na trajetória econômica do país.

O descontrole inflacionário brasileiro dos anos 1980 e início dos anos 1990 levou à implantação de diversos planos heterodoxos de estabilização: Cruzado I (1986), Cruzado II (1987), Bresser (1987), Verão (1989), Collor I (1990) e Collor II (1991). De uma forma geral, esses planos compartilhavam o mesmo diagnóstico e formas de tratamento semelhantes. Além disso, mostraram-se eficientes no combate à inflação apenas nos primeiros meses, sem se manter no longo prazo.

A contenção do processo inflacionário só foi alcançada com a implantação do Plano Real em 1994. Esse plano consistiu em uma estratégia de estabilização dos preços a partir de três fases: a realização do equilíbrio orçamentário de curto prazo, com a criação do Plano de Ação Imediata e do Fundo Social de Emergência; a desindexação da economia por meio de uma reforma monetária, contando com a introdução da unidade referencial de valor (URV) a fim de alinhar os principais preços relativos, bem como a substituição do cruzeiro real pelo real e a utilização da âncora cambial, com o objetivo de balizar as expectativas inflacionárias. Diferentemente dos planos anteriores, o Plano Real teve uma queda gradativa da taxa de inflação que se mostrou consistente no longo prazo.

No entanto, em 1998, devido principalmente a crises externas – mexicana, asiática e russa – o real mostrou-se ameaçado, tornando insustentável manter a âncora cambial e, portanto, o câmbio fixo. Com a mudança para o regime de câmbio flutuante e o longo histórico de problemas inflacionários, em meados de 1999 uma nova regra para a política monetária foi implantada no país: a meta de inflação. Acoplada à mudança de regime cambial e à nova âncora para a política monetária, foram estabelecidas metas para o superávit primário com o objetivo de conter a expansão da dívida pública, que implicavam em responsabilidade fiscal. Assim, formou-se o novo tripé da política econômica brasileira: câmbio flutuante, metas de inflação e superávit primário.

Desse modo, esse trabalho tem como objetivo discutir os últimos vinte anos de política monetária no Brasil que engloba o regime de âncora cambial e o regime de metas de inflação.

O trabalho está dividido em quatro capítulos, além dessa introdução. No capítulo 2, o objetivo é expor os aspectos macroeconômicos de câmbio fixo e flutuante, de controle de capitais e do trilema da política econômica, bem como fazer uma breve análise para o regime de câmbio administrado *versus* o regime de câmbio livre no Brasil. No capítulo 3, analisa-se o contexto de implantação do Plano Real, bem como as suas fases e o declínio da âncora cambial. No capítulo 4, avalia-se os aspectos teóricos das metas de inflação e, posteriormente, as peculiaridades para o caso brasileiro, destacando-se a evolução dos principais indicadores desse novo regime macroeconômico. Além disso, analisa-se brevemente as projeções da economia brasileira para 2015. Por fim, são apresentadas as considerações finais.

2 ASPECTOS MACROECONÔMICOS

Em uma economia aberta ao exterior, a política macroeconômica visa, em um sentido amplo, ao equilíbrio interno, pleno emprego com estabilidade de preços, e ao equilíbrio externo, nível em que as transações correntes não sejam tão negativas, a ponto do país não conseguir arcar com a sua dívida externa; nem tão positivas, que levem à inadimplência dos estrangeiros (KRUGMAN; OBSTFELD, 2013).

Sob esses aspectos, a taxa de câmbio é o indicador síntese das relações do país com o exterior, podendo ser conduzida sob dois regimes principais: fixo ou flutuante. A adoção desses regimes está diretamente relacionada à existência de autonomia da política monetária. Insere-se nessa discussão a implantação de controles de fluxos de capitais, pois configura-se como um instrumento adicional de política econômica.

Essas relações são representadas através do trilema de política econômica, que revela a impossibilidade de alcançar taxa de câmbio fixo, autonomia da política monetária e livre mobilidade de capitais.

Assim, esse capítulo tem como objetivo abordar os aspectos conceituais da macroeconomia tais como o câmbio flutuante, o câmbio fixo, o controle de capital e o trilema da política econômica. Além disso, faz-se uma breve análise da experiência de câmbio administrado e câmbio livre no Brasil.

2.1 REGIMES CAMBIAIS

A importância da taxa de câmbio refere-se ao fato de intermediar transações, possibilitando a comparação dos preços de bens e serviços em diferentes países, bem como o seu impacto na condução da política monetária. Conceitualmente, a taxa de câmbio é a relação entre o preço da moeda nacional em termos da moeda estrangeira, sendo determinada pela “[...] interação entre famílias, empresas e instituições financeiras, que compram e vendem moeda estrangeira para fazer pagamentos internacionais [...]” (KRUGMAN; OBSTFELD, 2013, p. 244).

No entanto, só há equilíbrio da taxa de câmbio quando todas as moedas oferecem taxas de retorno esperadas iguais, isto é, vigora a condição da paridade dos juros:

$$i^D = i^* + [(E_{t+1}^e - E_t)/E_t]. \quad (1)$$

Desse modo, a equação (1) determina que a taxa de juros doméstica (i^D) equivale à taxa de juros estrangeira (i^*) mais a desvalorização esperada da moeda nacional ($[(E_{t+1}^e - E_t)/E_t]$). Além disso, a equação revela que, considerando as expectativas como dadas, a política monetária deve basear-se na definição de uma taxa de juros consistente com o equilíbrio externo (MENDONÇA; PIRES, 2006).

Considera-se que uma depreciação da moeda nacional em relação às estrangeiras tem como consequência um aumento das exportações, por torná-las mais baratas, e uma queda das importações, por torná-las mais caras. Por outro lado, uma apreciação da moeda nacional em relação às demais tem o efeito contrário: reduz as exportações, tornando-as mais caras, e aumenta as importações, tornando-as mais acessíveis.

2.1.1 Regime de Câmbio Fixo

Em um regime de câmbio fixo, de acordo com Carvalho et al. (2007), a moeda doméstica e a estrangeira apresentam uma paridade estabelecida por meio de uma decisão do governo ou uma lei. Assim, o nível da taxa de câmbio é responsabilidade das autoridades monetárias: vendendo (em situação de escassez de divisas) ou comprando (em situação de abundância de divisas) moeda estrangeira à paridade oficial, sendo necessário, portanto, reservas em moeda estrangeira para que possa desempenhar esse papel.

Desse modo, a oferta monetária é uma variável endógena, ou ainda, a política monetária é passiva, pois é determinada pelo resultado do balanço de pagamentos, levando a uma perda de liberdade da condução da política monetária. (MODENESI, 2005; KRUGMAN; OBSTFELD, 2013). A política fiscal, por outro lado, torna-se uma ferramenta eficaz para afetar o produto e o emprego. Tal fato pode ser verificado quando analisamos uma política fiscal expansionista, que tem como objetivo o aumento da produção. Como a taxa de câmbio é fixa, e esse aumento da produção eleva a demanda por moeda, o Banco Central deve comprar ativos estrangeiros para que a oferta monetária se expanda. Como resultado, tem-se um novo equilíbrio em que a produção é maior (se comparada ao equilíbrio anterior a expansão fiscal e a um regime de câmbio flutuante), as reservas internacionais e a oferta monetária são maiores e a taxa de câmbio permanece inalterada.

Dentre as vantagens podemos citar a coordenação das expectativas inflacionárias, pois ficam atreladas à inflação do país-âncora, o que resulta em uma maior previsibilidade das

variáveis econômicas; facilidade de compreensão por parte da população; coordenação das expectativas dos preços da economia doméstica.

Dentre as desvantagens podemos citar a perda da capacidade de uso da política monetária para estabilização macroeconômica, a impossibilidade de o Banco Central exercer a função de prestador de última instância; o aumento da probabilidade de transmissão de choques da economia do país-âncora à economia doméstica; a maior suscetibilidade da moeda doméstica a ataques especulativos.

Pode-se dizer que o regime de câmbio fixo, era tido como usual até início dos anos 1970: o padrão ouro entre 1880 e 1914 e o sistema de Bretton Woods entre 1946 e 1971. No caso brasileiro, destaca-se o período de 1906 e 1914 com a Caixa de Conversão e entre 1926 e 1930 com a Caixa de Estabilização, ambas tendo como objetivo a estabilização da taxa de câmbio.

2.1.2 Regime de Câmbio Flutuante

O regime de câmbio flutuante começou a ser instaurado a partir do esgotamento da taxa de câmbio fixa de Bretton Woods no final da década de 1970. Em um primeiro momento, por volta de 1973, essa mudança era vista como temporária e de emergência até que os desequilíbrios causados pelo regime de câmbio fixo pudessem ser superados. Entretanto, por volta da metade da década de 1980, essa visão foi abandonada pela maioria dos economistas e a taxa de câmbio flutuante passou a ter suas vantagens reconhecidas, vendo-se a impossibilidade de reestabelecer o regime de câmbio fixo.

Um regime de câmbio flutuante puro, também chamado de perfeitamente flexível, caracteriza-se por ser determinado exclusivamente pela interação entre a demanda e a oferta de moeda estrangeira (CARVALHO et al., 2007). Duas características desse regime merecem atenção. A primeira é a de que desequilíbrios no mercado cambial são corrigidos “automaticamente” por meio das forças de mercado, e, por hipótese, não há possibilidade para desequilíbrio do balanço de pagamentos. A segunda característica é que a não intervenção do Banco Central no mercado, implica que não são necessárias reservas internacionais.

Nesse tipo de regime, cabe-se ressaltar que a autoridade monetária possui relativa liberdade com relação ao volume de liquidez da economia, ou seja, a política monetária é ativa. Tal fato ocorre por não ser necessário um compromisso com a ancoragem cambial, tal como o regime de câmbio fixo necessita.

Dentre as vantagens do câmbio flutuante podemos destacar que a responsabilidade, tanto pelos erros quanto pelos acertos, é atribuída ao mercado; o balanço de pagamentos, por hipótese, deve ser equilibrado, visto que a oferta e a demanda de divisas estrangeiras igualem-se a um determinado preço; a política monetária pode ser utilizada para atingir equilíbrios internos e externos; atua como um mecanismo auto regulador, ou seja, auxilia no equilíbrio das contas externas; capta variações nas condições econômicas, o que não pode ocorrer nas situações de câmbio fixo, já que outras variáveis, tais como emprego e taxa de juros ficam com esse papel (ZINI JÚNIOR, 1993; KRUGMAN; OBSTFELD, 2013).

Dentre os argumentos contrários à taxa de câmbio flutuante podemos citar a possibilidade de perda da disciplina que o câmbio fixo impunha e a ascensão inflacionária; as especulações sobre variações na taxa de câmbio e, por consequência, instabilidade nos mercados cambiais; a maior imprevisibilidade dos preços relativos internacionais, podendo causar diminuição dos fluxos de comércio e investimentos (KRUGMAN; OBSTFELD, 2013).

Após o fim do regime monetário de Bretton Woods, ligado especialmente ao aumento da circulação de dólares decorrente dos sucessivos déficits no balanço de pagamentos dos Estados Unidos após a Segunda Guerra Mundial, a economia mundial passou a adotar o sistema de câmbio flexível.

2.2 CONTROLE DE CAPITAL

No mercado internacional de capitais são negociados os ativos de diversos países. Uma economia aberta deve se preocupar com o comércio de ativos por uma série de motivos dentre os quais destaca-se a atração de investimento externo. Os países em desenvolvimento, particularmente, recorrem a fluxos de entrada de capitais do exterior para obter financiamento ao investimento interno.

De maneira ampla, o termo controle de capital está relacionado às políticas que regem os fluxos internacionais de capital privado (EPSTEIN; GRABEL; JOMO, 2003). Ou seja, é qualquer espécie de política destinada a limitar, proibir ou mesmo redirecionar as transações da conta capital (NEELY, 1999, p.15):

A capital control is any policy designed to limit or redirect capital account transactions. This broad definition suggests that it will be difficult to generalize about capital controls because they can take many forms and may be applied for various purposes (Bakker, 1996). Controls may take the form of taxes, price or quantity controls, or outright prohibitions on international trade in assets.

As primeiras formas de controles de capital foram adotadas na Primeira Guerra Mundial, concentrando-se na restrição da saída dos fluxos, tendo como objetivo aumentar a receita de duas maneiras: em primeiro lugar, mantendo o capital na economia doméstica, facilitando a tributação da riqueza e a renda de juros. Em segundo lugar, permitindo uma taxa de inflação maior, levando a um aumento da receita. Outro impacto verificado, foi a redução na taxa de juros e, por consequência, dos custos de financiamento do governo sobre sua própria dívida (NEELY, 1999).

Até fins da década de 1970, um número significativo de países em desenvolvimento mantinha controle sobre os fluxos cambiais. Ainda que houvessem meios de burlar esses entraves, o resultado era o controle sobre a taxa de câmbio. Foi a partir de 1980 que uma quantidade significativa desses controles foi suspensa, aumentando os movimentos especulativos mundiais.

No entanto, em 1997, o Fundo Monetário Internacional (FMI) e muitos países retomaram as discussões sobre a necessidade de controle de capitais devido à crise Asiática, que resultou em uma interrupção dos fluxos de capitais para aquela região. Esse debate adquiriu notoriedade, quando a Malásia, exemplo de país liberal, implementou controles sobre a saída de capitais em 1998.

Os controles de capitais são usados para diversos fins. A partir da evidência empírica, podemos destacar quatro objetivos que podem ou não coexistir: redução do volume de fluxos de capital, alteração da composição de fluxos de capital, redução de pressões da taxa de câmbio real e permissão do uso de uma política monetária mais independente (MAGUD; REINHART, 2006).

Além disso, países mais propensos a adotar esse tipo de controle possuem características comuns, tais como uma renda baixa, uma grande participação do governo na atividade econômica, taxa de câmbio administrada e governo com influência na atividade econômica, visto que o Banco Central não é independente (GRILLI; MILESI-FERRETTI, 1995). Tal fato ocorre porque esses países tendem a ter menor impacto na economia financeira global, sendo mais suscetíveis a movimentos especulativos.

Ainda que a generalização das vantagens e das desvantagens do uso de controle de capitais seja arriscada, visto que essa política depende da rigidez e das peculiaridades de sua

aplicação em cada país¹, podemos citar entre os benefícios o controle eficaz em relação aos influxos de capital; a possibilidade de redução da volatilidade das taxas de câmbio e de juros; a garantia de autonomia à política monetária (EPSTEIN; GRABEL; JOMO, 2003). Entre as desvantagens podemos citar a possibilidade de alocação ineficiente dos recursos, visto que interfere nas forças de mercado e a possibilidade de os agentes burlarem as regulamentações impostas (BASTOS; BIANCARELI; DEOS, 2006).

As formas mais comuns de implementação de controles de capital são à entrada e à saída. Os controles sobre a entrada possuem um caráter de prevenção à atração excessiva de capital em situações de abundância de liquidez. Eles também são esperados para proteger países emergentes de especulação, permitindo a realização de uma política monetária independente (BASTOS; BIANCARELI; DEOS, 2006).

Os controles sobre a saída têm seu uso atrelado a situações que envolvam crise financeira e cambial, com potencial fuga de capitais do país (EDWARDS, 1999). Entre as suas formas, podemos citar impostos sobre fundos remetidos ao exterior, proibição de transferências de fundos, taxa de câmbio dupla. Além disso, quanto mais abrangente esse tipo de controle, maior é a eficácia, pois impossibilita que outros canais sejam utilizados de maneira alternativa.

Há evidências que controles de saída de capital causam a falsa sensação de segurança, podendo resultar em comportamentos descuidados por parte do Estado e do mercado. Além disso, o seu uso permanente é uma desvantagem, visto que deveria ser utilizado como dispositivo temporário para enfrentar a crise. Desse modo, quanto ao êxito dessa política (EDWARDS, 1999, p.6):

The empirical evidence suggests that this type of controls have been largely ineffective. When faced with the prospect of a major crisis, the private sector finds ways of evading the controls, moving massive volumes of funds out of the country. Worse yet, more often than not, controls on capital outflows have resulted in corruption, as investors try to move their monies to a “safe haven.” Moreover, once controls are in place the authorities usually fail to implement a credible and effective adjustment program. Quite on the contrary, once the controls are imposed – or tightened --, the extent of the macroeconomic disequilibria tends to increase, rather than subsiding.

Para o caso brasileiro, pode-se dizer que os controles de capital, principalmente os de saída, iniciaram-se por volta de 1930 sendo mantidos até meados da década de 1990, quando se deu a liberalização da conta de capitais (CARVALHO et al., 2007).

¹ Para Bastos, Biancareli e Deos (2006), as diferenças entre a política de controle de capital é resultado de três aspectos: a forma de inserção do país na economia mundial; o momento da implantação desses controles; e, por fim, a relação com as demais políticas econômicas utilizadas.

Foi com a crise do *subprime*, que o Brasil, por volta de outubro de 2009, voltou a limitar a entrada de capitais por meio de impostos. Esses controles não visavam apenas evitar fluxos excessivo de capitais que tivessem potenciais de gerar instabilidade financeira, mas também promover a depreciação do real. Essa preocupação com a apreciação excessiva do real estava relacionada ao aumento significativo das importações e ao crescimento pouco expressivo das exportações, sendo utilizada até meados de 2011 (CHAMON; GARCIA, 2013).

Desse modo, controles de capitais podem ser utilizados para atingir objetivos específicos no curto prazo; para proteger economias da instabilidade financeira; e exercer autonomia da política monetária desfrutando de taxas de câmbio estáveis. No entanto, é indispensável que tal política seja vista como uma solução parcial e temporária, pois o determinante para o controle de crises financeiras é uma política macroeconômica sólida: “*In all circumstances, better macroeconomic policy is needed to avoid financial crises, such as those that affected Asia in 1997. Countries must eschew overvalued currencies, excessive foreign debt, and unsustainable consumption [...]*” (NEELY, 1999, p. 28). Ou ainda,

Controls on capital inflows may sometimes be a partial stop-gap. However, the long-term solution for a nation concerned with its vulnerability to flows of international capital is for countries to pursue sound macroeconomic policies, to avoid overly rigid exchange rates, and to implement banking supervisory systems that reduce moral hazard and corruption (EDWARDS, 1999, p.26).

2.3 MODELO DE CÂMBIO ADMINISTRADO X LIVRE NO BRASIL

A partir da evidência empírica pode-se observar que geralmente os regimes de câmbio utilizados são intermediários entre os opostos câmbio fixo e câmbio flutuante. Assim, à medida que se aproximam do câmbio fixo diminui os graus de liberdade na condução da política monetária, ao passo que esta aumenta quanto mais próximo do regime de câmbio flexível. Ou seja, quanto maior a rigidez da taxa de câmbio, menor a possibilidade do uso discricionário da política monetária, visto que maior é o compromisso da autoridade monetária com a taxa de câmbio (MODENESI, 2005).

Para o caso brasileiro, a regulamentação da taxa de câmbio está relacionada à conjuntura crítica dos anos de 1930. Diante desse quadro conturbado de falta de liquidez internacional, as regras cambiais e as taxas de câmbio passaram a ser controladas, impondo-se regras e intervenções administrativas a esse mercado. Tais controles estavam baseados em três pilares

básicos: centralização cambial, cobertura cambial e curso forçado (LAAN; CUNHA; FONSECA, 2011).

O primeiro, o monopólio das operações de câmbio, tornava ilegal operações de câmbio realizadas fora do estabelecimento monopolista, no caso o Banco do Brasil (hoje o Banco Central do Brasil). Portanto, o fluxo de entrada e de saída de divisas passaram a ser diretamente controladas.

O segundo pilar baseava-se na obrigação dos exportadores de internalizar toda a receita gerada com as vendas externas, ou seja, de os exportadores vender a renda auferida com as suas transações ao Banco do Brasil (hoje o Banco Central do Brasil) ou a alguma instituição autorizada, tendo como proposição evitar uma fuga de capitais do país, mantendo a estabilidade da receita comercial, contribuindo para diversificar as atividades voltadas ao mercado interno.

O terceiro pilar, o do curso forçado da moeda, vetava transações em moedas estrangeiras no país. Ou seja, exigia-se que apenas a moeda nacional fosse utilizada como meio de troca oficial e de unidade de referência.

Apenas a partir de 1990, com uma conjuntura externa favorável, ligada à maior liquidez financeira, que o controle sobre o câmbio teve uma redução gradual e uma consistente liberalização (FRANCO; PINHO NETO, 2004). Somado a isso, tem-se uma liberalização dos controles dos fluxos de capitais e das transações externas, bem como a redução do “mercado cambial paralelo”, que havia se desenvolvido com a rigidez da regulamentação imposta em 1930, que também impunha limites de compra de moedas estrangeiras para viagens, proibição de cartões de créditos internacionais, entre outros.

Desse modo, a relativização das regras burocráticas de controle cambial a partir de 1990, resultou na passagem de uma economia de câmbio administrado para um câmbio livre. No entanto, tal fato não significa que a autoridade monetária deixou de intervir nesse segmento. A principal diferença reside no fato de que o câmbio passou a ser determinado pelo mercado, experimentando mais ou menos intervenções do Banco Central de acordo com a conjuntura macroeconômica do país no contexto do chamado regime de flutuação “suja”.

2.4 TRILEMA DE POLÍTICA ECONÔMICA

O mercado de capitais desde o início da década de 1970 cresceu rapidamente. A justificativa para esse fato foi a crescente redução dos controles de capitais que tiveram início com os países industrializados e a mudança da taxa de câmbio fixo para a flutuante. A partir dessas mudanças, o chamado trilema reafirmou a sua veracidade.

O trilema de política econômica, também chamado de “trindade impossível” de Mundell, expõe a impossibilidade de conciliar taxa fixa de câmbio, política monetária independente e liberdade de movimentos de capitais internacionais (CARVALHO et al., 2007, KRUGMAN; OBSTFELD, 2013).

Com o objetivo de expor a inviabilidade desses três objetivos coexistirem, atribui-se a ideia de um triângulo equilátero, conforme figura 1, em que cada vértice representa uma dessas opções, reservando-se, assim, a opção de escolher apenas um dos lados do triângulo e, conseqüentemente, somente dois de seus vértices:

Figura 1 - Trilema da Política Econômica



Fonte: Adaptado de Krugman (2013, p.496).

Desse modo, há três combinações possíveis. Uma é optar por uma taxa de câmbio fixa e uma soberania monetária, fazendo-se necessário adotar controles de capitais, que para usar a expressão cunhada por Eichengreen, Tobin e Wyplosz (1995), “jogam areia na engrenagem” do mercado financeiro internacional. Outra, é deixar os capitais com livre mobilidade e ter autonomia da política monetária, sendo necessário, portanto, o câmbio flutuar. Por fim, pode-se ter uma livre mobilidade de capitais e uma taxa de câmbio fixa, devendo recorrer a um

conselho monetário, que ficaria responsável pela definição das regras de emissão da moeda doméstica, tendo seu valor fixado a uma moeda estrangeira.

Com o fim de Bretton Woods e a renúncia às taxas fixas de câmbio, os países industrializados escolheram um sistema que lhes permitia combinar a mobilidade de capital internacional com uma política monetária orientada para objetivos internos (KRUGMAN; OBSTFELD, 2013).

No entanto, a crise asiática, no final dos anos 1990, fez com que as relações monetárias internacionais fossem repensadas, pois demonstrou a vulnerabilidade das economias ainda que elas possuíssem estabilidade macroeconômica, bem como o grande poder de contágio a outras economias por meio dos mercados internacionais de capitais. Assim, a discussão em relação aos controles de capitais e ao trilema da política econômica voltaram a ser investigados, pois com a crise e a sua propagação reiterou-se a impossibilidade de atingir os três objetivos ao mesmo tempo.

3 1995- 1998: ÂNCORA CAMBIAL

Este capítulo tem como objetivo explorar o cenário econômico brasileiro que antecedeu o Plano Real e que justifica a sua implantação. Para tanto, na seção 3.2, é feita uma análise das três fases do Plano, destacando o papel de cada uma. Na seção 3.3, o objetivo é expor a crise monetária brasileira de 1999, que culminou na substituição da âncora cambial pelo regime de metas de inflação.

3.1 CONTEXTO

O Brasil possui um longo histórico de problemas inflacionários. De acordo com Baer (1987), a economia brasileira experimentou de 1964 a 1973 uma taxa de inflação decrescente, sendo acompanhada de uma taxa de crescimento espetacular, devido a uma mistura de políticas de estabilização fiscal e monetária, dentre as quais podemos destacar uma política salarial de contenção, uma revisão dos preços controlados e uma estabilidade da taxa de câmbio. No entanto, tal trajetória foi interrompida com uma elevação significativa da inflação em 1973 e, posteriormente em 1979, devido a crises externas, principalmente o choque de preço do petróleo (1979), que levou a um aumento da taxa de juros reais internacionais; a política de maxidesvalorizações em 1979 e 1983 e os choques agrícolas (quebras de safras). Arida e Resende (1986) destacam também a redução pela metade do intervalo de reajuste dos salários e contratos de aluguéis e a desvalorização do cruzeiro acima da depreciação de paridade face ao dólar. Assim, esses fatores, juntamente com os mecanismos formais e informais de indexação na economia, foram os responsáveis pelo aumento do nível de inflação de 100% de 1979 para 1980.

Nos anos 1980, com a inflação se acelerando, houve tentativas de contenção através das “receitas ortodoxas” de controle monetário e fiscal, que levaram à queda da atividade econômica e à não contenção do processo inflacionário (LOPES, 1985).

Esse período mostrou que a taxa de inflação não guardava relação com o nível de atividade da economia. Mesmo que o país apresentasse um cenário recessivo, a taxa de inflação permanecia elevada. Isso ocorria devido à possibilidade dos agentes de repassar os choques que ocorriam aos preços: “criava-se assim uma luta permanente entre os diversos atores para preservar suas participações na renda que levava à perpetuação do processo inflacionário” (GREMAUD; VASCONCELLOS; TONETO JÚNIOR, 2011, p. 417).

Nesse cenário de estagflação, uma nova corrente de pensamento diagnosticava a inflação brasileira como essencialmente inercial. Essa inflação estava relacionada ao comportamento defensivo na formação de preços que os agentes desenvolvem em um ambiente cronicamente inflacionado tal como era o brasileiro (LOPES, 1985; BAER, 1987; RESENDE, 1985; ARIDA; RESENDE, 1986). Nas palavras de Resende (1985, p.131): “A inflação é agora essencialmente inercial, isto é, os preços sobem hoje porque subiram ontem, de acordo com um mecanismo perverso de catraca da economia indexada”.

A teoria da inflação inercial considera dois componentes no processo inflacionário: os choques e a tendência. Os choques seriam responsáveis pela alteração do patamar inflacionário, ao passo que a tendência perpetuaria a taxa de inflação. Para combater esse tipo de inflação, o foco é a tendência existente, sendo necessário que até a sua extinção não ocorram choques na economia, para que a inflação não se acelere.

Cabe ressaltar que o quadro político era conturbado devido às eleições indiretas que marcavam a transição do regime militar para a democracia, bem como o falecimento de Tancredo Neves às vésperas da posse, sendo necessário o então vice-presidente, José Sarney, assumir a presidência da república. Esse período transitório também foi marcado pela necessidade de convocar eleições diretas para governador em 1986, eleições para o Congresso Nacional (seria também a Assembleia Constituinte responsável por elaborar uma nova Constituição) e organizar eleições diretas para a escolha do próximo presidente.

Em meio a esse processo, surgiram duas propostas alternativas ao combate do processo inflacionário: o choque heterodoxo (proposto por Francisco Lopes) e a moeda indexada (proposta Larida, de Pérsio Arida e Lara Resende).

O choque heterodoxo consistiria em um “congelamento total e generalizado de preços e rendimentos acompanhado por políticas monetárias e fiscais passivas” (LOPES, 1985, p.145). Ou seja, todos os preços e salários seriam congelados e, se necessários, ajustados de forma a manter o seu valor médio no período imediatamente anterior ao congelamento. A conversão para a média seria necessária, visto que não havia sincronia nos períodos de reajustes dos preços e dos salários. A correção pelo pico seria impossível, já que reintroduziria a inflação. Outras duas mudanças, seriam o corte de três zeros e um novo nome para a moeda. Reconhecia-se, no entanto, que esse congelamento não poderia ser muito longo, pois a incapacidade de alterar os preços relativos geraria distorções no mercado. Ao passo que, não poderia ser muito curto, visto que era necessário apagar a memória inflacionária dos agentes econômicos com o objetivo de evitar o retorno da inflação com o fim do congelamento (LOPES, 1985).

Por outro lado, a proposta Larida tentava eliminar a inflação por meio da criação de uma nova moeda que estaria indexada diariamente à inflação. Essa “moeda indexada” seria na verdade apenas um referencial de preços, uma unidade de conta e reserva de valor, para que os preços dos produtos e serviços da economia fossem fixados. A ORTN (Obrigação Reajustável do Tesouro Nacional) seria usada como indicador oficial da correção monetária e cambial, fixada em dólar. Assim, ainda que os salários, os preços, as tarifas públicas, entre outros, fossem expressos em ORTN's, deveriam ser liquidados em cruzeiros (unidade de troca). Após um período de ajuste, uma nova moeda deveria ser introduzida e valeria uma ORTN. Essa nova moeda voltaria a exercer as três funções básicas da moeda: unidade de conta, meio de pagamento e reserva de valor (ARIDA; RESENDE, 1986).

Desse modo, ambas as propostas se fundamentaram no diagnóstico da inflação inercial da economia brasileira, ressaltando a necessidade da desindexação. No entanto, trataram-se de diferentes terapias de combate à inflação.

A escolha de Sarney, que governou o Brasil de 1985 a 1990, foi a adoção do Plano Cruzado, que consistia no plano heterodoxo inspirado na proposta de Lopes. Dentre as razões que fundamentam essa escolha destaca-se a rapidez dos resultados, visto que o congelamento teria um impacto imediato sobre a inflação.

O plano teve grande apoio popular² e logrou, inicialmente, uma queda abrupta na taxa de inflação. No entanto, alguns fracassos comprometeram a sua continuidade na busca de uma queda e estabilidade da taxa inflacionária. Dentre eles, podemos citar:

- a) o gatilho salarial, que consistia em uma escala móvel que era acionada quando a inflação atingia 20%;
- b) a não correção de preços públicos, com exceção da energia elétrica, que causou uma defasagem das tarifas públicas;
- c) a explosão de demanda pós-plano;
- d) a falta de regra às políticas monetária e fiscal, que ao invés de serem neutras foram expansionistas, levando a novas pressões inflacionárias;
- e) o período demasiado do congelamento, que eliminou a possibilidade de correção dos possíveis desequilíbrios nos preços relativos, e se estendeu devido à popularidade do plano.

² Esse apoio está relacionado a possibilidade que os cidadãos tinham de fiscalizar o cumprimento do congelamento de preços, sendo chamados de “fiscais de Sarney”.

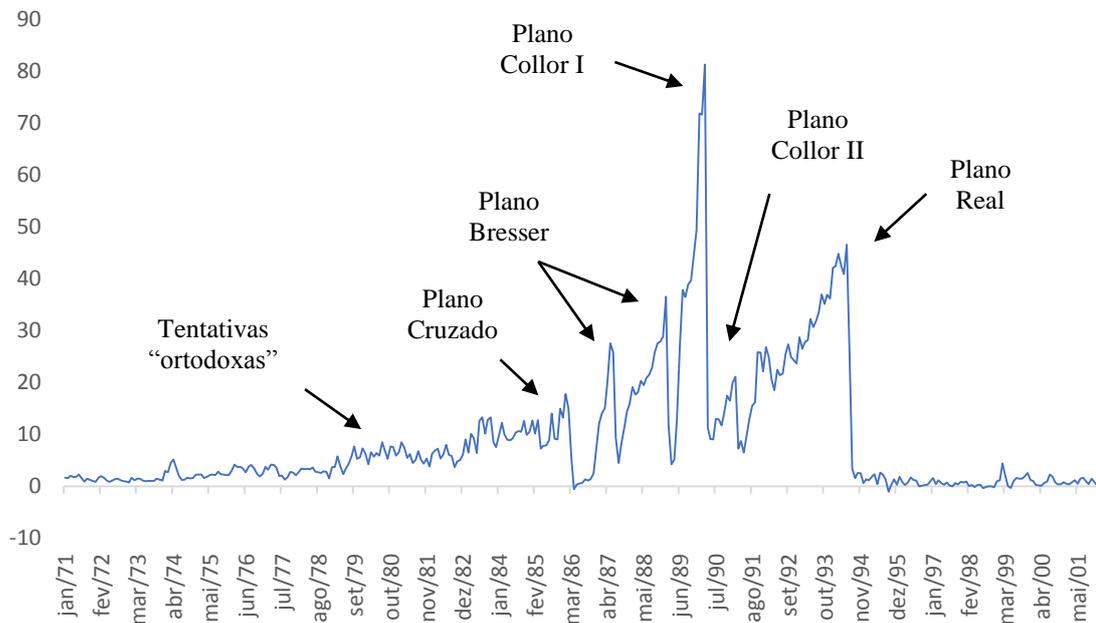
Assim, à medida que o período do congelamento se estendia esses desequilíbrios aumentavam, levando à escassez de produtos no mercado. O resultado foi a cobrança de ágio para obter determinados produtos, as filas de espera e a maquiagem dos produtos, que consistia em mudanças de embalagens, de formatos, de nomes. Além disso, os agentes tomavam medidas preventivas a cada elevação da inflação, pois esperavam um novo congelamento, fazendo com que houvesse uma aceleração inflacionária. Desse modo, o plano mostrava sinais de seu esgotamento.

Além do Plano Cruzado, outros cinco foram implantados no país entre 1986 e 1991: Cruzado II (1987), Bresser (1987), Verão (1989), Collor I (1990) e Collor II (1991)³. Esses planos também estavam baseados no choque heterodoxo proposto por Lopes, compartilhando, desse modo, o mesmo diagnóstico, de inflação inercial, e o mesmo tratamento de um modo geral, o congelamento de preços. Cada novo plano buscava incorporar os erros anteriores, a fim de lograr a estabilização da taxa de inflação. Ou seja, o insucesso dos planos anteriores, apontava para a necessidade de amplas e profundas reformas, a fim de não se tornar mais um choque (FRANCO, 2005).

A taxa de inflação mensal desse período, medida pelo Índice Geral de Preços-Disponibilidade Interna (IGP-DI) da Fundação Getúlio Vargas (FGV) dados, pode ser visualizada no gráfico 1. Nota-se que esses planos heterodoxos levavam a uma queda rápida do processo inflacionário, que, no entanto, não se sustentavam, fazendo com que o pico inflacionário fosse maior se comparado ao anterior ao plano.

³ Para mais detalhes ver Gremaud, Vasconcellos e Toneto Júnior (2013).

Gráfico 1 - Taxa de Inflação Mensal (IGP-DI)



Fonte: Elaborado pela autora com base em Fundação Getúlio Vargas dados (2015).

3.2 FASES PLANO REAL

O fracasso dos planos heterodoxos aplicados no Brasil entre 1986 e 1991 serviu como base para o desenvolvimento de um plano que controlasse o processo inflacionário, englobando o ajuste fiscal, sem incorrer no congelamento de preços.

O Plano Real, instituído em 1994 no governo de Itamar Franco, quando Fernando Henrique Cardoso era o então Ministro da Fazenda, partia do diagnóstico de inflação inercial, assim como o Plano Cruzado, e visava a estabilização dos preços.

O Plano Real pode ser visto como uma adaptação da proposta Larida, contando com o aprendizado dos erros cometidos nos planos anteriores, tais como a substituição gradativa da moeda ao invés do congelamento dos preços; a adoção com o conhecimento da sociedade e do mercado e não a surpresa e os ajustes das contas públicas. Para isso, o Plano seria desenvolvido por meio de três fases: o ajuste fiscal, a reforma monetária e a adoção de uma âncora cambial (FRANCO, 2005; MODENESI, 2005; GREMAUD; VASCONCELLOS; TONETO JÚNIOR, 2011).

3.2.1 Primeira Fase: o Ajuste

A primeira fase do Plano Real teve início em maio de 1993 e visava o ajuste das contas públicas, sendo vista como essencial para o sucesso do Plano.

A economia brasileira era marcada por um efeito Tanzi às avessas: a despesa pública não era indexada, ao passo que os impostos eram, ou seja, havia uma relação negativa entre o déficit público e a inflação, que contribuía para equilibrar as contas públicas em períodos de inflação elevada (BACHA, 1994). Desse modo, esse ajuste serviria como uma preparação para que o país não incorresse em uma deterioração fiscal após a contenção do processo inflacionário.

Os principais elementos para corrigir o desequilíbrio orçamentário seriam o corte de despesas, o aumento da arrecadação e a diminuição nas dívidas. O Plano de Ação Imediata (PAI) criado em maio de 1993 visava atuar nessas três áreas principais. Entre as suas principais medidas, destacam-se (MODENESI, 2005; RUCKERT, 1994):

- a) a redução e a maior eficiência dos gastos públicos, com corte de gastos de US\$ 6 bilhões, principalmente em despesas de investimento e de pessoal;
- b) a criação do Imposto Provisório sobre Movimentações Financeiras (IPMF) para obter aumento na receita tributária, que apresentava um caráter temporário e incidia nas movimentações financeiras;
- c) a renegociação da dívida dos estados e dos municípios com a União;
- d) a alteração no programa de privatizações;
- e) o combate à sonegação.

Pelo lado das receitas, houve a criação de um Fundo Social de Emergência (FSE), aprovado em fevereiro de 1994 que vigoraria por um período de dois anos. O objetivo oficial era financiar gastos sociais (saúde, previdência social e combate à fome), reduzindo a excessiva rigidez dos gastos da União, levando o governo federal à possibilidade de obter graus de liberdade na condução da política fiscal, com o controle, ou até mesmo a diminuição das despesas (MODENESI, 2005). No entanto, na prática esse fundo visava desvincular as receitas da União, possibilitando o remanejamento nos gastos.

Esses dois instrumentos, ainda que tenham contribuído para um ajuste das contas públicas no curto prazo, não se mostraram capazes de equilibrá-las de forma consistente. O principal fator de deterioração fiscal foi o crescimento dos gastos em relação às receitas.

Somente com a implantação do regime de metas de inflação em 1999 é que esse problema pode ser contornado.

Assim, essa fase objetivava sinalizar aos agentes que o governo não precisava se “financiar” com a inflação, representando um primeiro passo necessário, mas não suficiente para reduzir a elevação dos preços.

3.2.2 Segunda Fase: a Reforma

Após o ajuste fiscal, foi implantada a segunda etapa do Plano Real em fevereiro de 1994, visando a redução do componente inercial da inflação (ou ainda, a desindexação de preços e rendimentos) ao qual o país vivia por meio de uma reforma monetária inspirada na proposta Larida. A principal diferença entre a proposta Larida original e a adotada é que a segunda resguardava apenas a função de unidade de conta para a Unidade Real de Valor (URV), além de não circular paralelamente a moeda da época, o cruzeiro real (MODENESI, 2005).

De acordo com Gremaud, Vasconcellos e Toneto Júnior (2011, p. 450), essa fase “correspondia a um novo sistema de indexação, que visava simular os efeitos de uma hiperinflação –encurtamento de prazos de reajustes (indexação diária), “substituição parcial da moeda” -, sem passar por seus efeitos, e corrigir os desequilíbrios de preços relativos”.

Desse modo, essa reforma consistia na adoção de um indexador diário, a URV, que serviria para reajustar todos os preços e os rendimentos, ou seja, buscava alinhar preços relativos e coordenar as expectativas inflacionárias. Nessa fase, o valor da URV apresentaria uma paridade fixa de um para um em relação ao dólar, que seria a taxa de câmbio fixa vigente.

A URV seria corrigida diariamente por meio dos principais índices de preços utilizados no Brasil: Índice Geral de Preços de Mercado (IGP-M), Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) e Índice de Preços ao Consumidor (IPC), calculados pela Fundação Getúlio Vargas (FGV), pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) e pela Fundação Instituto de Pesquisas Econômicas (Fipe), respectivamente.

Os preços oficiais, os contratos, os salários, os impostos, entre outros seriam convertidos imediatamente em unidades reais de valor, restando aos demais preços conversão por parte dos agentes. Dessa maneira, a economia operava em um sistema bimonetário, onde a função de unidade de conta (expressão dos preços das mercadorias) era desempenhada pela URV e a função meio de troca (liquidação das transações) era desempenhada pelo cruzeiro real. Com

esse sistema, a inflação persistia apenas no cruzeiro real, deixando a unidade real de valor excluída.

Passados os quatro meses iniciais do plano, praticamente todos os preços da economia estavam indexados à URV, possibilitando em 1º de julho a introdução de uma moeda que desempenhasse as três funções clássicas: o real⁴.

3.2.3 Terceira Fase: a Âncora Cambial

A terceira fase teve início em julho de 1994 e se estendeu até janeiro de 1999 com a publicação da chamada Medida Provisória do Real (MP n. 542) (BRASIL, 1999). Essa fase baseou-se na adoção de um regime de metas monetárias e, posteriormente, de uma âncora cambial para a condução da política monetária.

O excesso de demanda verificada no período posterior ao Plano Cruzado levou a um retorno do processo inflacionário. Com o objetivo de não incorrer no mesmo erro, o governo anunciou, juntamente com a divulgação do Plano Real, metas de expansão monetárias restritivas, limitando as operações de crédito e impondo depósitos compulsórios.

Assim, a política econômica apontava para um controle da demanda e um desestímulo a processos especulativos, sendo mantida a taxa de juros em um patamar elevado. Essa tentativa de controle da expansão monetária e do excesso de demanda é a essência da âncora monetária.

No entanto, devido ao ganho de renda real que a população logrou com a queda inflacionária e com a recomposição dos mecanismos de créditos da economia, houve uma maior demanda de moeda, sendo necessário expandir a base monetária. As metas estabelecidas logo foram ultrapassadas, tornando insustentável prosseguir com a âncora monetária.

Desse modo, esse regime (frustrado) ficou vigente apenas entre julho e setembro de 1994, quando a autoridade monetária decidiu substituir a âncora monetária pela âncora cambial (MODENESI, 2005).

Assim, ainda que na terceira fase tenha existido um regime de metas monetárias, na prática ela não foi bem-sucedida e logo foi implantada a âncora cambial. A partir de então, a política monetária - taxa de juros - seria utilizada para a manutenção da taxa de câmbio, mantendo o país atrativo ao capital estrangeiro. Ou seja, a taxa de câmbio seria atrelada ao dólar, com o objetivo de coordenar as expectativas de inflação e balizar a formação de preços

⁴ O Real apresentava valor igual à URV e ao dólar, bem como CR\$ 2 750,00.

(FRANCO, 2005). A manutenção desse regime de metas cambiais, foi realizado, basicamente, com uma política monetária fortemente contracionista.

Quanto à política cambial da terceira fase, pode-se dividir em quatro etapas (MODENESI, 2005; PORTUGAL; AZEVEDO, 1999):

- a) taxa de câmbio flutuante;
- b) taxa de câmbio fixa em torno de uma tendência;
- c) banda deslizando;
- d) banda rastejante.

A primeira, de julho a setembro de 1994, foi marcada pela adoção do regime de flutuação cambial. Com a não intervenção do Banco Central, o real se valorizou consideravelmente devido à situação de excesso de liquidez internacional, possibilitando a entrada de Investimento Direto Externo (IDE).

Na segunda etapa, de outubro de 1994 a fevereiro de 1995, o governo passou a dar maior prioridade à manutenção da taxa de câmbio nominal, visando interromper o processo de valorização da taxa de câmbio real derivado do excesso de liquidez internacional. Para tanto, a principal medida foi o estabelecimento informal de um sistema de bandas para a taxa de câmbio nominal, que se manteve praticamente estável em torno de R\$0,84/US\$.

No entanto, em dezembro de 1994, com a eclosão da crise mexicana e a redução do fluxo de capitais de curto prazo para a América Latina, o banco central se viu “obrigado” a desvalorizar o real, devido à redução significativa das reservas internacionais. Além disso, as tarifas de importação para determinados produtos foram elevadas, a fim de contribuir com o equilíbrio do mercado cambial. Desse modo, a terceira fase da política cambial brasileira no período pós Plano Real teve início em março de 1995, podendo ser vista como a adoção de uma banda deslizando. Nas palavras de Portugal e Azevedo (1999, p.4):

Na prática, contudo, iniciou-se um processo de desvalorização lento mas continuado da taxa de câmbio nominal, balizado pelo estabelecimento de mini-bandas informais que eram corrigidas periodicamente pelo Banco Central sem um cronograma pré-determinado.

A última etapa teve início em outubro de 1995 e foi marcada por nova flexibilização, devido à adoção de uma banda rastejante, ou seja, a evolução da amplitude delimitada para o câmbio era pautada em regras e ocorria em grandes intervalos de tempo, diferentemente da etapa anterior. Essa fase foi marcada por minibandas que eram reajustadas positivamente, que

resultaram em uma elevação paulatina da taxa de câmbio. Na realidade, a medida que a taxa de câmbio se aproximava do limite superior da banda, ela era modificada. Seu término está relacionado à crise cambial de janeiro de 1999, quando então essa política cambial foi alterada.

Gráfico 2 – Etapas da Política Cambial: 1994 a 1999 (taxa de câmbio nominal - R\$/US\$)



Fonte: Elaborado pela autora com base em Banco Central do Brasil (2015c).

Tabela 1 - Bandas Cambiais Largas (R\$/US\$)

Períodos	Datas Iniciais	Cotação Piso	Cotação Teto	Intervalo %	Duração em número de dias
Início	06/03/1995	0,86	0,90	4,65	4
1º	10/03/1995	0,88	0,93	5,68	69
2º	22/06/1995	0,91	0,99	8,79	152
3º	30/01/1996	0,97	1,06	9,28	265
4º	19/02/1997	1,05	1,14	8,57	232
5º	20/01/1998	1,12	1,22	8,93	244

Fonte: Adaptado de Portugal e Azevedo (1999, p.2)

Desse modo, pode-se observar que as metas cambiais foram sendo flexibilizadas progressivamente, à medida que se reduzia a liquidez internacional e que o processo de estabilização se consolidava, ainda que esse processo tenha sido feito de maneira lenta.

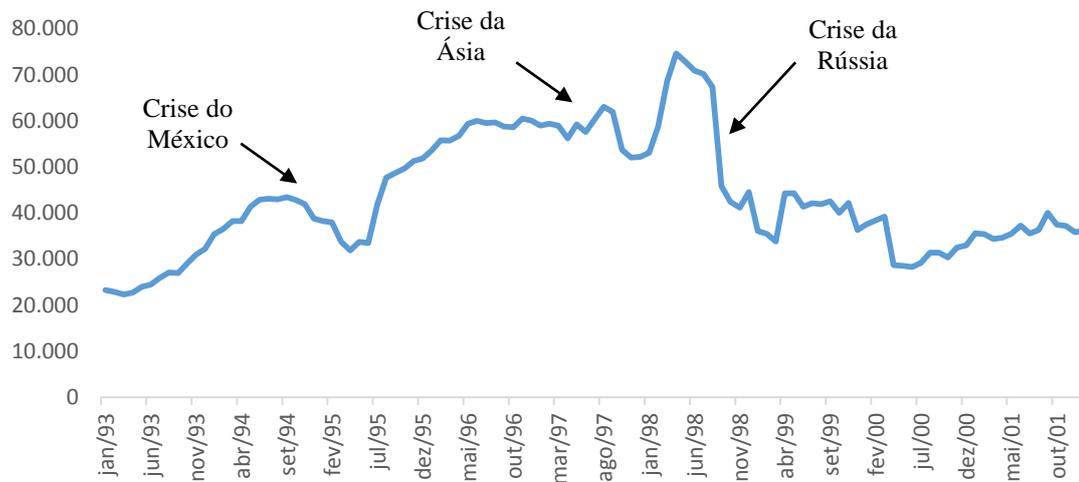
3.3 DECLÍNIO

Ao final do primeiro mês do Plano Real, já foi possível verificar o êxito no combate à inflação que assolava a economia brasileira desde a crise do petróleo de 1973, ainda que essa queda tenha ocorrido de maneira mais lenta quando comparada aos outros planos pelo qual o país havia passado. Esse sucesso pode ser atribuído à combinação de três fatores: técnica, contexto internacional e contexto nacional favoráveis (PEREIRA, 1994, p. 132):

Não apenas por sua competência técnica, mas também porque as condições econômicas no momento em que foi lançado lhe são favoráveis: reservas internacionais em um nível que garante a nova moeda; preços relativos equilibrados, embora defasados como é próprio da inércia inflacionária; empresas sólidas e reestruturadas; abertura comercial que protege o mercado interno contra abusos de práticas monopolistas; avanços significativos em matéria fiscal nos anos anteriores ao plano. [...] as condições políticas são também favoráveis. [...] os trabalhadores já compreenderam que não poderão ter aumentos reais de salários enquanto a inflação empurrar os juros reais para cima e inviabilizar os investimentos.

O primeiro grande teste à eficácia do Plano Real veio com a crise mexicana no final de 1994, colocando em dúvida a estratégia de combate à inflação com base na sobrevalorização do real e na ampla abertura comercial e financeira. O chamado “efeito tequila”, teve seus desdobramentos verificados no início de 1995, quando houve um forte fluxo de saída de capitais, resultando na queda significativa das reservas internacionais. A opção do governo para evitar um ataque especulativo foi a elevação da taxa básica de juros que rapidamente atraiu recursos ao país, normalizando em poucos meses a instabilidade pela qual o país havia passado.

Gráfico 3 - Reservas Internacionais (US\$ milhões)

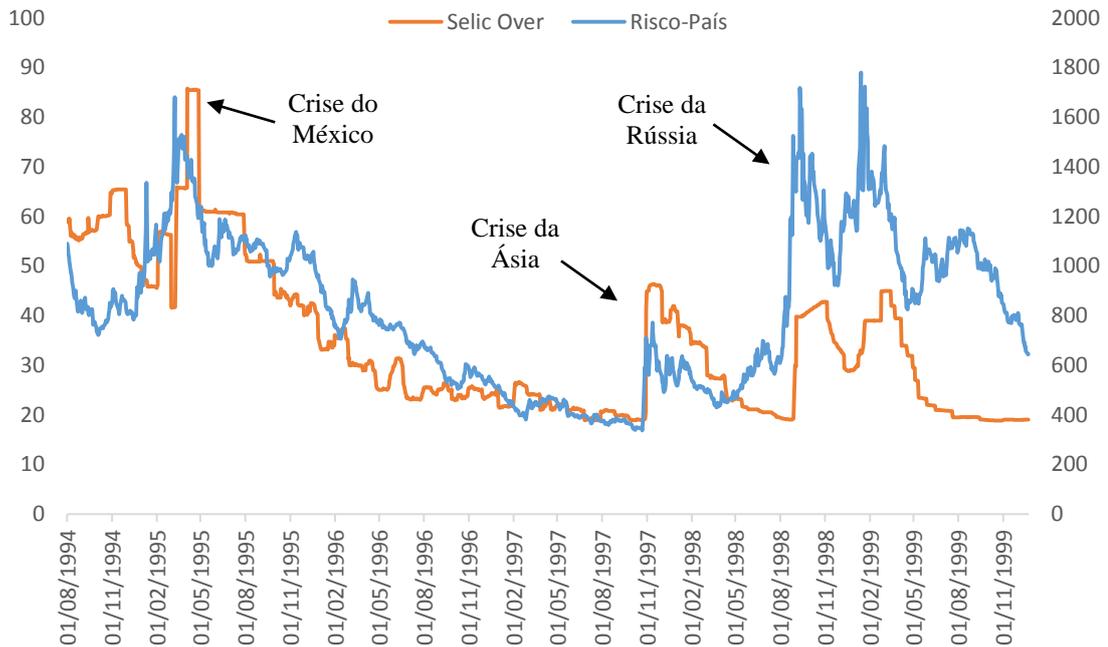


Fonte: Elaborado pela autora com base em Banco Central do Brasil (2015c).

A partir da crise mexicana, houve uma interrupção no crescimento econômico brasileiro. Desse modo, a trajetória da economia ficou caracterizada como do tipo *stop and go* em que a condução da política monetária e o ritmo da economia eram definidos por condicionantes externos, ou ainda, pelo fluxo de capitais (GREMAUD; VASCONCELLOS; TONETO JÚNIOR, 2011).

Outra grande instabilidade do mercado financeiro internacional veio com a crise da Ásia em 1997, iniciada na Tailândia, que se alastrou rapidamente para outros países asiáticos tais como Coreia do Sul, Indonésia e Malásia. No Brasil, assim como em outras economias emergentes, os reflexos puderam ser sentidos com uma nova fuga de capitais. A estratégia do governo, novamente, foi elevar a taxa de juros consideravelmente e lançar um pacote de contenção fiscal.

No entanto, ficava claro a necessidade de corrigir dois desequilíbrios que haviam se agravado com essas duas crises: o das contas públicas e do setor externo. O primeiro desequilíbrio estava relacionado ao aumento do endividamento público e o segundo ao aumento do déficit da balança comercial (tabela 2). A solução para esses desequilíbrios baseava-se no corte dos gastos, no aumento das receitas e no aumento da competitividade dos produtos brasileiros, tendo sido realizados de maneira gradual (AVERBURG; GIAMBIAGI, 2000).

Gráfico 4 - Taxa Selic Over (%) e Risco-País (EMBI+) Brasileiro (pontos)

Fonte: Elaborado pela autora com base em Banco Central do Brasil (2015c) e JP Morgan (2015).

Tabela 2 - Dívida Líquida do Setor Público (% PIB) e Balança Comercial (FOB – US\$ bilhões)

Ano	Dívida Líquida Setor Público* (% PIB)	Balança Comercial (FOB - US\$ bilhões)
1993	32,6	13.299
1994	30,0	10.466
1995	28,0	-3.466
1996	30,7	-5.599
1997	31,8	-6.753
1998	38,9	-6.575
1999	44,5	-1.199
2000	45,5	-698
2001	48,4	2.650
2002	50,5	13.121
2003	52,4	24.794
2004	47,0	33.641
2005	46,5	44.703
2006	44,0	46.457
2007	41,0	40.032
2008	34,6	24.836

Fonte: Elaborado pela autora com base em Banco Central do Brasil (2015c).

*Total, incluindo Petrobrás e Eletrobrás.

Os primeiros meses de 1998 sinalizavam um cenário otimista para a economia brasileira: o risco país apresentava uma queda depois do salto de outubro de 1997; as reservas recuperavam-se, tendo contribuído para isso a privatização da Telebrás, e a taxa básica de juros

apresentava uma tendência de queda. Somado a isso, a perspectiva da reeleição do presidente Fernando Henrique Cardoso indicava uma melhora nas contas fiscais e externas.

Foi em meio a esse contexto que a Rússia declarou moratória em agosto de 1998. Ao contrário do que ocorreu na crise mexicana e na asiática, agora o mercado havia se fechado quase que por completo para os mercados emergentes, por gerar uma crise de confiança na credibilidade desses países. No caso brasileiro, os efeitos foram devastadores: dessa vez, o aumento expressivo da taxa de juros não foi capaz de evitar a saída de capitais, levando a especulação de que o país adotaria alguma forma de controle ao fluxo de saída. Como consequência, verificou-se uma fuga em massa de capitais.

Com o objetivo de enfrentar essa situação, o governo anunciou uma negociação com o Fundo Monetário Internacional (FMI) que tinha como base quatro pilares principais (AVERBURG; GIAMBIAGI, 2000):

- a) metas de ajuste fiscal, que significavam a necessidade do compromisso em aumentar receitas e diminuir despesas, gerando um superávit primário;
- b) política monetária restritiva, com elevação da taxa de juros;
- c) pacote de ajuda externa de cerca de US\$ 42 bilhões;
- d) estabelecimento de um volume mínimo de reservas para o país (US\$ 20 bilhões), que, na prática, limitava a margem de intervenção do banco central na defesa da política cambial, e, portanto, ampliava as possibilidades de um ataque especulativo.

No início de janeiro de 1999, a fuga de capitais voltou a se acelerar, situando-se na ordem de US\$ 1 bilhão/dia. A opção que em crises passadas mostrava-se eficiente, qual seja a elevação da taxa básica de juros, nessa circunstância de falta de credibilidade do país não surtiu efeito. Logo, a demanda por dólares se intensificou, levando a uma significativa perda de reservas (tabela 3). Assim, em 15 de janeiro, diante da falta de alternativas⁵, o Banco Central abandonou o sistema de bandas e adotou o sistema de câmbio flutuante. O impacto imediato dessa mudança foi uma forte desvalorização cambial (AVERBURG; GIAMBIAGI, 2000, p.17):

Retirada a “infecção” que estava causando uma verdadeira sangria das reservas, era necessário cuidar de todo um extenso elenco de medidas para que o país pudesse sair da crise, mas naquele momento a sensação era de que ou o regime anterior era

⁵ Com a forte pressão sobre as reservas internacionais, manter a âncora cambial mostrava-se insustentável. Ou seja, era inegável a ocorrência de uma mudança de regime.

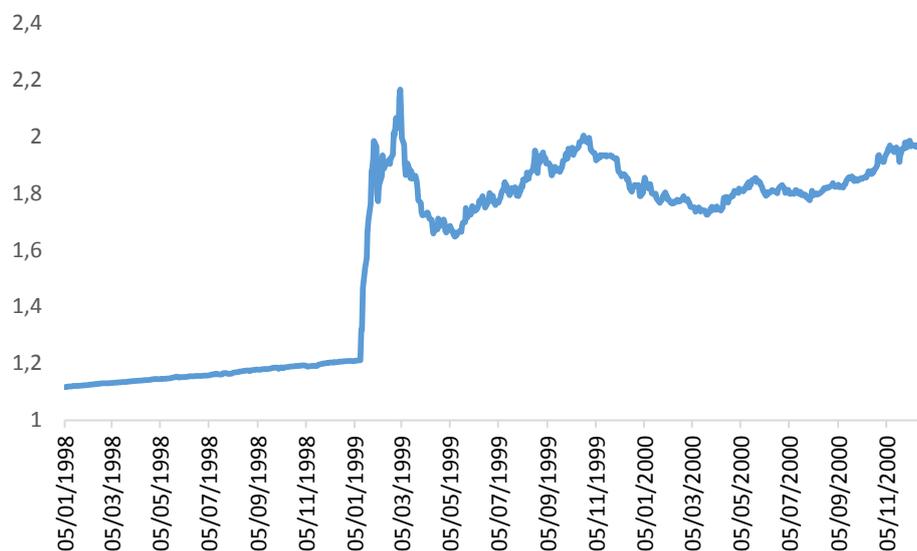
abandonado, ou o país ficava sem reservas, ou uma moratória externa acabaria por tornar-se inevitável.

Tabela 3 – Reservas Internacionais jan/1998 a jan/1999 (US\$ milhões)

Mês/Ano	Reservas
jan/98	52.632
fev/98	57.600
mar/98	68.101
abr/98	74.164
mai/98	72.326
jun/98	70.397
jul/98	69.731
ago/98	66.855
set/98	45.332
out/98	41.897
nov/98	40.626
dez/98	43.971
jan/99	35.513

Fonte: Elaborado pela autora com base em Banco Central do Brasil (2015c).

Gráfico 5 - Taxa de Câmbio Nominal 1998 a 2000 (R\$/US\$)



Fonte: Elaborado pela autora com base em Banco Central do Brasil (2015c).

A experiência empírica apontava para uma retração econômica e uma aceleração inflacionária, tal como havia ocorrido no México e na Ásia após a mudança de regime cambial. A preocupação dos *policymakers* brasileiros era de que a desvalorização nominal

reintroduzisse o problema inflacionário, tendo um pequeno impacto sobre a taxa de câmbio real.

A fim de evitar o retorno do processo inflacionário, optou-se por uma política monetária restritiva e uma Selic meta para a taxa básica de juros da ordem de 40% em março de 1999. Novamente, o objetivo era conter o fluxo de saída de capitais, reduzindo o risco de um processo especulativo.

Ao contrário do que se previa, o cenário dessa mudança cambial não foi devastador para a economia brasileira: a inflação a partir de março já apresentava queda, mantendo-se nessa trajetória nos meses posteriores; o PIB apresentou um crescimento de 0,8% em 1999, 0,7 pontos percentuais (p.p) acima do ano anterior; a taxa de câmbio se manteve relativamente estável em torno dos R\$2/US\$ e as reservas internacionais apresentavam uma menor volatilidade.

Ainda que a economia estivesse recuperando-se da crise, com o abandono do regime de metas cambiais, havia a necessidade da adoção de uma nova âncora nominal a fim de balizar as expectativas inflacionárias dos agentes econômicos, mantendo a estabilidade de preços da economia.

Assim, em março de 1999, a opção do então presidente do Banco Central Armínio Fraga, escolhido para substituir Gustavo Franco, foi a adoção, ainda que informalmente, de uma nova âncora nominal para a economia brasileira: as metas de inflação. Além disso, deixava-se claro o compromisso da autoridade monetária com o controle dos preços (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2015a):

Considerando-se o novo regime cambial, é essencial transmitir à sociedade que a economia não opera sem âncora nominal e que o Banco Central possui capacidade de atuação. Nesse sentido, o desempenho da autoridade monetária passará a pautar-se pelo comprometimento com o controle da taxa de inflação.

4 1999- 2014: METAS DE INFLAÇÃO

A adoção do sistema de câmbio flutuante e a falência da âncora cambial, utilizada desde a implantação do Plano Real em 1994, levou o Banco Central a adotar o sistema de metas de inflação como regra da política monetária brasileira.

Assim, na seção 4.1 serão analisados os fundamentos teóricos que norteiam as metas de inflação. Ao passo que na seção 4.2 é feita uma análise da implantação das metas inflacionárias para o caso brasileiro, observando as suas peculiaridades e as suas consequências para a economia.

4.1 FUNDAMENTOS TEÓRICOS

O primeiro país a adotar formalmente ao regime de metas de inflação (*inflation targeting*) foi a Nova Zelândia em 1990, devido à inflação alta e volátil verificada desde a década de 1980 (MISHKIN, 2000). Seus resultados puderam ser verificados rapidamente, com a queda inflacionária e sua variação em torno dos limites estabelecidos, bem como o maior crescimento do PIB. Posteriormente, países desenvolvidos e em desenvolvimento passaram a utilizar esse regime devido a situações semelhantes: Canadá (1991), Reino Unido (1992), Finlândia (1993), Austrália (1994), Brasil (1999), Chile (1999), Colômbia (1999), Peru (2002), entre outros (MONTES, 2013).

De maneira ampla, esse sistema consiste no anúncio e no compromisso, por parte do Banco Central, de manter a meta para a inflação. Com isso, os agentes econômicos passam a ver com credibilidade o sistema e a utilizar a previsão de inflação anunciada para o reajuste de contratos, salários e aluguéis. O resultado é a redução das incertezas sobre a inflação futura, propiciando um ambiente econômico mais estável e favorável ao crescimento econômico e à maximização do bem-estar.

Segundo Mishkin (2000), o regime de metas de inflação é uma estratégia de política monetária que engloba cinco elementos principais:

- a) anúncio público de metas de médio prazo para a inflação;
- b) compromisso institucional da autoridade monetária de que política monetária terá como objetivo principal a estabilização de preços;

- c) uso de uma estratégia que envolva a análise de toda informação disponível das variáveis econômicas e não apenas de agregados monetários ou de taxa de câmbio;
- d) transparência da estratégia de condução da política monetária por meio da comunicação com o público, incluindo planos, objetivos e decisões⁶;
- e) aumento da responsabilidade exercida pelo Banco Central com os objetivos da inflação, já que ela servirá para balizar as expectativas de inflação futura.

Assim, esse regime é visto como uma estratégia de médio prazo para a política monetária, possuindo vantagens importantes: alta compreensão pelo público, devido a possibilidade de entender e monitorar as ações do Banco Central, demonstrando a sua transparência; permite que todas as informações disponíveis sejam utilizadas para determinar a melhor condução da política monetária; reduz a possibilidade do uso de políticas discricionárias geradas por pressões políticas; aumenta a responsabilidade do banco central em atingir o centro da meta devido ao alvo numérico explícito para a inflação (MISHKIN, 2000).

O funcionamento das metas de inflação pode ser ilustrado por meio de um modelo simples que envolve a equação da curva de Phillips, da curva IS (*Investment-Saving*) e da função perda do Banco Central, respectivamente (DEBELLE, 1999):

$$\pi_t = \pi_{t-1} + \alpha(y_{t-1} - y_{t-1}^*) + \varepsilon_t \quad (2)$$

$$y_t = y_t^* + \beta(y_{t-1} - y_{t-1}^*) - \gamma(i_{t-1} - i^*) + \eta_t \quad (3)$$

$$L_t = E_t \sum_{s=t}^{\infty} \delta^{s-t} [(1 - \lambda)(\pi_s - \pi^*)^2 + \lambda(y_s - y_s^*)^2]. \quad (4)$$

Onde π_t é a taxa de inflação, π^* é a meta inflacionária, y é o produto, y^* é o produto potencial, i é a taxa real de juros, i^* é a taxa de juros real de equilíbrio, λ traduz as preferências do banco central quanto a flutuações no produto e na inflação, ε_t é um choque de oferta e η_t um choque de demanda.

⁶ O uso dos canais de comunicação tem como objetivo explicar quatro questões para o público em geral, para o mercado financeiro e para os políticos: objetivos e limitações da política monetária; valores numéricos para as metas de inflação e a maneira como foram determinadas; como as metas inflacionárias serão atingidas, dada as condições econômicas e as razões para eventuais desvios (MISHKIN, 1999).

A equação (2) revela que o nível de inflação no período t depende da inflação no período passado e do hiato do produto no período anterior. A equação (3) que o *gap* entre o produto e o produto potencial depende do hiato do produto no período $t-1$ e do diferencial entre a taxa de juros do período anterior e a taxa de juros de equilíbrio do período t .

Desse modo, o Banco Central utiliza como instrumento de política monetária a variação na taxa de juros, com o objetivo de influenciar a inflação, que é seu principal objetivo no sistema de metas inflacionárias. Ao variar i , a demanda agregada (equação 3) e a inflação (equação 2) serão afetadas com um *gap* temporal. Ou seja, sugere-se que a política monetária apresenta efeito defasado na taxa de inflação, justificando a necessidade de previsão da autoridade monetária.

O banco central visa minimizar a função perda, dada pela equação (4), sujeito a (2) e (3), assim:

Se $\lambda = 0$: o banco central preocupa-se apenas com as flutuações de inflação, desprezando as oscilações no produto. A implicação é que para a inflação permanecer dentro da meta, haverá uma elevação da taxa de juros, ainda que tal medida leve a uma queda do produto e do emprego. Por outro lado,

Se $\lambda > 0$: O banco central conduz a política monetária preocupado com o nível de atividade econômica, sendo o mais comum na evidência empírica. Assim, são tolerados desvios excepcionais nas bandas delimitadas, podendo ser feito inclusive revisões, com o objetivo de não tolher crescimento da economia.

Ao isolar a taxa de juros do modelo acima, temos:

$$i = i^* + \sigma_1(\pi_t - \pi^*) + \sigma_2(y_t - y_t^*). \quad (5)$$

A equação (5) é chamada de função de reação do banco central, derivada de uma Regra de Taylor, e demonstra como se dá o ajuste da política monetária:

Se $\pi_t > \pi^*$ e $y_t > y_t^*$: aumento da taxa de juros; por outro lado,

Se $\pi_t < \pi^*$ e $y_t < y_t^*$: redução da taxa de juros.

Ainda que a experiência empírica venha demonstrando a eficiência das metas de inflação para a condução da política monetária, sua principal crítica está ligada à possibilidade de instabilidade do produto econômico caso o controle inflacionário seja o objetivo a ser almejado diante de quaisquer circunstâncias, ou seja, caso em que $\lambda = 0$ (MISHKIN, 1999).

4.2 O CASO BRASILEIRO

Após a transição para uma taxa de câmbio flutuante em janeiro de 1999, o Brasil adotou formalmente às metas de inflação para a condução da política monetária com o Decreto nº 3.088 de 21 de junho de 1999 (BRASIL, 1999). Esse regime atendia ao momento de instabilidade pelo qual a economia brasileira passava, devido a sua transparência e o maior comprometimento da autoridade monetária com o atendimento à meta estabelecida (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 1999, p.5):

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

Dentre as peculiaridades desse regime para o caso brasileiro, podemos destacar as principais (BOGDANSKI; TOMBINI; WERLANG, 2000):

- a) metas de inflação estabelecida com base em variações de um índice de preços⁷ amplamente conhecido;
- b) metas de inflação, bem como os intervalos de tolerância definidos pelo Conselho Monetário Nacional, com base em uma proposta do Ministro das Finanças;
- c) metas de inflação para os anos de 1999, 2000 e 2001 estabelecidas até 30 de junho de 1999; para os anos 2002 e anos seguintes objetivos estabelecidos o mais tardar em 30 de junho de dois anos de antecedência;
- d) ao banco central é dada a responsabilidade de implementar as políticas necessárias para alcançar os objetivos;

⁷ Em 30 de junho de 1999 com a Resolução nº 2.615 determinou que seria o Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) calculado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 1999).

- e) o índice de preços que seria adotado para efeitos das metas de inflação será escolhido pelo Conselho Monetário Nacional, com base em uma proposta do Ministro das Finanças;
- f) metas serão consideradas como tendo sido satisfeitas quando a inflação acumulada observada durante o período de janeiro a dezembro de cada ano (medido em função das variações do índice de preços adotada para esses fins) ficasse dentro dos intervalos de tolerância;
- g) caso as metas sejam violadas, tem-se a necessidade do presidente do Banco Central de emitir uma carta aberta dirigida ao ministro da Fazenda explicando as causas do descumprimento, quais medidas necessárias para assegurar que a inflação retorne aos níveis tolerados e qual o período de tempo necessário para que essas medidas surtam efeito;
- h) relatório de inflação trimestral emitido pelo banco, fornecendo informações sobre o desempenho do quadro de metas de inflação, os resultados das ações de política monetária e as perspectivas em relação à inflação.

Desse modo, o Conselho Monetário Nacional (CMN) estabelece a meta inflacionária, o banco central cumpre e o Comitê de Política Monetária (Copom) fixa a taxa de juros de curto prazo que irá afetar a inflação com defasagens.

Tabela 4 - Metas de Inflação (IPCA)

Ano	Meta (%)	Banda (p.p.)	Inflação Efetiva (IPCA % a.a)
1999	8	2	8,94
2000	6	2	5,97
2001	4	2	7,67
2002	3,5	2	12,53
2003*	4	2,5	9,30
2004*	5,5	2,5	7,60
2005	4,5	2,5	5,69
2006	4,5	2	3,14
2007	4,5	2	4,46
2008	4,5	2	5,90
2009	4,5	2	4,31
2010	4,5	2	5,91
2011	4,5	2	6,50
2012	4,5	2	5,84
2013	4,5	2	5,91
2014	4,5	2	6,41

Fonte: Elaborado pela autora com base em Banco Central do Brasil (2015c).

*Metas revistas pela Carta Aberta de 2003: 8,5% para 2003 e 5,5% para 2004.

A tabela 4 deixa claro que o país tem conseguido manter a inflação dentro dos limites estabelecidos, com exceção dos anos 2001, 2002 e 2003. Abaixo analisa-se de um modo geral as motivações do descumprimento para os três anos em questão:

- a) 2001: consequência de choques externos, devido à desaceleração da economia mundial, à crise argentina e aos ataques terroristas aos Estados Unidos, levaram a uma forte depreciação do real, pressionando os preços internos. No âmbito interno, pode-se citar a elevação dos preços administrados, principalmente das tarifas de energia elétrica (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2002);
- b) 2002: consequência da forte depreciação cambial a partir de meados do ano; evolução dos preços administrados por contrato e monitorados e deterioração das expectativas para a inflação (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2003). Soma-se a isso, a possibilidade de Luiz Inácio Lula da Silva vencer as eleições presidenciais, gerando um temor por parte do mercado em um governo de esquerda (que se mostrou infundado posteriormente);
- c) 2003: consequência, principalmente, do comportamento inercial devido ao descumprimento do ano anterior, das expectativas inflacionárias para o ano e à inflação dos preços administrados (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2004).

Ou seja, o descumprimento desses anos pode ser visto como resultado de choques externos e não da má condução da política monetária implementada no país. Ainda que tenha diminuído a credibilidade, não levou a uma crise no regime de metas inflacionárias. Desse modo, a economia já em meados de 2003 mostrava sinais de recuperação (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2004, p.5):

[...] passou a vigorar um quadro bastante diferente, marcado pela recuperação da confiança nas perspectivas da economia e pela volta à normalidade macroeconômica. Os resultados da política econômica tornaram-se mais evidentes, dissipou-se o ambiente de incertezas acentuadas e a inflação retornou a níveis estáveis e relativamente baixos.

Entre 1995 e 1998, a dívida pública brasileira cresceu consideravelmente devido à combinação de três fatores principais: juros elevados, ausência de superávits primários e o reconhecimento de dívidas passadas, os chamados “esqueletos fiscais”. Como a dívida estava atrelada ao dólar, a desvalorização de 1999 a elevou ainda mais, tornando-a insolvente. Assim, a opção era ou o calote ou o ajuste fiscal. Adotou-se a segunda opção, com o comprometimento do governo em gerar um superávit primário suficiente para conter a expansão da dívida pública.

A solução para atingir esse objetivo foi a elevação da carga tributária, que passou de 27,02% em 1998 para 29,76% em 2000, resultando no aumento do superávit primário.

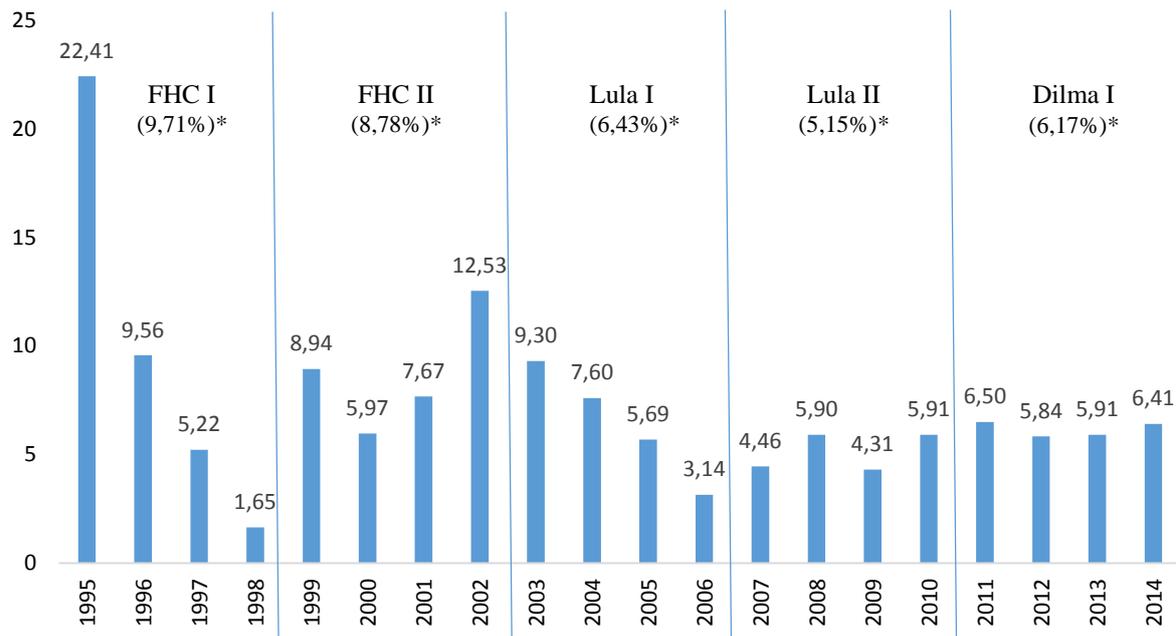
A adoção ao sistema de metas de inflação alterou significativamente à estratégia de política econômica que vinha sendo adotada desde o início do Plano Real em 1994. A estratégia utilizada até 1999 era controlar a inflação por meio da taxa de câmbio e o balanço de pagamentos por meio da taxa de juros. Nessa combinação, os juros eram mantidos em um patamar elevado para atrair capitais, apresentando grande volatilidade, ao passo que a taxa de câmbio apresentava estabilidade.

No entanto, com a adoção das metas de inflação, tal estratégia foi modificada: a taxa de câmbio passou a ser o instrumento de ajuste do balanço de pagamentos e a taxa de juros passou a ser utilizada para atingir as metas inflacionárias. O resultado foi a combinação de juros estáveis, com um câmbio mais volátil. Nota-se que uma possível alternativa para se ter maior ativismo na determinação da taxa de câmbio e na taxa de juros, seria o uso de controle de capitais.

Esse conjunto que compreende as metas de inflação, o câmbio flutuante e o superávit primário tornou-se a nova matriz macroeconômica brasileira, sendo conhecido como o tripé da política econômica.

Tal modelo permitiu a redução nos níveis e na volatilidade da inflação (gráfico 6) e da taxa real de juros (gráfico 7), proporcionando um ambiente mais favorável ao crescimento econômico logo após a sua implantação (gráfico 8), permitindo desvios temporários da meta a fim de suavizar flutuações no nível da atividade econômica (MONTES, 2013).

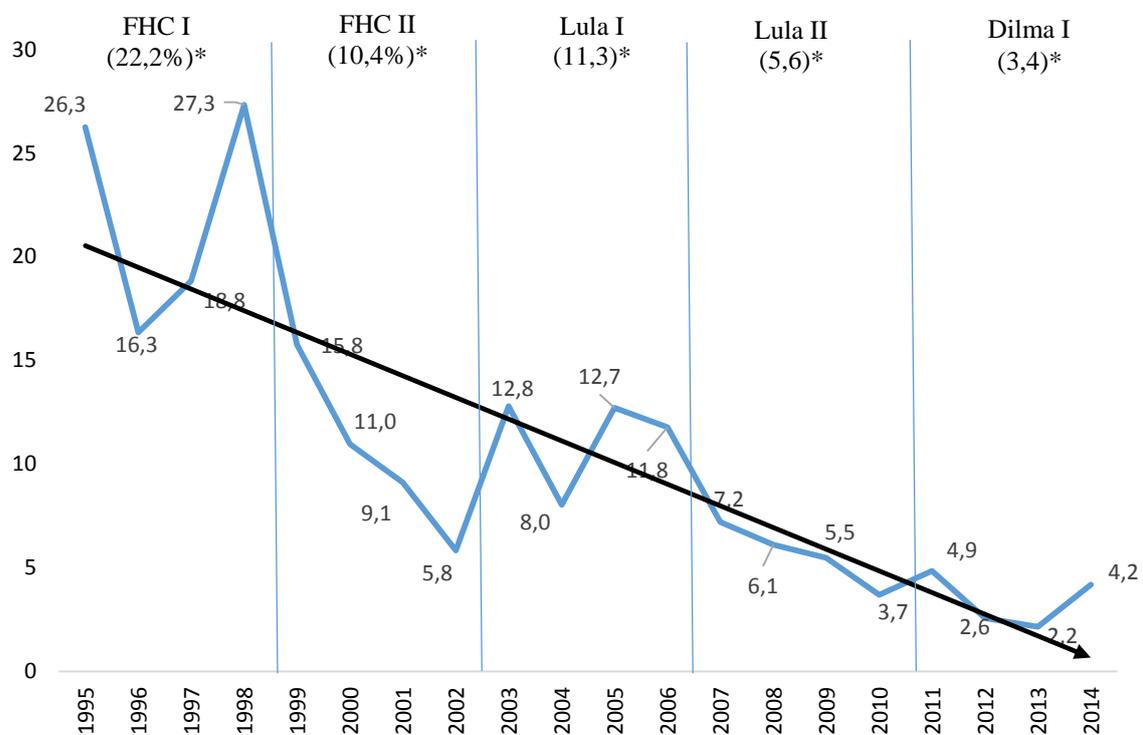
Gráfico 6 - Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA)



Fonte: Elaborado pela autora com base em Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE, 2015).

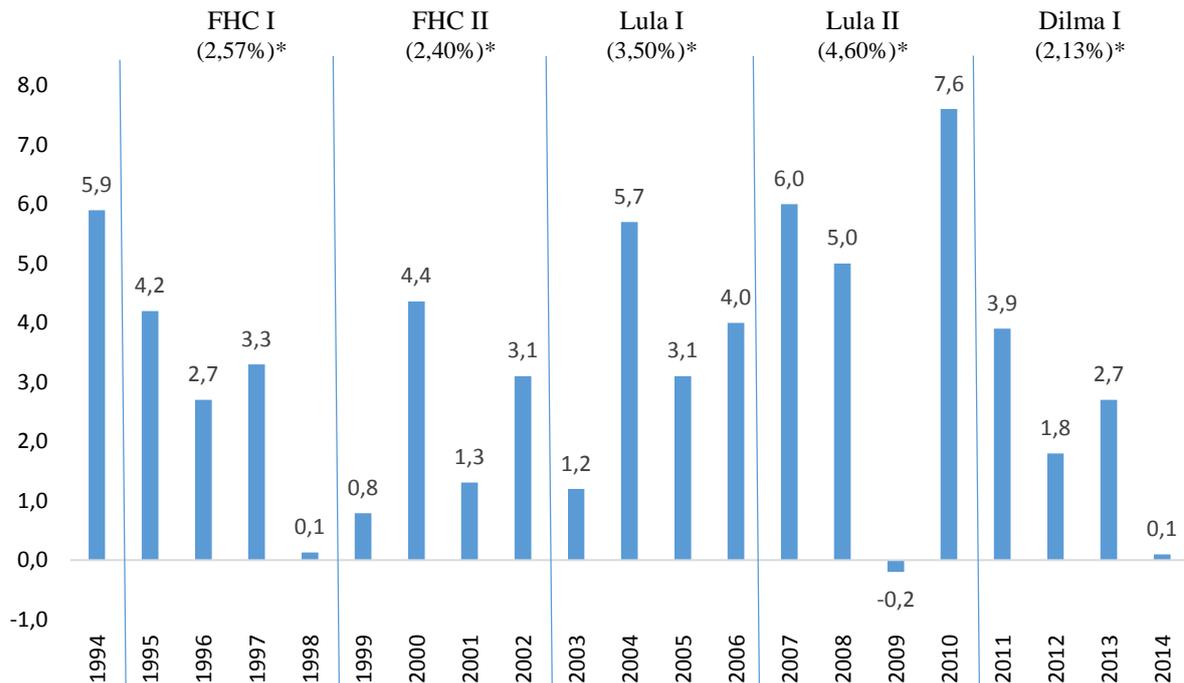
*Os valores referem-se à média de cada mandato presidencial.

Gráfico 7 - Taxa de Juros Real Anual (%)



Fonte: Elaborado pela autora com base em Banco Central do Brasil (2015c) e IBGE (2015).

*Os valores referem-se à média de cada mandato presidencial.

Gráfico 8 - Produto Interno Bruto (%)

Fonte: Elaborado pela autora com base em IBGE (2015).

*Os valores referem-se à média de cada mandato presidencial.

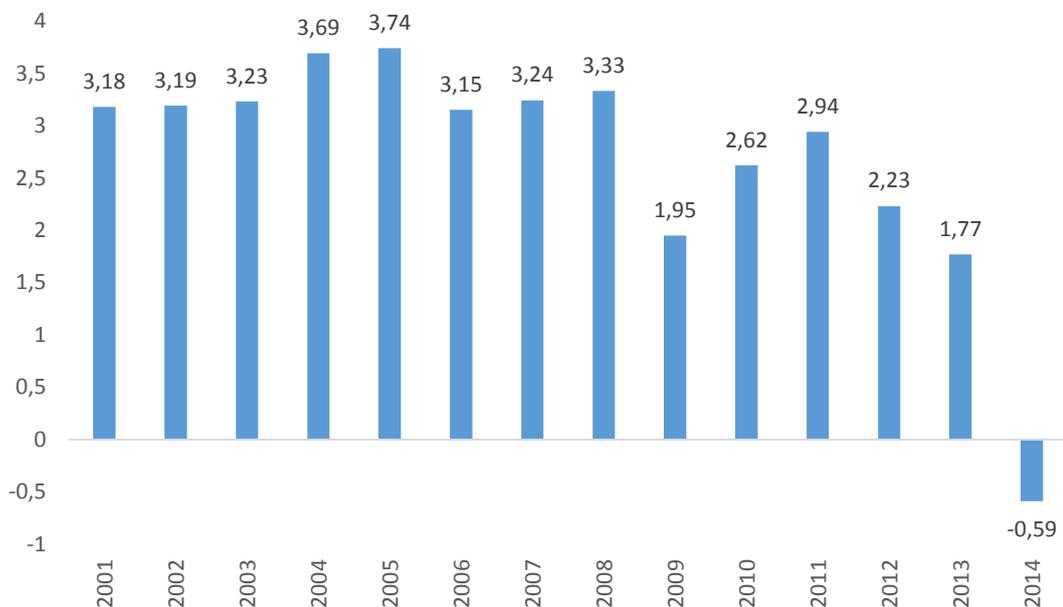
No entanto, a partir do primeiro governo de Dilma Rousseff (2011-2014), nota-se uma “suavização” do tripé de política econômica. O superávit primário, que tinha meta de 1,9% do PIB em 2014, incorreu em um déficit de 0,59%, sendo o pior resultado desde 2001 quando iniciou-se a série histórica do Banco Central. Tal fato pode ser atribuído ao descontrole do gasto público; ao aumento do crédito por parte dos bancos públicos, beneficiando os setores que o Estado julgava “estratégicos” (ligados à cadeia do petróleo e gás e à infraestrutura); à ampliação do plano de investimentos das estatais; à maior intervenção no controle dos preços públicos; entre outras. Ou seja, houve uma tentativa de colocar o Estado no centro do processo de crescimento econômico, caracterizando a nova matriz econômica brasileira. Além disso, os juros reais, que apresentavam uma trajetória de queda desde o início do Plano Real, especialmente no primeiro governo Dilma, tiveram uma redução brusca e de maneira não sustentável no longo prazo, sugerindo que, no seu segundo mandato, essa situação irá se reverter e os juros reais apresentarão uma trajetória ascendente.

Com relação à inflação, o compromisso do banco central parece não ser mais atingir o centro da meta inflacionária e sim mantê-la abaixo do teto, pois ao longo do seu mandato, a inflação nunca atingiu o centro da meta, trazendo consequências negativas para a confiança dos empresários e o consumo das famílias. Diante dessa lacuna, a ata do Copom de janeiro de 2015 procura deixar claro os seus objetivos (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2015a):

[...] o Copom avalia que a política monetária deve contribuir para a consolidação de um ambiente macroeconômico favorável em horizontes mais longos. Nesse sentido, reitera que, no regime de metas para a inflação, orienta suas decisões de acordo com os valores projetados para a inflação pelo Banco Central e com base na análise de cenários alternativos para a evolução das principais variáveis que determinam a dinâmica dos preços.

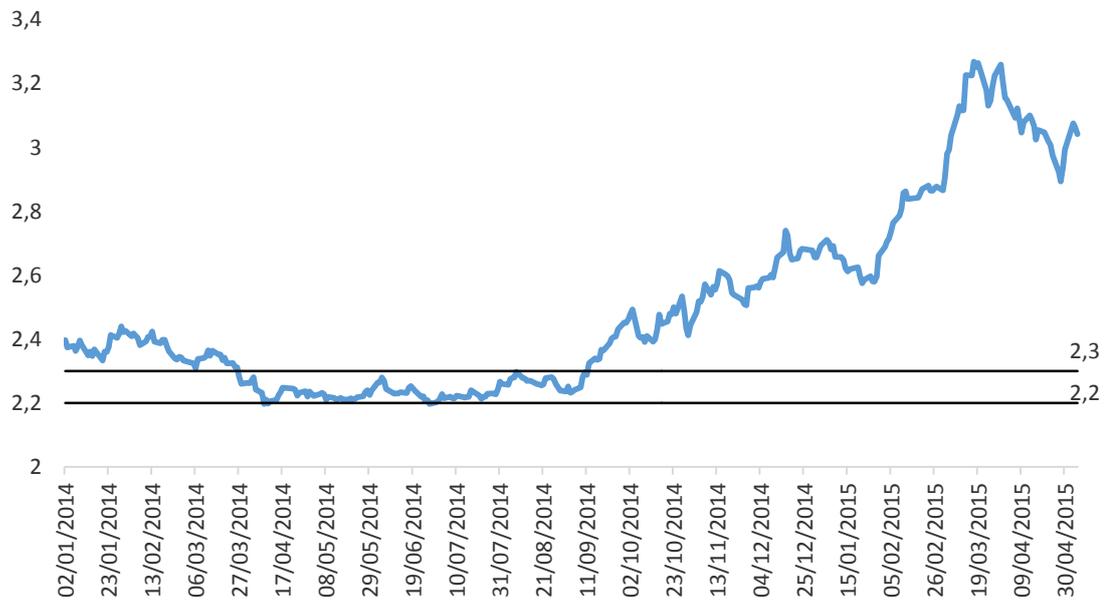
Quanto ao valor médio para o PIB, que desde o segundo mandato de Fernando Henrique Cardoso apresentava trajetória ascendente, no governo Dilma caiu 2,48 pontos percentuais (p.p) se comparado ao governo anterior, influenciado, basicamente, pelo ambiente macroeconômico instável.

Gráfico 9 - Resultado Primário (% PIB)



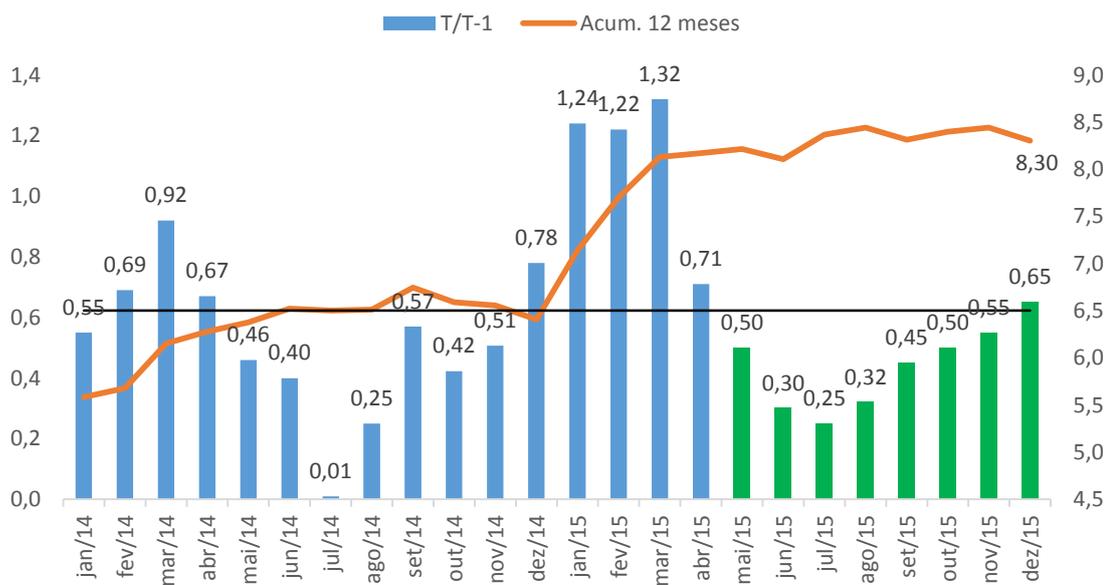
Fonte: Elaborado pela autora com base em Banco Central do Brasil (2015c).

Outro ponto que merece destaque foram as intervenções ocorridas no câmbio com o objetivo de atenuar os problemas inflacionários gerados pelo *pass-through*. Porém, a partir de setembro de 2014, as reduções das interferências do banco central no mercado cambial permitiram que a taxa de câmbio saísse do intervalo entre R\$2,20 e R\$2,30 em relação ao dólar (R\$/US\$), incorrendo em uma trajetória de forte desvalorização da moeda nacional. Essa menor intervenção resultou em uma flutuação cambial “menos suja”, tendo como causas principais o crescimento do déficit das transações correntes, bem como a elevação dos juros nos Estados Unidos e ao fim do programa de *quantitative easing*.

Gráfico 10 - Taxa de Câmbio Nominal jan/2014 a maio/2015 (R\$/US\$)

Fonte: Elaborado pela autora com base em Banco Central do Brasil (2015c).

As previsões do cenário econômico brasileiro não são as mais favoráveis. Segundo o gráfico 11, verifica-se que a variação do IPCA prevista para 2015 é de 8,30% a.a. Desse modo, espera-se que a inflação de 2015 supere o teto da banda, com estimativa de convergência para o centro da meta apenas para o final de 2016 (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2015a).

Gráfico 11 - IPCA e Expectativas t/t-1 e acumulado em 12 meses (%)

Fonte: Elaborado pela autora com base em IBGE (2015).

A inflação acumulada em doze meses até abril já atingiu o patamar de 8,17%, ligeiramente superior aos dozes meses imediatamente anteriores (8,13%). Essa elevação é resultado, principalmente, do reajuste das tarifas de energia elétrica, que estão cerca de 59% mais caras nos últimos doze meses, e da pressão dos preços do setor de serviços (IBGE, 2015). Com o principal objetivo de conter essa ascensão dos preços, a taxa básica de juros (Selic) foi aumentada em 0,5p.p, passando de 12,75% para 13,25% no final de abril de 2015.

Cabe ressaltar que esse reajuste positivo da taxa básica de juros visa combater a inflação por meio do canal de demanda agregada, visto que aumento nos juros desestimula o consumo e o investimento, levando, por consequência, a uma redução dos preços.

Quanto à variação do produto interno bruto brasileiro, sua projeção é de retração de 0,5% para 2015, com expansão de 1% da atividade agropecuária e 0,1% no setor de serviços, com recuo de 2,3% na produção industrial (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2015b). A ata do Copom de abril reconhece o baixo crescimento do produto, deixando claro que a política monetária vai permanecer vigilante, visto que os avanços ainda não tenham sido suficientes. Assim, é destacado a importância da compreensão da sociedade de que o banco central está determinado a cumprir as metas inflacionárias estabelecidas para o final do próximo ano, sinalizando que a taxa Selic não deve ser baixada tão cedo (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2015a):

O Copom observa que os indicadores disponíveis sobre as taxas de crescimento da absorção interna e do PIB se alinharam e que o ritmo de expansão da atividade doméstica este ano será inferior ao potencial. Em particular, o investimento tem-se retraído, influenciado, principalmente, pela ocorrência de eventos não econômicos. Entretanto, para o Comitê, depois de um período necessário de ajustes, o ritmo de atividade tende a se intensificar, na medida em que a confiança de firmas e famílias se fortaleça.

Desse modo, é possível observar que a economia brasileira tem se mostrado desequilibrada em seus mais relevantes aspectos macroeconômicos. Devido à impossibilidade de promover todas as correções de uma só vez, o combate à inflação e o ajuste fiscal sugerem ser as prioridades eleitas. Ambos são vistos como necessários e estratégicos para retomar o crescimento do país.

Percebe-se, assim, que o amadurecimento do regime de metas de inflação no Brasil é necessário, pois se reflete na credibilidade dos agentes no regime (convergência das projeções do banco central e do mercado), contribuindo para um ambiente macroeconômico mais estável, com níveis menores da taxa de juros, crescimento do crédito, melhor desempenho dos mercados

de capitais e melhores expectativas de negócios. Ou seja, uma política monetária comprometida com a estabilidade de preços representa uma boa estratégia para estimular investimentos e, por consequência, o emprego no país (MONTES, 2013).

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A economia brasileira ao longo dos últimos vinte anos tem mantido relativa estabilidade de preços, devido ao processo de estabilização conquistado com o Plano Real em meados de 1994. Esse sucesso pode ser atribuído à competência técnica com que foi implantado e aos contextos nacional e internacionais favoráveis.

Para a consolidação do Plano Real, houve uma reformulação na condução da política monetária brasileira baseada na introdução de uma âncora cambial. Desse modo, a âncora cambial ajudava a conter a inflação, dado que a economia era aberta e com competição externa, mas causava uma significativa deterioração da balança comercial e nas transações correntes. A fim de equilibrar o balanço de pagamentos, os juros internos eram mantidos em um patamar elevado em relação aos juros externos, criando um influxo de capitais. Ou seja, a política monetária era passiva, sendo determinada pelas necessidades de equilíbrio do balanço de pagamentos, tendo como consequência uma maior estabilidade do câmbio e maior volatilidade dos juros.

Apesar desse relativo sucesso no combate inflacionário, alguns pontos permaneceram sem solução. Pode-se dizer que o adiamento do ajuste fiscal perpetuou a vulnerabilidade do país frente a uma crise de confiança, que se tornou visível com a crise de 1999, gerada, principalmente, pela grande fuga de capitais dos mercados emergentes.

A solução, que em crises passadas se mostrava eficiente, qual seja o aumento da taxa de juros, nessa época não surtiu os efeitos esperados de atração de capital estrangeiro. Diante de um quadro de forte pressão sobre as reservas internacionais, tornava-se insustentável manter a âncora cambial, sendo necessário o abandono do regime de câmbio fixo em torno de uma tendência em prol da flutuação do câmbio.

Devido ao longo histórico inflacionário brasileiro, tornava-se claro a necessidade de uma nova âncora nominal para a política monetária. Diante disso, em meados de 1999, as metas de inflação foram oficialmente implementadas, sob a justificativa de ser a condução mais eficaz da política monetária.

As metas de inflação têm como principal objetivo servir como um guia de expectativas da inflação, sendo necessário uma alta transparência do banco central, bem como o aumento da responsabilidade na implementação da política monetária (credibilidade). Para o caso brasileiro, esse regime representou avanços importantes no compromisso do banco central em atingir as metas estabelecidas, balizando as expectativas dos agentes e, por consequência, tornando o ambiente econômico mais favorável ao crescimento.

Acoplado às metas de inflação e ao câmbio flutuante, houve em meados de 1999, o início da chamada “responsabilidade fiscal”, que estabelecia metas para o superávit primário para combater a expansão da dívida pública. Formou-se então o tripé da política econômica brasileira: metas de inflação, câmbio flutuante e superávit primário.

Esse tripé possibilitou o enfrentamento dos principais problemas econômicos do país: inflação, por meio do instrumento da taxa de juros; balanço de pagamentos, por meio do ajuste do câmbio; dívida pública, por meio do superávit primário. Ou seja, há uma integração da política macroeconômica, com o objetivo de ter inflação baixa, equilíbrio externo e controle fiscal. Além disso, é justificado a partir do trilema de Mundell: considerando-se que é necessária uma política monetária ativa e que a mobilidade de capitais é livre, reduzindo o grau de liberdade da política cambial.

Pode-se compreender que esse sistema permitiu uma redução nos níveis e na volatilidade da inflação e da taxa de juros, proporcionando um ambiente mais favorável ao crescimento econômico. No entanto, a partir de 2011 com o governo Dilma houve uma “relativização” do tripé macroeconômico: o superávit primário teve uma queda substancial, incorrendo em déficit (-0,59% do PIB) em 2014 enquanto a meta era de 1,9% e a inflação não atingiu o centro da meta durante o mandato. Tais resultados podem ser vistos como consequência da tentativa de colocar o Estado no centro do processo de crescimento econômico.

Para 2015, projeta-se que a inflação ultrapasse o limite superior, fazendo com que os juros sejam mantidos em um patamar elevado a fim de conter a demanda e a pressão sobre o nível dos preços. A conversão para o centro da meta é estimada apenas para o fim de 2016 e, por isso, a necessidade do banco central manter uma política monetária apertada.

Esses fatores tornaram o ambiente econômico menos previsível e mais instável nos últimos anos, fazendo com que os agentes desenvolvessem um comportamento defensivo, reduzindo os investimentos.

Desse modo, compreende-se que uma política monetária comprometida com a busca da meta inflacionária com menor possibilidade de uso discricionário alarga o horizonte de previsibilidade dos agentes econômicos, reduzindo a incerteza, favorecendo os investimentos, sustentando a demanda agregada e assegurando maior crescimento ao longo do tempo. Para o caso brasileiro, as metas de inflação sugerem ser um regime adequado, que deve ser amadurecido.

REFERÊNCIAS

- ARIDA, Pérsio; RESENDE, André Lara. Inflação inercial e reforma monetária: Brasil. In: ARIDA, Pérsio. (Org.). **Inflação zero: Brasil, Argentina e Israel**. Rio de Janeiro: paz e terra, 1986. p. 9-34.
- AVERBUG, André; GIAMBIAGI, Fábio. **A crise brasileira de 1998/1999: origens e consequências**. Rio de Janeiro: BNDES, maio 2000. p.5-39. (Texto para discussão BNDES, 77).
- BACHA, Edmar. O fisco e a inflação: uma interpretação do caso brasileiro. **Revista de economia política**, São Paulo, v. 14, n. 1, p. 5-17, 1994.
- BAER, Werner. A Retomada da inflação no Brasil: 1974-1986. **Revista de economia política**, São Paulo, v. 7, n. 1, p.29-72, jan./mar. 1987.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Atas do COPOM**. Brasília, 2015a. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?id=ATACOPOM&ano=2015>>. Acesso em: 05 maio 2015.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Carta aberta**. Brasília, 2002. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/carta.pdf>>. Acesso em: 06 abr. 2015.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Carta aberta**. Brasília, 2003. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/carta2003.pdf>>. Acesso em: 06 abr. 2015.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Carta aberta**. Brasília, 2004. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/carta2004.pdf>>. Acesso em: 06 abr. 2015.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório de inflação**, v. 17, n. 1, mar. 2015b. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?relinf>>. Acesso em: 10 maio 2015.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Resolução n. 2.615**. Fixa as metas para a inflação e seus respectivos intervalos de tolerância, bem como o índice de preços a que se aplicam, para os anos 2001, 2000 e 1999. Brasília, 1999. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/1999/pdf/res_2615_v1_O.pdf>. Acesso em: 10 abr. 2015.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Séries temporais**. Brasília, 2015c. Disponível em: <<https://www3.bcb.gov.br/sgspub/localizarseries/localizarSeries.do?method=prepararTelaLocalizarSeries>>. Acesso em: 15 maio 2015.
- BASTOS, Pedro Paulo Zahluth; BIANCARELI, André Martins; DEOS, Simone. Controle de capitais e reformas liberais: uma comparação internacional. **Economia e sociedade**, Campinas, 2006.
- BOGDANSKI, Joel; TOMBINI, Alexandre A.; WERLANG, Sergio R. Da C. **Implementing inflation targeting in Brazil**. Brasília: Banco Central do Brasil, 2000. (Working Paper, 1).
- BRASIL. **Decreto nº 3.088 de 21 de junho de 1999**. Estabelece a sistemática de "metas para a inflação" como diretriz para fixação do regime de política monetária e dá outras

providências. Brasília, 1999. Disponível em:

<http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto/D3088.htm>. Acesso em: 02 abr. 2015.

CARVALHO, Fernando J. Cardim de et al. **Economia monetária e financeira: teoria e política**. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.

CHAMON, Marcos; GARCIA, Marcio. **Capital controls in Brazil: effective?** Rio de Janeiro: International Monetary Fund, 2013. Manuscript.

DEBELLE, Guy. **Inflation targeting and output stabilisation**. Sidney: Reserve Bank of Australia, 1999.

EDWARDS, Sebastian. **How effective are capital controls?** Massachusetts: National Bureau of Economic Research, 1999.

EICHENGREEN, Barry; TOBIN, James; WYPLOSZ, Charles. Two cases for sand in the wheels of international finance. **The economic journal**, Oxford, p. 162-172, 1995.

EPSTEIN, Gerald; GRABEL, Ilene; JOMO, Kwame Sundaran. **Capital management techniques in developing countries: an assessment of experiences from the 1990's and lessons for the future**. Massachusetts, 2003.

FRANCO, Gustavo H.B. Auge e declínio do inflacionismo no Brasil. In: GIAMBIAGI, Fábio et al. **Economia brasileira contemporânea: (1945-2004)**. Rio de Janeiro: Campus, 2005. p. 258-283.

FRANCO, Gustavo H.B; PINHO NETO, Demosthenes. **A desregulamentação da conta e capitais: limitações macroeconômicas e regulatórias**. Rio de Janeiro: PUC-Rio, 2004. (Texto para discussão, 479). Disponível em: <<http://www.econ.puc-rio.br/pdf/td479.pdf>> Acesso em: 18 maio 2015.

FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS dados – FGV dados. **Índices gerais de preços**. Rio de Janeiro, 2015. Disponível em: <http://www14.fgv.br/novo_fgvdados/consulta.aspx> Acesso em: 2 mar. 2015.

GREMAUD, Amaury Patrick; VASCONCELLOS, Marco Antonio Sandoval de; TONETO JÚNIOR, Rudinei. **Economia brasileira contemporânea**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2011.

GRILLI, Vittorio; MILESI-FERRETI, Gian Maria. **Economic effects and structural determinants of capital controls**. Washington: IMF, 1995. (Working Paper, 31)

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA - IBGE. **Sistema IBGE de Recuperação Automática - SIDRA**. Brasília, 2015. Disponível em: <<http://www.sidra.ibge.gov.br/>> Acesso em: 12 maio 2015.

JP MORGAN. **EMBI+ Risco-Brasil**. São Paulo, 2015. Disponível em: <<https://www.jpmorgan.com/pages/jpmorgan>> Acesso em: 07 maio 2015.

KRUGMAN, Paul; OBSTFELD, Maurice. **Economia internacional**. 8. ed. São Paulo: Pearson, 2013.

- LAAN, Cesar Rodrigues Van Der; CUNHA, André Moreira; FONSECA, Pedro Cezar Dutra. **Política cambial e industrialização no governo provisório de 1930: uma revisita aos pilares institucionais do início do PSI**. Cidade: ANPEC, 2011.
- LOPES, Francisco Lafaiete. Inflação inercial, hiperinflação e desinflação: Notas e conjecturas. **Revista de economia política**, São Paulo, v. 5, n. 9, p.135-151, abr./jun. 1985.
- MAGUD, Nicolas; REINHART, Carmen M. **Capital controls: an evaluation**. Califórnia: National Bureau of Economic Research, 2006.
- MENDONÇA, Helder Ferreira de; PIRES, Manoel Carlos de Castro. Liberalização da conta de capitais e inflação: a experiência brasileira no período pós-real. **Estudos Econômicos**, São Paulo, v. 36, n. 1, p. 149-179, 2006.
- MISHKIN, Frederic. **Inflation targeting in emerging market countries**. Cambridge, 2000. (NBER Working Paper, 7618).
- MISHKIN, Frederic. **International experiences with different monetary policy regimes**. Cambridge, 1999. (NBER Working Paper, 7044).
- MODENESI, André de Melo. **Regimes monetários: teoria e experiência do Real**. Barueri: Manole, 2005.
- MONTES, Gabriel Caldas. Credibility and monetary transmission channels under inflation targeting: An econometric analysis from a developing country. **Economic modelling**, Rio de Janeiro, v. 30, p. 670-684, 2013.
- NEELY, Christopher J. An introduction to capital controls. **Federal Reserve Bank of St. Louis Review**, St. Louis, v. 81, Nov./Dec. 1999.
- PEREIRA, Luiz Carlos Bresser. A economia e a política do Plano Real. **Revista de economia política**, São Paulo, v. 14, n. 6, p. 56, 1994.
- PORTUGAL, Marcelo; AZEVEDO, André F. Z. de. **Abertura comercial e política econômica no Plano Real, 1994-1999**. [S.l.], [1999].
- RESENDE, André Lara. A moeda indexada: uma proposta para eliminar a inflação inercial. **Revista de economia política**, São Paulo, v. 5, n. 9, p.130-134, abr./jun. 1985.
- RUCKERT, Isabel Noemia Jungs. A política fiscal em 1993: a busca do equilíbrio das contas públicas. **Indicadores econômicos FEE**, Porto Alegre, v. 21, n. 4, p. 49-60, 1994.
- ZINI JUNIOR, Álvaro Antônio. **Taxa de câmbio e política cambial no Brasil**. São Paulo: Ed. da USP, 1993.

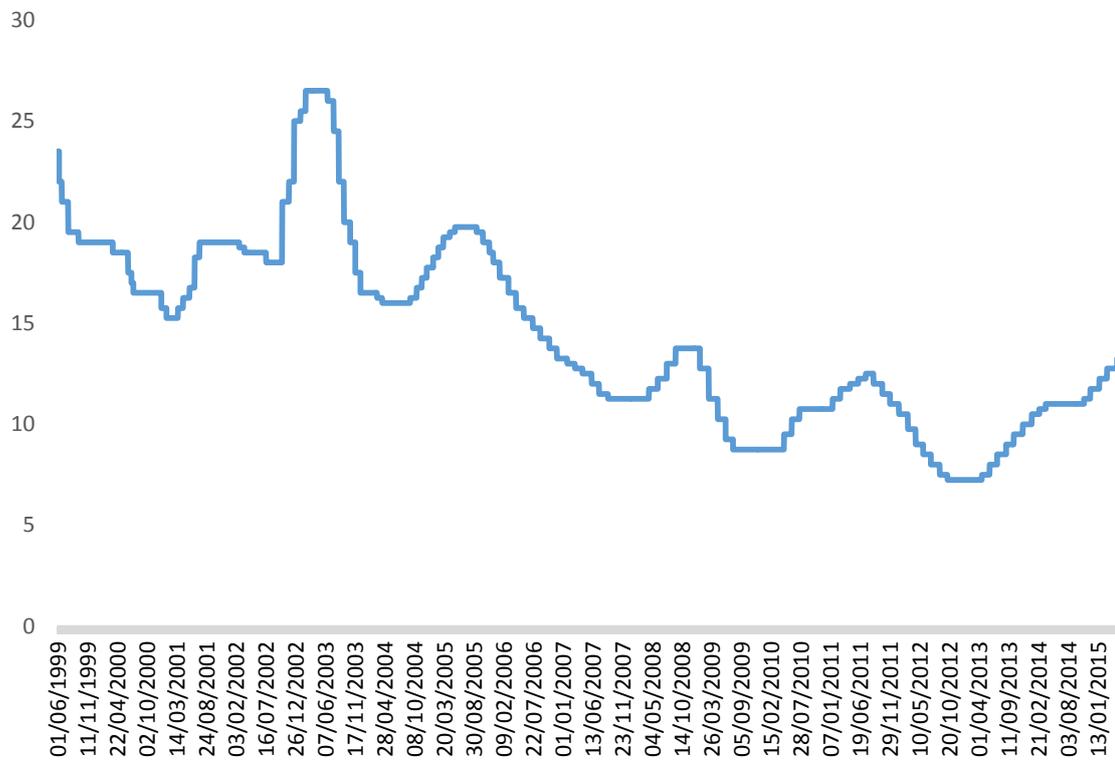
APÊNDICE A – Resultado Global Balanço de Pagamentos – itens selecionados (US\$ milhões)

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Balança Comercial	10.466	-3.466	-5.599	-6.753	-6.575	-1.199	-698	2.650	13.121	24.794	33.641
Exportações	43.545	46.506	47.747	52.994	51.140	48.011	55.086	58.223	60.362	73.084	96.475
Importações	33.079	49.972	53.346	59.747	57.714	49.210	55.783	55.572	47.240	48.290	62.835
Balança de Serviços e Rendas	-14.692	-18.541	-20.350	-25.522	-28.299	-25.825	-25.048	-27.503	-23.148	-23.483	-25.198
Serviços	-5.657	-7.483	-8.681	-10.646	-10.111	-6.977	-7.162	-7.759	-4.957	-4.931	-4.678
Rendas	-9.035	-11.058	-11.668	-14.876	-18.189	-18.848	-17.886	-19.743	-18.191	-18.552	-20.520
Saldo Transações Correntes	-1.811	-18.384	-23.502	-30.452	-33.416	-25.335	-24.225	-23.215	-7.637	4.177	11.679
Conta Capital e Financeira	8.692	29.095	33.968	25.800	29.702	17.319	19.326	27.052	8.004	5.111	-7.523
Erros e Omissões	334	2.207	-1.800	-3.255	-4.256	193	2.637	-531	-66	-793	-1.912
Saldo do Balanço de Pagamentos	7.215	12.919	8.666	-7.907	-7.970	-7.822	-2.262	3.307	302	8.496	2.244
Reservas Internacionais	38.806	51.840	60.110	52.173	44.556	36.342	33.011	35.866	37.823	49.296	52.935

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Balança Comercial	44.703	46.457	40.032	24.836	25.290	20.147	29.793	19.395	2.399	-3.930
Exportações	118.308	137.807	160.649	197.942	152.995	201.915	256.040	242.578	242.034	225.101
Importações	73.606	91.351	120.617	173.107	127.705	181.768	226.247	223.183	239.634	229.031
Balança de Serviços e Rendas	-34.276	-37.120	-42.510	-57.252	-52.930	-70.322	-85.251	-76.489	-86.874	-88.941
Serviços	-8.309	-9.640	-13.219	-16.690	-19.245	-30.835	-37.932	-41.042	-47.096	-48.667
Rendas	-25.967	-27.480	-29.291	-40.562	-33.684	-39.486	-47.319	-35.448	-39.778	-40.273
Saldo Transações Correntes	13.985	13.643	1.551	-28.192	-24.302	-47.273	-52.473	-54.249	-81.108	-90.948
Conta Capital e Financeira	-9.464	17.021	89.086	29.357	71.301	99.912	112.381	70.010	74.245	99.572
Erros e Omissões	-201	-95	-3.152	1.804	-347	-3.538	-1.271	3.138	936	2.209
Saldo do Balanço de Pagamentos	4.319	30.569	87.484	2.969	46.651	49.101	58.637	18.900	-5.926	10.833
Reservas Internacionais	53.799	85.839	180.334	206.806	239.054	288.575	352.012	378.613	375.794	374.051

Fonte: Elaborado pela autora com base em Banco Central do Brasil (2015c).

APÊNDICE B – Taxa Selic Meta (Março/1999 a Maio/2015)



Fonte: Elaborado pela autora com base em Banco Central do Brasil (2015c).