

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA

**REGIMES DE METAS PARA INFLAÇÃO NO BRASIL PÓS CRISE:
FLEXIBILIDADE OU MUDANÇA DE PARADIGMA?**

CAIO LEGAY VERMELHO
matrícula nº: 110051876

ORIENTADOR(A): Prof. Andre de Melo Modenesi

ABRIL 2016
UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA

**REGIMES DE METAS PARA INFLAÇÃO NO BRASIL PÓS CRISE:
FLEXIBILIDADE OU MUDANÇA DE PARADIGMA?**

CAIO LEGAY VERMELHO
matrícula nº: 110051876

BANCA EXAMINADORA

PROF. ORIENTADOR. ANDRE DE MELO MODENESI
PROF. NORBERTO MONTANI MARTINS
PROF. DENISE LOBATO GENTIL

ABRIL 2016

As opiniões expressas neste trabalho são de exclusiva responsabilidade do(a) autor(a)

RESUMO

O foco dessa monografia é o debate que se instaurou, após a crise financeira do subprime iniciada no setor imobiliário Norte Americano, a respeito da vigência do regime de metas de inflação como arcabouço de política monetária no Brasil. Como tal regime não é praticado de forma uniforme pelas economias nacionais, essa questão se inicia com um debate teórico a respeito do mesmo. Através de uma análise das práticas do regime de metas para inflação, chega-se a um conjunto de premissas que são essenciais à sua vigência. Isto feito, confrontaM-se tais premissas com aquelas que foram abandonadas no triênio em análise (final de 2010 ao início de 2013), para chegar à conclusão se tais mudanças foram suficientes para justificar o suposto abandono do regime de metas de inflaçõno Brasil.

É unânime que alguns modelos de conduta formados após 11 anos de prática do regime passaram por alguns ajustes, principalmente com a mudança na Presidência do Banco Central do Brasil e a manutenção do ambiente recessivo com a crise na zona do Euro. Como exemplo desses ajustes, podemos citar o abandono do horizonte temporal do mesmo ano calendário para atingimento da meta e o uso exclusivo da taxa Selic como instrumento de política monetária. O trabalho conclui que tais ajustes não justificam a tese do abandono do regime de metas para inflação, visto que os elementos essenciais ao regime continuaram a ser praticados.

Índice

| | |
|---|----|
| INTRODUÇÃO..... | 7 |
| 1. O REGIME MONETÁRIO DE METAS PARA A INFLAÇÃO..... | 10 |
| 1.1 O controle da inflação de longo prazo através do controle das expectativas..... | 12 |
| 1.2 Contornando a questão da inconsistência temporal e do viés inflacionário da PM..... | 16 |
| 1.3. O fim das metas para agregados monetários..... | 18 |
| 2. A EXPERIÊNCIA DO RMI NO BRASIL..... | 20 |
| 2.1 A Institucionalidade do RMI no Brasil..... | 21 |
| 2.2 A operacionalidade..... | 24 |
| 2.3 O RMI no Brasil de 1999 a 2010..... | 26 |
| 2.3.1 Os anos de 1999 a 2004..... | 27 |
| 2.3.2 Os anos de 2005 a 2010..... | 30 |
| 3. MUDANÇA DE PARADIGMA OU FLEXIBILIZAÇÃO DO MODELO: BIÊNIO 2011-2012 | 32 |
| 3.1 Drásticas mudanças na política monetária recente..... | 33 |
| 3.1.1 Políticas do BCB alternativas à taxa Selic..... | 34 |
| 3.1.2 A coordenação com o MF..... | 34 |
| 3.1.3 As mudanças nas preferências..... | 37 |
| 3.2 Exacerbação da flexibilidade de um regime híbrido..... | 39 |
| 3.2.1 Políticas do BCB alternativas à taxa Selic..... | 42 |
| 3.2.2 A coordenação com o MF..... | 43 |
| 3.2.3 As mudanças nas preferências..... | 43 |
| CONCLUSÃO..... | 44 |

INTRODUÇÃO

Ao longo da década de 1990 diversos países adotaram um novo regime de política monetária, o regime de metas explícitas para a inflação (RMI). Diante das crescentes dificuldades em coordenar os agregados monetários, estratégia de condução de política monetária largamente empregada por Bancos Centrais ao redor do mundo, Instituições Financeiras situadas em Washington e o Tesouro Norte Americano encorajaram países mundo afora a adotar o RMI, na cartilha de política econômica que ficou conhecida como Consenso de Washington. O Brasil o fez em 1999, após a experiência do câmbio fixo, vigente no Brasil a partir de 1995 no âmbito do Plano Real.

Durante a adoção do RMI pelas economias mundo afora, identificou-se que suas práticas estavam sendo condicionadas pelas particularidades de cada economia. Diante dessa pluralidade de experiências com o novo, mas já difundido regime, Ben Bernanke e Frederic Mishkin escrevem um artigo em que são levantadas as congruências entre tais experiências distintas, ou seja, aquelas práticas que definem a essência do regime. Nesse artigo categorizam o regime como de regras discricionárias.

Como esperado, a adoção do RMI no Brasil teve uma trajetória particular. Pela sua posição na economia mundial, pelo momento da história Brasileira e sob o manto da institucionalidade vigente, desenvolveram-se certos modelos de conduta no tocante à sua prática. Entretanto, após a crise financeira de 2008, o ambiente internacional sofreu drásticas mudanças e os principais Bancos Centrais iniciaram uma agenda de políticas não convencionais de forma a amenizar os efeitos da recessão. Tais mudanças de conjuntura levaram o Banco Central do Brasil (Bacen) a adaptar sua política aos tempos de crise.

O trabalho está organizado da seguinte forma: no primeiro capítulo são expostos os pontos levantados por Bernanke e Mishkin como aqueles essenciais ao RMI e quais são as teorias subjacentes, e que justificam, tais pontos. Para isso, retoma-se brevemente o debate que se deu na revolução racionalista, ocorrido no campo da ciência econômica entre as décadas de 1970 e 1980 e

que introduziu a hipótese das expectativas racionais. O segundo capítulo é dedicado à experiência Brasileira com o RMI entre sua adoção e o final de 2010. São apontados os consensos que se formaram em relação à sua prática, como instrumentos ótimos, horizonte de cumprimento da meta, intervalos de tolerância, etc, além de analisar a trajetória da Taxa Selic, do câmbio e do nível de preços no período. O terceiro e último capítulo confronta os argumentos daqueles autores que postulam que as práticas adotadas pelo Bacen entre o final de 2010 e o início de 2013 são suficientes para decretar a suspensão do RMI no período (argumentos esses que focam em diferenciar a ação do Bacen entre 1999-2010 e entre 2010-2013, baseados nos modelos de conduta levantados no segundo capítulo) e aqueles que não vêem as adaptações à nova conjuntura nacional e internacional como suficientes para decretar tal suspensão (argumentando que a essência do regime, detalhada no primeiro capítulo, continua em prática no Brasil, a despeito de uma notória flexibilização).

1. O REGIME MONETÁRIO DE METAS PARA A INFLAÇÃO

Levando em consideração as diferentes economias que adotaram o regime, o artigo tinha a intenção de traçar os pontos em comum entre as experiências analisadas. Resumidamente, pode-se destacar cinco pontos de convergência nos arcabouços do RMI: i) o anúncio de uma meta a ser perseguida pelo Banco Central, estipulada pelo próprio banco central, pelo governo ou uma combinação dos dois; ii) ter como objetivo primário e predominante o controle inflacionário de longo prazo; iii) a publicação periódica de relatórios de inflação, que têm como objetivo melhorar a comunicação com os agentes econômicos (transparência) e coordenar expectativas; iv) mudanças regulatórias e institucionais no sentido de conferir à autoridade monetária maior autonomia na escolha de instrumentos para perseguir a meta e; v) a perda de protagonismo dos agregados monetários. Definitivamente, os pontos dois e quatro são os mais controversos no debate do regime Brasileiro atual. Essa discussão será o tema do terceiro capítulo.

O objetivo dessa seção será expor os motivos pelos quais esses são os cinco alicerces do RMI. O anúncio de uma meta de inflação a ser perseguida pelo BC e as mudanças institucionais que dotem de independência essa mesma entidade para perseguir tal meta - pontos i) e iv) - visam contornar o problema do viés inflacionário da política monetária, problema assim intitulado por Kydland e Prescott (1977). Ter como objetivo primordial o controle inflacionário de longo prazo – ponto ii) - é substrato da hipótese da ineficácia da política monetária elaborada por Sargent e Wallace (1975 e 1976). A coordenação de expectativas pretendida pelos Relatórios de Inflação – ponto iii) - é consequência do caráter racional da expectativa dos agentes que, aplicado ao comportamento dos mesmos na interação com o BC, torna a inflação futura igual à sua expectativa (também conclusão de Sargent e Wallace). O ponto v) é consequência de mudanças nas capacidades operacionais dos bancos comerciais e, por isso, é uma consequência histórica. Como bem sintetiza a frase de um ex-presidente do Banco Central do Canadá, Gerald Bouey: “Nós não abandonamos os agregados monetários, foram eles que nos abandonaram”.

Vale ressaltar que essas teorias foram desenvolvidas no contexto da revolução racionalista, cujo maior expoente foi Lucas. A mais notável mudança teórica foi a nova concepção das expectativas dos agentes, que no modelo de Friedman (o modelo teórico do regime de evolução dos agregados monetários) de condução de política monetária, eram adaptativas. O advento das expectativas racionais gerou um receituário de política monetária diferente e sua maior expressão é o Regime de Metas para Inflação.

1.1 O controle da inflação de longo prazo através do controle das expectativas

Conferir à autoridade monetária o objetivo primário e primordial de controlar a inflação de longo prazo deriva da sua incapacidade de controlar variáveis reais tanto no curto, quanto no longo prazo. Para fins de comparação: o modelo de Friedman, embasado em expectativas adaptativas, postulava ser a autoridade monetária incapaz de controlar variáveis reais no longo prazo, mas através do fenômeno da ilusão monetária, poderia induzir os agentes ao erro sistematicamente e, assim, controlar variáveis reais no curto prazo (Modenesi, 2005; pp 66).

O fato de não conseguir controlar essas mesmas variáveis no longo prazo deriva da Teoria Quantitativa da Moeda (TQM), que postula que o nível geral de preços será diretamente relacionado ao estoque monetário, no longo prazo. Ou seja, o aumento no produto induzido por política monetária resulta em inflação, inflação essa que corrói, no longo prazo, esse mesmo aumento no produto.

$$\dot{M} = \dot{P}$$

A equação acima postula que a evolução do estoque monetário será igual à evolução real do nível de preços. Sempre que o estoque de moeda crescer acima da dotação dos fatores de produção ocorrerá inflação real.

Quando é introduzida a hipótese de expectativas racionais, a regra de formação de

expectativas dos agentes muda, assim como a percepção dos agentes em relação à evolução do estoque de moeda. Nesse novo modelo, que futuramente serviria de base para o artigo de Fischer, são excluídas todas as formas de ilusão monetária pela característica racional das expectativas dos agentes (Lucas, 1972; pp 103).

A inovação da proposta da ineficácia da política monetária reside na diferenciação entre choques monetários de demanda e inflação-surpresa. Tal proposta, elaborada nos trabalhos de Sargent e Wallace (1975 e 1976), é apresentada a seguir.

No modelo do monetarismo tipo I, outro nome para o modelo de Friedman - e que, até então, era considerado o *mainstream* da política monetária - (Hoover, 1984: pp 61) a taxa de desemprego corrente se desvia da natural quando ocorre um erro de expectativa (ilusão monetária que pode ser aplicada pelo banco central) por parte dos agentes, à magnitude do inverso do parâmetro alfa (α) na equação abaixo, ou na presença de choques aleatórios de oferta.

$$U_t = U_N - \frac{1}{\alpha} (\dot{P}_t - \dot{P}_t^e) + s_t \quad (1)$$

Sendo:

U_t = Taxa de desemprego em t

U_N = Taxa de desemprego natural (NAIRU, na sigla em inglês, do termo Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment)

P_t = Evolução real do nível de preços

P_t^e = Expectativa da evolução real do nível de preços

s_t = choques de oferta em t

Se os choques de demanda que deram origem ao erro de expectativa foram aplicados pela autoridade monetária ou ocorreram aleatoriamente, não há diferenciação por parte dos agentes econômicos.

Nesse modelo, há uma diferença entre choques induzidos e aleatórios. Na literatura econômica predominante, o banqueiro central tenta, corriqueiramente, “enganar” os agentes econômicos para levar a taxa de desemprego a um nível abaixo da natural, aplicando choques inesperados de demanda. Por serem induzidos, sistemáticos, são incorporados ao conjunto de informação dos agentes (racionais) que os antecipam, tornando-os inócuos, mesmo no curto prazo. Como os agentes formam expectativas racionais, temos que:

$$\dot{P}_t^e = E(\dot{M}_t + d_t, \text{ s.a. } I_t) \quad (2)$$

Dado que os choques de demanda são independentes e, por isso, não exibem padrão ao longo do tempo, o conjunto de informações condicionantes não diz nada a seu respeito. Assim, sob expectativas racionais, temos:

$$\dot{P}_t^e = \dot{M}_t^e \quad (3)$$

O que nos diz que a expectativa em relação à evolução dos preços será igual à expectativa em relação à evolução do estoque monetário. Como a regra de *feedback* (que pode ser conceituada como a tentativa de fazer convergir o desemprego de curto prazo à NAIRU via manipulação do estoque de moeda) da política monetária é conhecida pelos agentes:

$$\dot{M}_t^e = \beta(U_{[t-1]} - U_N) \quad (4)$$

O desvio entre a evolução efetiva do estoque monetário e a expectativa dos agentes em relação à sua evolução será dada pelo termo surpresa, apenas conhecido pela autoridade monetária:

$$\dot{M}_t - \dot{M}_t^e = \Omega_t \quad (5)$$

Dada a TQM (equação 3):

$$\dot{P}_t - \dot{P}_t^e = \Omega_t + d_t \quad (6)$$

Em (6) fica clara a diferenciação pretendida entre choques surpresa (aplicados fora da regra de feedback pela autoridade monetária) e choques aleatórios de demanda. E, finalmente, chegamos à conclusão da proposta da ineficácia da política monetária com a seguinte equação, substituindo (6) em (1):

$$U_t = U_N - \frac{1}{\alpha}(\Omega_t + d_t) + s_t \quad (7)$$

Dessa forma, a regra de feedback foi retirada das possibilidades da taxa de desemprego se desviar da sua taxa natural. No modelo de Sargent e Wallace (equação 7), os desvios do produto derivam de choques aleatórios (de oferta e demanda, fora do controle dos agentes e da autoridade monetária) ou do componente surpresa da política monetária (desconhecido pelos agentes, mas sob controle da autoridade monetária).

Isto posto, percebe-se que a conclusão geral monetarista se mantém: os desvios do produto da taxa natural se justificam por erros expectacionais. No entanto, o trabalho de Sargent e Wallace qualifica tal erro expectacional. Por serem racionais, os agentes só cometem erros quando surpreendidos, e nunca por políticas sistemáticas. Essa conclusão relega ao campo da política monetária a *condução da expectativa dos agentes*, dado que apenas esta não é capaz de atuar sobre variáveis reais. Dito isso, entende-se a importância que a expectativa dos agentes ocupa no RMI. É por essa razão que são publicados relatórios de inflação periódicos por parte da autoridade monetária e que há uma preocupação em relação à comunicação do banco central com o público. Ainda nesta linha, o anúncio de uma meta também visa coordenar tais expectativas, que são a real causa das oscilações em uma economia de mercado para estes autores.

A proposição de que apenas a moeda surpresa é capaz de criar uma relação negativa entre inflação e desemprego no curto prazo, via manipulação da expectativa dos agentes em relação a evolução do estoque monetário, será fundamental na formulação da regra de Taylor, regra de política monetária do regime monetário de metas para a inflação.

1.2 Contornando a questão da inconsistência temporal e do viés inflacionário da PM

A prática que pode ser considerada o pilar do RMI, o anúncio de uma meta de inflação oficial a ser perseguida – e que, não por coincidência, dá nome ao modelo – tem o objetivo de, além de confirmar a expectativa dos agentes em relação ao compromisso do BC no controle inflacionário, contornar o chamado problema da inconsistência temporal e do viés inflacionário que, segundo um conjunto de autores, paira sobre as decisões de política monetária.

O problema da Inconsistência temporal aplicado à política monetária resulta em seu viés inflacionário, de acordo com o resultado do trabalho de Kydland e Prescott (1977). Uma política elaborada em t , que maximize sua função objetivo, dadas suas restrições, não necessariamente maximiza a função objetivo de $t+1$. Entretanto, o anúncio da política ocorre em t e sua efetiva implementação, em $t+1$. Assim é resumido o problema da inconsistência temporal. Caso a política monetária seja imbuída de discricionariedade, há um incentivo por parte da autoridade em “adaptar” o anúncio às novas condições de $t+1$, ou seja, em não cumprir o anunciado, via discricionariedade.

Como os agentes se comportam racionalmente, políticas monetárias sistemáticas não afetam variáveis reais, nem no curto prazo. Apenas a moeda surpresa é efetiva (pelo processo descrito por Sargent e Wallace), ou seja, o componente não sistemático da política monetária. Como os agentes antecipam essa limitação dos *policymakers*, reconhecem seu incentivo para gerar inflação-surpresa e, assim, se configura um jogo entre a autoridade monetária e os agentes econômicos entre cumprir, ou não, o anunciado. O resultado do jogo (ou a estratégia dominante) é a autoridade monetária trair a política adotada com a intenção de explorar o *trade-off* entre inflação e desemprego. Com ou sem credibilidade, o resultado é o mesmo.

Por tal natureza do processo, o resultado consiste numa afirmação do uso de regras, em detrimento de discricionariedade, na condução da política monetária. Isso porque o anúncio será interpretado como tentativa de aplicar inflação surpresa e, conseqüentemente, não será crível. Isto posto, surge a

seguinte questão: como contornar esse problema? Em resposta a essa questão, Rogoff (1985) propôs a tese da independência do banco central. Ainda em Kydland e Prescott (1977), os autores apontavam para o fato de que o problema do viés inflacionário da política monetária poderia ser contornado através de uma *tecnologia de comprometimento* que induzisse fortemente o *policymaker* a não trair o anunciado. O jogo por eles elaborado só poderia tender ao ótimo de Pareto caso o BC tivesse credibilidade, característica essa construída pela comunicação entre a autoridade monetária e os agentes econômicos.

Entretanto, foi o artigo original de Rogoff (1985) que introduziu a proposta do Banco Central Independente como panaceia para a questão da inconsistência temporal. Sob comando de um presidente conservador, mais sensível à inflação que à sociedade, o BC teria menos incentivo a acionar o viés inflacionário da política monetária (ou seja, a discricção).

Walsh (1995) colocou o problema da seguinte forma, sob forma de jogo: não há mecanismo que internalize as consequências das políticas do BC (situação propícia ao *moral hazard*), configurando-se um incentivo ao viés inflacionário (tentativas de aplicar inflação-surpresa). Se o mandato do presidente não for fixo, a ingerência do poder executivo sobre as decisões de política monetária se dará no sentido de acompanhar o ciclo de negócios. A regra de comprometimento proposta é a adoção de um contrato entre o BC e o governo em que o primeiro se comprometa com uma meta de inflação explícita a ser perseguida, não por ele estipulada. Caso não cumpra a meta, deverá o presidente do BC reportar ao governo e à sociedade os motivos do não cumprimento. Essa internalização dos efeitos negativos da inflação, em um jogo, altera as decisões dos demais agentes e do próprio BC, no sentido de tornar seus anúncios críveis.

1.3. O fim das metas para agregados monetários

A estratégia de condução de política monetária amplamente aceita nas economias capitalistas desde a década de 1960 era a de metas para agregados monetários. Essa proposta é derivada da Teoria Quantitativa da Moeda (TQM) que postula que haverá inflação real nula sempre que o estoque monetário acompanhar a evolução das dotações dos fatores de produção da economia. Ou seja, como os fatores de produção (capital, trabalho e terra) se reproduzem exogenamente – o estoque de capital depende da acumulação de poupança, a força de trabalho depende da estrutura demográfica e a terra, de fatores político-fronteiriços – a estratégia ótima do banqueiro central é aplicar à “conta gotas” inflação nominal que, se acompanhar *pari passu* a evolução dos fatores de produção, resultará em inflação real nula.

Entretanto, na formalização das equações de Cambridge e Fischer, que resultam na TQM, a velocidade de circulação da moeda é tida como constante. Essa constante representa a quantidade de vezes que o estoque monetário deve circular na economia para reproduzir o PIB de um determinado país, de um ano para o outro. Quanto menor o estoque de moeda para um mesmo nível de produto, maior a magnitude dessa constante. O que poderia alterar o valor dessa constante seriam inovações no setor bancário e/ou financeiro que tornassem menos custosa e mais célere a circulação de moeda. E foi justamente esse processo que ocorreu, principalmente a partir da década de 1980.

Como a velocidade de circulação da moeda se tornou uma variável (deixou de ser constante), a estratégia de controlar os agregados monetários se tornou inviável pela sua alta volatilidade e difícil previsibilidade. Segundo a teoria monetária, uma autoridade monetária é incapaz de controlar, simultaneamente, o “preço” (taxa de juros) e a “quantidade” (estoque monetário) de moeda na economia. Daí se iniciou uma nova problemática: já que as metas intermediárias são de difícil controle (a “quantidade”), será a taxa de juros (o “preço”) capaz de balizar a evolução do nível de preços? Ou algum outro indicador, como a taxa de câmbio?

Na linha desse debate, alguns autores tiveram a oportunidade de contribuir. Svensson (2000) adota uma postura híbrida: o regime, segundo o autor, não deve se utilizar de metas cambiais (inclusive porque, na prática, o BC só consegue fixar uma taxa, ou a de juros ou de câmbio), mas o pode fazer em situações atípicas, de alta volatilidade no mercado monetário, que não comprometam a entrega da meta de inflação. Afinal, em economias abertas, variáveis externas têm implicações domésticas (Svensson, 2000). Sucintamente:

“All real-world inflation-targeting economies are quite open economies with free capital mobility, where shocks originating in the rest of the world are important, and where the exchange rate plays a prominent role in the transmission mechanism of monetary policy”.

Ou seja, todas as informações devem ser utilizadas na condução do regime. Ball (1999b) confere à taxa de câmbio um papel ainda mais importante no regime, propondo uma média ponderada entre juros e câmbio como instrumento de controle inflacionário. “Specifically, if policymakers minimize a weighted sum of output and inflation variances, their policy instrument should be an MCI (“Monetary Conditions Index”) based on both the interest rate and the exchange rate” (Ball 1999b).

Quando afirmamos que a autoridade monetária deve dispor de autonomia para escolher seus instrumentos de ação, inclusive pelo fato de ser ela a entidade mais gabaritada a diagnosticar as pressões inflacionárias, seria coerente imaginar que tal autoridade mantivesse atenção a algumas variáveis que tem potencial de gerar distúrbios inflacionários, como o câmbio e o estoque de moeda. Tornar essas variáveis metas intermediárias obviamente é incompatível com o RMI, mas também é incompatível com um *framework* de política monetária que visa controlar o nível geral de preços, variável essa fora do controle direto da autoridade. As experiências com o RMI ao redor do mundo mostram que não há consenso nessa questão. As idiossincrasias de cada economia ditarão os pesos dados a cada variável, e essa será o tema da próxima seção.

2. A EXPERIÊNCIA DO RMI NO BRASIL

Após a implementação do plano Real, em 1994, o Brasil passou pela experiência da âncora cambial, entre 1995 e 1999. Com o abandono desse regime monetário, consequência das dificuldades encontradas em manter o nível de reservas internacionais compatível com a taxa de câmbio entre o real e o dólar em um contexto de reestruturação da dívida externa, adotou-se uma âncora nominal de outra natureza, o Regime de Metas para a Inflação.

Como exposto no primeiro capítulo, esse regime monetário tem contornos amorfos. Em termos de posicionamento na dicotomia regra x discricção, o RMI apresenta componentes de regra (simbolizado pela regra de Taylor) e de discricção (como intervalos para a meta de inflação e a possibilidade de acomodar choques exógenos) (Bernanke e Mishkin, 1997). No caso do instrumento ótimo a ser utilizado, algumas experiências apontaram para a taxa de juros de curto prazo, ao passo que outras obtiveram melhores resultados com a absorvência a outras variáveis macroeconômicas em conjunto com a taxa de juros. A experiência de cada país condicionou cada uma dessas particularidades. A proposta dessa seção será, baseado nos preceitos fundamentais do RMI expostos no primeiro capítulo, demonstrar como essa adaptação se deu no caso Brasileiro.

Em primeiro lugar: como é a institucionalidade do Regime? Que leis e decretos outorgam ao Banco Central suas competências e responsabilidades, quais órgãos são responsáveis pela sua condução, etc.? Em segundo: como é a sua operacionalidade? Quando o Comitê de Política Monetária (COPOM) promove mudanças nas metas para o juros (baseado na Regra de Taylor) e quais são os canais de transmissão dos instrumentos sob controle direto da autoridade monetária para o objetivo final, o nível geral de preços? E, em terceiro e último: quais foram as principais mudanças e consequências da prática do RMI no Brasil nos primeiros 11 anos (1999-2010) de sua vigência? Além disto, busca-se demonstrar quais consensos foram formados após essa experiência de mais de uma década.

2.1 A Institucionalidade do RMI no Brasil

Em 21 de junho de 1999 foi promulgado o decreto nº 3.088 pelo então Presidente da República, Fernando Henrique Cardoso. Do *caput* do decreto: “Estabelece a sistemática de metas para a inflação como diretriz para fixação do regime de política monetária e dá outras providências”. Nele, os principais preceitos legais são elencados, entre outros:

- 1) As metas são representadas por variações anuais de índice de preços de ampla divulgação.
- 2) As metas e os respectivos intervalos de tolerância serão fixados pelo Conselho Monetário Nacional – CMN [...]
- 3) Ao Banco Central do Brasil compete executar as políticas necessárias para cumprimento das metas fixadas.
- 4) O índice de preços a ser adotado para os fins previstos neste Decreto será escolhido pelo CMN, mediante proposta do Ministro de Estado da Fazenda.
- 5) Considera-se que a meta foi cumprida quando a variação acumulada da inflação - medida pelo índice de preços referido no artigo anterior, relativa ao período de janeiro a dezembro de cada ano calendário - situar-se na faixa do seu respectivo intervalo de tolerância.
- 6) Caso a meta não seja cumprida, o Presidente do Banco Central do Brasil divulgará publicamente as razões do descumprimento, por meio de carta aberta ao Ministro de Estado da Fazenda [...]
- 7) O Banco Central do Brasil divulgará, até o último dia de cada trimestre civil, Relatório de Inflação abordando o desempenho do regime de "metas para a inflação", os resultados das decisões passadas de política monetária e a avaliação prospectiva da inflação.

Como exposto, o Conselho Monetário Nacional (CMN) reúne algumas competências importantes dentro do RMI. Formado pelos Ministro da Fazenda e do Planejamento e pelo Presidente do Banco Central, fixa os intervalos de tolerância para a evolução do índice de preços

(índice esse também estipulado pelo CMN, o Índice de Preços Amplo ao Consumidor, através da Resolução nº 2615, de 30 de junho de 1999) sempre com 2 anos de antecedência, sempre no mês de junho.

Vale frisar o forte canal de influência do poder executivo – simbolizado pelos dois ministros de Estado – nas decisões de política monetária, a princípio sob tutela exclusiva do Banco Central. Esse fato é relevante pois diferencia autonomia de soberania. Dotar o Banco Central de autonomia significa confiar a este os rumos da política monetária, creditícia e cambial, ao passo que a soberania é exclusiva da nação Brasileira. Ou seja, o Banco Central tem autonomia em relação ao seu campo de ação, mas deve ser coerente com os rumos da economia Brasileira.

Estipulada a meta e os intervalos de tolerância pelo CMN, o Banco Central tem a incumbência de coordenar a evolução do nível de preços de acordo com os instrumentos que achar adequados. No Brasil, é a taxa básica de juros Selic o principal instrumento de política monetária, taxa essa diretamente conduzida pelo Departamento de Mercado Aberto (Demab), que é responsável pelo ajuste fino da política monetária.

É no Comitê de Política Monetária (COPOM), que se reúne a cada 6 semanas, onde é decidida a meta para a taxa Selic que será vigente até a reunião subsequente, e seu eventual viés. Estipulado um viés, que pode ser de elevação ou de redução, o Presidente do BCB tem a prerrogativa de, a qualquer momento até a próxima reunião do comitê, alterar a meta para a Selic, necessariamente na direção do viés pré-estipulado. Trimestralmente, o COPOM divulga o Relatório de Inflação, que analisa detalhadamente a conjuntura financeira e econômica do Brasil e apresenta suas projeções para a inflação.

Caso o ano-calendário chegue ao fim e a taxa de inflação, medida pelo IPCA, não se encontre, no acumulado dos últimos 12 meses, dentro da meta estipulada anteriormente pelo CMN, deve o Presidente do Banco Central redigir uma carta ao Ministro da Fazenda e à sociedade elencando os motivos pelos quais a meta não foi atingida.

Ressalta-se que o BCB é um dos Bancos centrais que adotam o horizonte do ano-calendário para cumprimento da meta. Os demais BCs adotam prazos maiores no intuito de melhor acomodar choques sobre o produto, o que representa a política tempestiva de ataque a inflação praticada no Brasil (Hammond, 2012; pp 9)

Retornando: essa prática visa compartilhar os custos do não cumprimento da meta – que acarreta em perda de bem-estar pelos agentes econômicos via perda do poder de compra do salário ou correções nos ganhos de capital – com o próprio Banco Central, atando-o ao seu compromisso com a meta de inflação.

Os relatórios trimestrais de inflação, divulgados pelo BCB, também são peça fundamental do RMI. É através destes que ocorre a comunicação com os demais agentes econômicos, promovendo a transparência nas decisões da autoridade monetária.

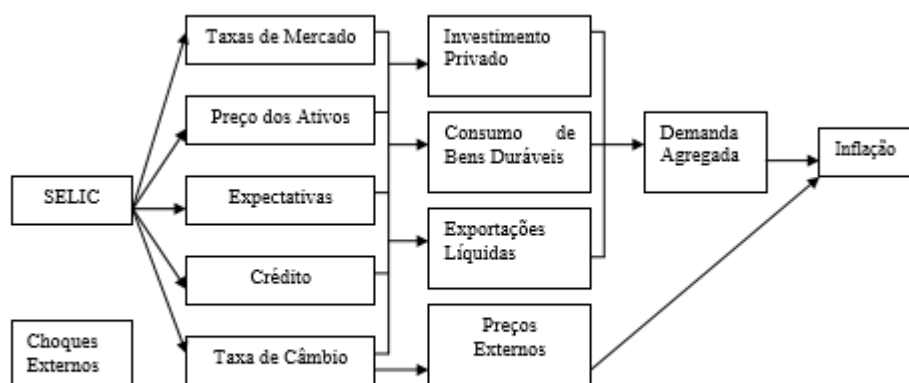
Outro ponto importante que, apesar de não se situar no campo legal, tem forte influência sobre a política monetária Brasileira, é a divulgação do Boletim Focus pelo BCB. Esse boletim, divulgado semanalmente, contém um resumo das expectativas de mercado a respeito de alguns indicadores da economia Brasileira, como projeções para a inflação, produto, balanço de pagamentos e, principalmente, para a trajetória da taxa de juros Selic. Tem o objetivo de gerar subsídios para o processo decisório da política monetária. Em teoria agrega ao conjunto de informações observadas pelo BCB as estimativas de economistas do mercado financeiro mas, na experiência Brasileira, tem se mostrado um forte canal de influência de interesses financeiros privados sobre as decisões de política (Grupo de Economia/Fundap, 2012; pp 11).

Esse consenso que se formou, de que as previsões do Boletim Focus sobre as decisões do COPOM devem ser confirmadas pelo próprio comitê, só foi relativizado no período da história monetária Brasileira que ficou conhecido como “Nova Matriz Macroeconômica” (NMM), o que bem simboliza esse arraigado consenso. Esse período é o tema do próximo capítulo. Como visto, o BCB deve se fiar em todas as informações possíveis para ditar os rumos da política monetária e, mais especificamente, da meta para a taxa Selic, não apenas aquelas constantes nas expectativas de

mercado.

2.2 A operacionalidade

Como elaborado no primeiro capítulo, a taxa de juros de curto prazo é o instrumento primordial de condução da política monetária, apesar de não ser a única variável observada pelo Banco Central. Como a autoridade monetária de uma economia tem o monopólio sobre a emissão da moeda nacional, ela manipula a taxa de juros de curto prazo (taxa *overnight*) através de intervenções no mercado interbancário de títulos públicos. Através do Departamento de Mercado Aberto (DMAB) do Banco Central é feito o ajuste fino entre a oferta e demanda por encaixes do setor bancário. A taxa básica de juros da economia é a taxa média ponderada pelo volume das operações de financiamento por um dia, lastreadas em títulos públicos federais e realizadas no Selic (que nesse contexto é o Sistema Especial de Liquidação e de Custódia), na forma de operações compromissadas. Ou seja, a taxa básica de juros está sob forte controle da autoridade monetária, diferentemente dos outros parâmetros observados pelo BC. Os canais de transmissão entre essa taxa e o nível geral de preços, o objetivo final da ação do BCB, podem ser assim esquematizados:



Fonte: BCB (1999).

Sendo a primeira passagem, da taxa de juros básica (Selic) para a demanda agregada, feita

através da curva IS de equilíbrio do mercado de bens e serviços e, a segunda, da demanda agregada para a inflação, formalizada pela Curva de Phillips.

$$i_t \xrightarrow{\text{Curva IS}} y_{t+1} \xrightarrow{\text{Curva de Phillips}} \pi_{t+2}$$

Já exposto quem tem a competência para praticar política monetária e como se dá a sua ação, resta compreender, no caso Brasileiro, quando tal atuação se mostra necessária. Como exposto no primeiro capítulo, a expectativa dos agentes econômicos em relação à evolução do nível geral de preços tem forte influência sobre a sua evolução efetiva. Dessa forma, coordenar a expectativa dos agentes é uma das principais tarefas do BCB.

Assim, sempre que a expectativa dos agentes em relação à inflação se encontrar acima da meta pré-estipulada pelo CMN, o Banco Central irá intervir no mercado de títulos públicos com o objetivo de elevar a taxa básica de juros e arrefecer tais expectativas. Da mesma forma, como a inflação é diagnosticada como de demanda, choques de demanda (considerando que a autoridade monetária não tenta aplicar inflação-surpresa) que tendam a elevar o produto acima do seu nível potencial – que é uma variável de difícil mensuração – serão, também, respondidos com aumentos na taxa básica de juros. Formalizando o raciocínio, chegamos a Regra de Taylor:

$$i - i^* = a_\pi \cdot (\pi - \pi^*) + a_y \cdot (y - y^*)$$

Sendo:

i = taxa básica de juros

i^* = taxa de juros de equilíbrio

a = pesos do desvio da expectativa e do hiato do produto

π = nível de preços acumulados

π^* = meta de inflação

y = produto corrente

y^* = produto potencial

Ou seja, sempre que a expectativa de inflação ficar acima (abaixo) da meta ou o produto corrente se situar acima (abaixo) do seu potencial, o BCB deverá, segundo a sistemática das metas de inflação, conduzir um aperto (afrouxamento) monetário com o objetivo de corrigir essa distorção.

2.3 O RMI no Brasil de 1999 a 2010

De forma introdutória, a experiência do RMI nesse período pode ser dividida em duas fases. Na primeira, de 1999 a 2004, o Banco Central teve dificuldades no cumprimento das metas, muito em função das dificuldades encontradas no balanço de pagamentos, consequência das incertezas geradas na adoção do novo regime em 1999, na eleição do novo Presidente em 2002, dos ataques ao World Trade Center em 2001, etc. Em 1999 e 2000 ela foi atingida. Entretanto, de 2001 a 2003, apesar das altas taxas de juros praticadas, o BCB foi incapaz de fazer convergir a taxa de inflação aos limites de tolerância estipulados pelo CMN. Em 2004, a meta foi reajustada um ano após a sua primeira divulgação, só assim possibilitando a convergência e o duvidoso cumprimento.

Histórico de Metas para a Inflação no Brasil

| Ano | Norma | Data | Meta (%) | Banda (p.p.) | Limites Inferior e Superior (%) | Inflação Efetiva (IPCA % a.a.) |
|--------------------|-----------------|-----------|----------|--------------|---------------------------------|--------------------------------|
| 1999 | | | 8 | 2 | 6-10 | 8,94 |
| 2000 | Resolução 2.615 | 30/6/1999 | 6 | 2 | 4-8 | 5,97 |
| 2001 | | | 4 | 2 | 2-6 | 7,67 |
| 2002 | Resolução 2.744 | 28/6/2000 | 3,5 | 2 | 1,5-5,5 | 12,53 |
| 2003 ^{1/} | Resolução 2.842 | 28/6/2001 | 3,25 | 2 | 1,25-5,25 | |
| | Resolução 2.972 | 27/6/2002 | 4 | 2,5 | 1,5-6,5 | 9,30 |
| 2004 ^{1/} | Resolução 2.972 | 27/6/2002 | 3,75 | 2,5 | 1,25-6,25 | |
| | Resolução 3.108 | 25/6/2003 | 5,5 | 2,5 | 3-8 | 7,60 |
| 2005 | Resolução 3.108 | 25/6/2003 | 4,5 | 2,5 | 2-7 | 5,69 |
| 2006 | Resolução 3.210 | 30/6/2004 | 4,5 | 2 | 2,5-6,5 | 3,14 |
| 2007 | Resolução 3.291 | 23/6/2005 | 4,5 | 2 | 2,5-6,5 | 4,46 |
| 2008 | Resolução 3.378 | 29/6/2006 | 4,5 | 2 | 2,5-6,5 | 5,90 |
| 2009 | Resolução 3.463 | 26/6/2007 | 4,5 | 2 | 2,5-6,5 | 4,31 |
| 2010 | Resolução 3.584 | 1/7/2008 | 4,5 | 2 | 2,5-6,5 | 5,91 |
| 2011 | Resolução 3.748 | 30/6/2009 | 4,5 | 2 | 2,5-6,5 | 6,50 |
| 2012 | Resolução 3.880 | 22/6/2010 | 4,5 | 2 | 2,5-6,5 | 5,84 |
| 2013 | Resolução 3.991 | 30/6/2011 | 4,5 | 2 | 2,5-6,5 | 5,91 |
| 2014 | Resolução 4.095 | 28/6/2012 | 4,5 | 2 | 2,5-6,5 | 6,41 |
| 2015 | Resolução 4.237 | 28/6/2013 | 4,5 | 2 | 2,5-6,5 | 10,67 |
| 2016 | Resolução 4.345 | 25/6/2014 | 4,5 | 2 | 2,5-6,5 | |
| 2017 | Resolução 4.419 | 25/6/2015 | 4,5 | 1,5 | 3,0-6,0 | |

^{1/} A Carta Aberta, de 21/1/2003, estabeleceu metas ajustadas de 8,5% para 2003 e de 5,5% para 2004.

Fonte: Banco Central do Brasil

2.3.1 Os anos de 1999 a 2004

O ano de 1999 começou com mudanças drásticas na política monetária. O abandono do regime de metas cambiais em janeiro foi o estopim para um *overshooting* da taxa de câmbio, que atingiu R\$/US\$ 2,16 em março, na ponta da venda, de acordo com o índice PTAX800, taxa esta que se encontrava no patamar de R\$/US\$ 1,21. No mesmo mês, o recém-empossado Presidente do Banco Central, Armínio Fraga, já implicitamente adotando o RMI (que só viria a ser formalmente oficializado em junho) fixou, como membro-votante do Copom, a meta para a taxa de juros Selic em 45% a.a. A valorização cambial que se seguiu abriu espaço para que a Selic fosse rebaixada ao longo do ano, chegando a 19% a.a em setembro. A justificativa para a volátil trajetória da taxa Selic em 1999 foi a volátil taxa de câmbio observada. Esse fato sugere duas conclusões: há forte correlação, no Brasil, da taxa de câmbio com o nível de preços e; o BCB está atento à sua dinâmica nas suas decisões de *policy*.

Em 2000, a oscilação verificada no ano anterior arrefeceu. Com isto, o BCB manteve praticamente inalterada a política monetária ao longo do ano, apenas reduzindo a meta para a taxa Selic de 19% para 15,75% a.a. Assim, o primeiro biênio do RMI foi bem-sucedido em termos de controle da inflação.

Foi a partir do início de 2001 que a economia Brasileira passou por diversos choques, internos e externos. A deterioração das condições externas, como a maior volatilidade do preço do petróleo, o aprofundamento da crise econômica na Argentina e a desaceleração da economia mundial (exacerbada pelos atentados de 11 de setembro) resultaram em uma desvalorização na taxa de câmbio de intensidade ainda maior que a vista em 1999. Ademais, a crise energética doméstica, que culminou com o racionamento de energia, gerou um descompasso entre demanda e oferta agregadas que impulsionou a pressão inflacionária. A taxa Selic, que iniciou o ano em 15,75% a.a, foi sendo sistematicamente elevada até atingir 19% a.a, em julho, patamar este que ficou inalterado ao longo do ano.

O fato do COPOM não ter aumentado a meta para a taxa Selic entre julho e dezembro é simbólico: mesmo estando a inflação acumulada, até julho, em 4,4% - o que tornava a meta inatingível com a situação da economia Brasileira no momento – entendeu-se que seria custoso demais, em termos de desempenho econômico, fazer convergir a inflação para a meta dentro do ano calendário de 2001. Dessa forma, abandonou-se formalmente a meta para esse ano nas Notas da 62ª Reunião do COPOM de agosto de 2001, evidenciando que um Banco Central não age cegamente em relação às condições macroeconômicas do seu país, mesmo tendo como objetivo primordial o controle inflacionário, e não a estabilidade do produto.

Em 2002, a taxa de câmbio, que já começou o ano desvalorizada, sofreu outro impulso. A partir de maio, foi de uma taxa média de R\$ 2,40 para R\$ 3,81, em outubro, fechando o ano em R\$ 3,63. Essa desvalorização na taxa de câmbio, acentuada pelas incertezas geradas pela vitória do Presidente Lula nas eleições de 2002, foi fortemente sentida na variação do IPCA, principalmente pelos preços administrados. Mesmo tendo elevado a meta para a taxa Selic repetidamente nas

últimas três reuniões do COPOM, o BCB foi incapaz de trazer a taxa de inflação para dentro dos limites de tolerância.

O ambiente de risco sentido pelos agentes econômicos no início de 2003 e o repique inflacionário do final de 2002 aumentaram o grau de inércia da inflação Brasileira, que acumulou 73% da meta do ano ainda no primeiro trimestre. Entretanto, a manutenção da matriz econômica do governo FHC (o tripé macroeconômico), a posse de um Presidente no BCB alinhado ao *establishment*, Henrique Meirelles, a elevação da meta para o superávit primário e a elevação da Selic logo nas primeiras reuniões do ano reverteram o quadro de “incertezas” que se instaurara.

Percebe-se a interação entre as políticas do BCB e do MF na coordenação macroeconômica. Além do uso da taxa Selic, o BCB alterou a taxa de recolhimento compulsório como complemento à política de juros. Ao elevar esta taxa, contribuiu para o efeito do canal de transmissão do crédito para o nível de preços. Tais medidas reverteram tanto o processo de desvalorização cambial quanto de aceleração inflacionária, mas não foram suficientes para assegurar o cumprimento da meta. Assim, no ano de 2003, apesar de duas revisões da meta, o BCB foi, novamente, incapaz de promover o controle inflacionário.

A partir de 2004 a conjuntura internacional passou a mostrar ares de fortalecimento (crescimento da produção mundial de 5,7% em 2004) o que impactou positivamente a balança comercial Brasileira. A valorização cambial observada a partir de 2003 – que, em tese, oneraria o setor exportador - não reverteu o superávit na balança comercial verificado, possivelmente devido ao incremento no dinamismo do comércio internacional (Silva e Longuinhos, 2013). No quesito inflacionário, a valorização cambial teve sucesso no seu combate, sendo a meta cumprida em 2004.

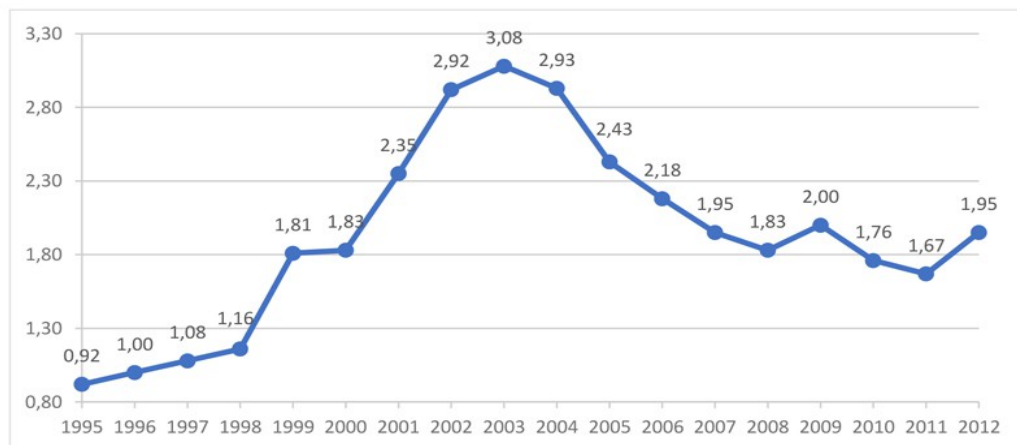
Esse primeiro período do regime de metas inflacionárias teve algumas características marcantes: a PM ocupou um lugar de certo protagonismo, restando à política fiscal a perseguição do superávit primário e à política cambial as acomodações dos fluxos de capital (Como vai o Brasil: André Modenesi). O tripé macroeconômico foi implementado e cumprido à risca, principalmente depois da posse do novo Presidente do Banco Central, Henrique Meirelles, em 2003, e a taxa de

juros teve ação reativa ao câmbio, sendo aquela ditada por este.

2.3.2 Os anos de 2005 a 2010

Como exposto anteriormente, o canal cambial de transmissão de política monetária, no Brasil, é um dos que mais se correlaciona com o índice de preços. Dessa forma, o crescimento do comércio mundial verificado a partir de 2004, principalmente com a China, o “boom” de commodities - que em muito beneficiou os termos de troca Brasileiros – e a prática de altas taxas de juros foram capazes de manter a moeda brasileira valorizada frente ao dólar e promover, conseqüentemente, o controle inflacionário. A política monetária excessivamente restritiva pavimentou uma trajetória de constante apreciação cambial até 2007, o que se configurou como o principal determinante do cumprimento das metas no período (Prates, 2010).

Taxa de câmbio meta: Brasil 1995-2012



Fonte: Como vai o Brasil? Modenesi

A partir de dezembro de 2004 o BCB iniciou uma política explícita no mercado cambial de acúmulo de reservas internacionais no intuito de formar um “colchão de liquidez”. Concomitante à essa ação, esterilizou tais ingressos de dívidas via venda de títulos públicos ao mercado interno, enxugando liquidez do sistema. Apesar de praticar taxas de juros declinantes, entre 2004 e 2007, o ambiente internacional estava marcado por alta liquidez, o que mantinha os fluxos de capitais

constantes para países emergentes, como o Brasil. Vale destacar que no período de 2003 a 2008, diferentemente do quadriênio 1999-2002, foi a política de juros do BCB que condicionou a trajetória do câmbio. Nos anos iniciais do RMI, devido à escassez de recursos externos e às dificuldades encontradas no BP, foram os choques externos (impactando o câmbio) que delinearão a política reativa do BCB. (Prates, 2010).

Com a eclosão da crise, a manutenção do programa de acumulação de reservas (favorecido pelos fatores supracitados e pelo reconhecimento do *investment grade* pelas agências de risco internacional) blindou, temporariamente, o câmbio Brasileiro da retração dos fluxos internacionais de capital. Foi apenas no 4^a trimestre de 2008 que o efeito contágio atingiu a economia Brasileira. As respostas à crise foram múltiplas: o COPOM elevou o juros na reunião de outubro de 2008 e, como consequência da retração do comércio internacional e do congelamento do fluxo de capitais, a moeda Brasileira saiu de R\$ 1,91 em setembro para R\$ 2,37 em fevereiro de 2009.

O período 2004-2009 foi marcado pela boa posição da economia Brasileira no comércio internacional e na lista de destinos dos fluxos de capital, duplamente favorecendo o BP Brasileiro. Como consequência dessa situação, a taxa de câmbio se apreciou de forma significativa e constante, facilitando a tarefa do BCB em cumprir as metas de inflação impostas pelo CMN. Percebe-se que, mesmo com a taxa Selic em trajetória descendente durante o período, a inflação manteve-se controlada, evidenciando a forte correlação da taxa de câmbio com a taxa de inflação.

O ano de 2010 trouxe mudanças. Em termos de política monetária, a troca do Presidente Meirelles por Alexandre Tombini foi associada a alterações nas preferências da atuação do BCB, simbolizadas por mudanças na função de reação do BCB (Curado, 2013; Gonçalves, 2015). Com a eclosão da crise, Meirelles conduziu uma reação extremamente conservadora, simbolizada pelo acontecimento que ficou conhecido como o Erro de Meirelles. Já a atuação de Tombini durante o recrudescimento da crise Europeia, a partir de 2011, definitivamente diferente da de Meirelles, suscitou o início de debates acerca da vigência do RMI no Brasil. Esse será o tema do próximo Capítulo.

3. MUDANÇA DE PARADIGMA OU FLEXIBILIZAÇÃO DO MODELO: BIÊNIO 2011-2012

Como elaborado no primeiro capítulo, o Regime de Metas para Inflação não pode ser categorizado como um regime baseado em regras, tampouco pode ser considerado um regime essencialmente discricionário. Contempla componentes e premissas de regimes regratícios, no sentido de tentar evitar a existência de um viés inflacionário na política monetária, mas, por outro lado, se utiliza de meios discricionários para dar ao regime maior capacidade de absorver choques internos e externos, de demanda ou oferta. Ficou conhecido como um regime de “regras discricionárias” (Bernanke e Mishkin 1997).

No Brasil, tal regime híbrido passou por duas grandes fases desde a sua implementação, como exposto no segundo capítulo. A primeira, entre 1999 e 2004, pode ser considerada como uma fase de implementação, pois em mais de um momento a inflação ficou acima da meta e os meios utilizados não eram apenas aqueles constantes no receituário tradicional. Nessa fase, a trajetória do juros teve caráter reativo a outras variáveis, como o câmbio, fazendo uso da flexibilidade do regime. A segunda, entre 2005 e 2010, seria a fase de pleno funcionamento, caracterizado pelo cumprimento das metas inflacionárias e um seguimento à risca do princípio de Taylor, dando caráter notoriamente cíclico ao crescimento no período.

O debate, que será a seguir exposto, concerne ao período entre 2010 e 2013, quando o Banco Central do Brasil (BCB) utilizou instrumentos de política monetária não convencionais para controlar a inflação. Há autores que interpretam o período como uma fase de exacerbação da flexibilidade do regime, no sentido da discricionariedade, argumentando que as políticas do BCB se sofisticaram na condução do regime, mas sem violar seus aspectos fundamentais. Na mesma linha, não seria o presidente Tombini demasiadamente flexível, mas o presidente Meirelles demasiadamente rígido. Como exemplo podemos citar Delfim Netto (2011c), Curado (2013) e Modenesi (2014). Da mesma forma, há autores, como Moreira (2015) e Gonçalves (2015) que veem

a ação do banco central como um abandono do regime vigente, baseados em mudanças nos parâmetros das preferências do BC no período, na análise das políticas não convencionais praticadas e no desrespeito à regra de Taylor, por mais de uma reunião do COPOM. Moreira (2015) estuda a política monetária no Brasil durante o período em questão e conclui que a mesma passou por um “ponto de inflexão” (*turning-point*) nos últimos anos, no sentido de uma natureza inferior. Entre 2010 e 2013, o Brasil viveu um novo paradigma, que ficou conhecido como “Nova Matriz Macroeconômica” (NMM), em contraponto ao anterior, o “Tripé Macroeconômico” do Novo Consenso Macroeconômico (NCM), declara Gonçalves (2015).

Nem sempre a teoria é capaz de explicar os acontecimentos da vida econômica de um país, colocando o *policymaker* numa posição delicada, de ser capaz de harmonizar os fundamentos teóricos do regime monetário à constante mudança de preferência dos agentes e à incerteza que paira sobre o ambiente econômico. Nesse sentido, o aprofundamento do debate acerca da condução do regime de metas no Brasil se mostra necessário, a fim de melhor compreender as reais condições do BCB na sua posição e não dicotomizar suas decisões entre “dentro ou fora” do regime, na análise da sucessão de eventos recentes ocorridos no âmbito da política monetária no Brasil.

3.1 Drásticas mudanças na política monetária recente

Para compreender os argumentos que apontam para o abandono, entre o final de 2010 e o início de 2013, do regime de metas inflacionárias, é preciso ter uma definição clara do que é o regime de metas. Afinal, são os desvios observados entre a teoria e os fatos recentes na política monetária Brasileira que fundamentam a tese de seu abandono.

Os principais argumentos que fundamentam a tese de que se instaurou no Brasil, a partir de 2010, uma nova ordem econômica (Gonçalves, 2015) e, no caso da política monetária, um novo regime, pautado por objetivos diferentes de curto e longo prazo, são: i) a utilização de políticas

alternativas ao juro pelo BCB, como medidas macroprudenciais de recolhimento compulsório, para o controle da inflação; ii) o ativismo do Ministério da Fazenda e a coordenação com o BCB, mostrando um diferente diagnóstico do processo inflacionário brasileiro e; iii) as mudanças nas preferências na função de reação do BCB, que colocaram o peso do desvio do produto acima do desvio da inflação, quebrando o princípio de Taylor. O objetivo desse capítulo é melhor compreender tais argumentos.

3.1.1 Políticas do BCB alternativas à taxa Selic

Foi a partir de dezembro de 2010 que mudanças aconteceram no âmbito da política monetária: o BCB elevou a taxa do recolhimento compulsório sobre depósitos à vista e à prazo com o intuito de sufocar o canal do crédito da política monetária e, conseqüentemente, a inflação. Tal estratégia mostrou-se inovadora, afinal, durante toda a gestão Meirelles, o juro havia sido o único instrumento de controle inflacionário utilizado pelo BCB (Modenesi, como vai o Brasil, 2014). Somando-se a isso, um conjunto de medidas, ditas macroprudenciais de controle de liquidez, adotadas pelo Brasil à luz do tratado de Basileia III, foram implementadas para melhor balizar a tendência de apreciação do real, resultante do maior diferencial entre os juros internos e externos (Cagnin et al., 2013). A atenção ao câmbio como variável relevante no processo de controle inflacionário não se enquadra no *framework* do RMI.

3.1.2 A coordenação com o MF

A partir de meados de 2010 percebe-se um maior ativismo na política do Ministério da Fazenda (MF), com motivações claras no sentido de controlar a volatilidade do câmbio via controle de capitais, um dos canais de transmissão da política monetária. Para perseguir esse objetivo, o

imposto sobre operações financeiras (IOF) teve sua alíquota alterada diversas vezes no período, entre outras medidas, como a taxaçoão de 6% sobre capitais estrangeiros em portfólio de renda fixa.

Taxa de câmbio nominal R\$/Us\$ - 2011 a 2013

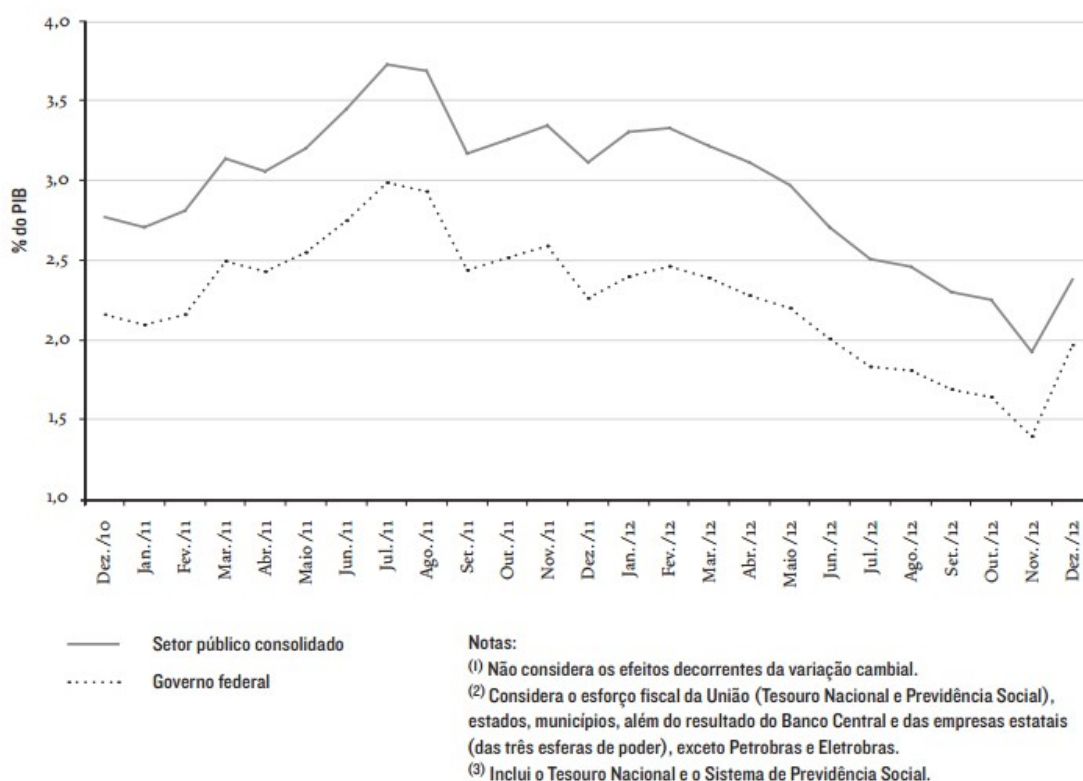


Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração: Cagnin, Prates, Freitas e Novais (2013)

Além de desestimular a entrada de capitais de curto prazo, o IOF atuou como inibidor da demanda agregada interna via contenção do crédito, outro canal de transmissão. Já em 2011, a meta do superávit primário foi elevada pelo MF, o que abriu espaço para que a SELIC fosse reduzida a partir do segundo semestre do mesmo ano, coordenando as políticas do MF e do Banco Central do Brasil (BCB). Apesar de não serem editadas pelo BCB, tais medidas, entre outras, foram complementares à sua atuação, o que foge do receituário tradicional do regime de metas de inflação.

Até o final do primeiro semestre de 2011, apesar de se perceber medidas mais coordenadas – o BC elevou o juro de 11,5% a.a para 12,5% a.a e o MF, a meta para o superávit primário de 2,7% do PIB para 3,7% - as mudanças foram superficiais.

Evolução do superávit primário (acumulado de 12 meses) do setor público consolidado e do governo federal, em % do PiB – dez./10 a dez./12



Fonte: Cagnin et al (2013)

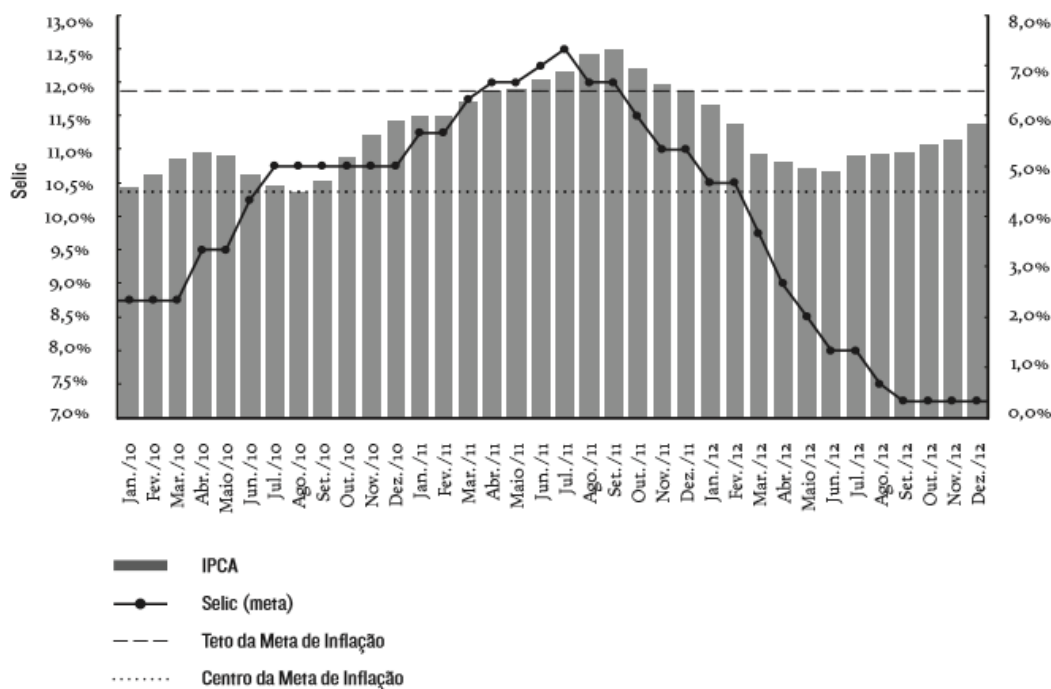
Foi partir de meados de 2011 que diversas medidas foram adotadas pelo Setor Público explicitamente como anti inflacionárias, que não a política de juros. A MP 579, que antecipou o término das concessões do setor elétrico, anunciada explicitamente como anti inflacionária, é o caso mais claro de mudança de diagnóstico. Visava conter a evolução dos preços com depreciações induzidas no custo da energia, a serem repassadas ao preço final. Ademais: a) o movimento de

desindexação da Dívida Pública Mobiliária Federal Interna (DPMFi), com a redução da participação das Letras Financeiras do Tesouro (LFT) - indexadas à taxa Selic, que inibiam a transmissão da política monetária aos preços - no balanço do BCB; b) a redução da contribuição patronal sobre a folha de pagamentos e; c) algumas medidas regulatórias que visavam conter a apreciação do real como resposta à redução do dinamismo da área do euro; todas foram medidas adotadas fora do receituário tradicional do RMI, o juros de curto prazo.

3.1.3 As mudanças nas preferências

Com efeito, foi a decisão tomada na 161ª reunião do COPOM, em agosto de 2011, que justificou o início do debate, muitas vezes midiático e superficial, acerca da vigência, ou não, dos princípios que norteiam o RMI. Naquela reunião, apesar das informações indicarem a inflação corrente acima do teto da meta no acumulado de 12 meses, a decisão foi de baixar a meta para a SELIC em 5 p.p. Da ata do COPOM: “Em síntese, o conjunto de informações disponíveis sugere persistência da alta de preços observada em 2010, processo liderado pelos preços livres, que, em parte, reflete o fato de a inflação de serviços seguir em níveis elevados” (Ata COPOM 161ª reunião, BCB).

Evolução da meta selic e IPCA – variação acumulada em 12 meses



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração: Grupo de Conjuntura – Fundap.

Entre os meses de janeiro e julho de 2011, o COPOM elevou paulatinamente a taxa Selic, como resposta às pressões inflacionárias referentes ao aumento de preço das commodities no mercado internacional, demonstrando uma mudança de estratégia, do aumento tempestivo – característica da gestão Meirelles – para um aumento gradual. Como justificativa para essa mudança estratégica, o COPOM sinaliza sua observância às medidas implementadas no último ano como relevantes no processo de controle inflacionário, como a alteração do compulsório e o esperado alcance da nova meta do superávit primário anunciada pelo MF meses antes. Claramente a política de juros teve sua eficácia relativizada.

Entre agosto de 2011 e o final de 2012, a meta da taxa SELIC foi sendo continuamente rebaixada, indo de 12,5% a.a para 7,25% a.a. Os motivos apontados pelos membros do COPOM para que tal movimento fosse posto em prática foram, apesar da inflação acumulada de 12 meses estar acima do centro da meta: i) a manutenção dos prêmios de juros nas economias centrais à

patamares mínimos históricos, o que mantinha constantes os fluxos de capitais à busca de melhores rentabilidades nos países periféricos; ii) o arrefecimento da demanda doméstica por bens e serviços e; iii) a convergência da inflação esperada e observada ao centro da meta a partir de de 2012, explicitando um alongamento do horizonte temporal esperado para que a meta seja cumprida (na gestão Meirelles, o horizonte era de janeiro a dezembro) e iv) a manutenção da crise na área do euro por período mais prolongado que o esperado.

Os parâmetros estimados das preferências do Banco Central apontam, inequivocamente, para uma maior preocupação com o hiato do produto em detrimento do controle inflacionário. “Nesse sentido, a estabilização do produto em torno de seu potencial parece constituir um objetivo importante nas decisões de política monetária tomadas pelo Banco Central do Brasil, em detrimento do controle inflacionário estrito” (Curado e Curado, 2013). Em outras palavras, a política monetária começou a “dividir” a competência de controlar o nível de preços com as demais formas de intervenção do Estado na economia. Entretanto, isso duplamente quebra os princípios do RMI: primeiro porque concebe a inflação como plurifacetada, não apenas sob sua concepção monetária. E segundo, como consequência do primeiro, passa a combater a inflação de acordo com esse novo diagnóstico, ou seja, com políticas paralelas ao juros.

O período da NMM não só ficou marcado por uma nova política de controle inflacionário, mas também por incluir no conjunto de políticas pró-crescimento a política monetária. Mesmo utilizando o juros como instrumento de política monetária ativa para o crescimento, a queda induzida na meta da taxa Selic não foi suficiente para conter a queda do produto. A partir do segundo semestre de 2012, bancos públicos como a Caixa Econômica Federal (CEF) e o Banco do Brasil (BB), reduziram *spreads* bancários, liderando a queda do preço do crédito. Reforçando a tese das preferências a favor do crescimento, no período, a queda no produto foi motivo para a adoção de um pacote de investimentos e compras públicas, mais profundas que as desonerações tributárias, simbolizadas pela manutenção do Programa de Sustentação do Investimento (PSI) até dezembro de 2012. Foi a partir do início de 2013 que esse conjunto de medidas começa a ser abandonado e a

“normalidade” volta a imperar.

Como bem resume a análise do período de tais intérpretes: “ Therefore, the BCB’s preferences are for output stabilization or expansion and against inflation control, despite the existing inflation targeting regime in Brazil” (Moreira, 2015).

3.2 Exacerbação da flexibilidade de um regime híbrido

Mesmo os autores que não veem as políticas recentes do banco central como um abandono do regime de metas concordam que este passou por mudanças notáveis no período em questão. Cabe apontar que aqueles que contribuíram com estudos recentes sobre o tema, como Curado e Curado (2013), Medeiros e Aragón (2012) e Gonçalves (2015), apontam para uma flexibilização do regime de metas de inflação e não pretendem responder a questão se o regime foi abandonado, ou não. Por não tomarem essa vereda, deixam implícito que, em sua opinião, o regime se manteve vigente.

Primeiramente, o compromisso institucional com a meta inflacionária se manteve (à luz do decreto nº 3.088/1999), continuando o presidente do banco central vinculado à entrega da meta ao ministro da fazenda (MF), que é estipulada pelo CMN. Entretanto, os meios utilizados para concretizar tal meta indicaram uma mudança no diagnóstico inflacionário dos formuladores de política econômica no Brasil, principalmente após 2011. A institucionalidade do regime, em termos legais, continuou a mesma. E, como bem detalhado no artigo de Bernanke e Mishkin (1997) e exposto no segundo capítulo, a institucionalidade do RMI é o aspecto fundamental do modelo. Dessa forma, a flexibilização do RMI se deu no campo prático, de uma adaptação do RMI aos moldes de uma economia aberta, com mobilidade de capitais, câmbio flutuante e que vivia sob uma conjuntura internacional vacilante, pós crise de 2008, e não no campo legal. Um exemplo concreto dessa manutenção dos preceitos legais do regime é a não flexibilização da meta da taxa de inflação, que durante todo o período analisado se manteve em 4,5% com intervalo de tolerância de 2% para

ambos os lados. A tese do abandono do regime perde força com a manutenção da meta pelo CMN e com seu efetivo cumprimento pelo BCB, em todos os anos. Com efeito, a tese do “abandono do regime” pode ser reinterpretada como uma flexibilização da condução restritiva que o BC vinha praticando até então, mas não como uma reorientação da política do BC no sentido de preterir a inflação frente ao crescimento do produto, no longo prazo.

Cabe aqui citar, para fins de exemplificação, o momento na história monetária Brasileira que ficou conhecido como “erro de Meirelles”, no qual o então Presidente do BCB, Henrique Meirelles, cinco dias antes da quebra do banco Norte Americano Lehman Brothers, que desencadou a crise, elevou pela quarta vez seguida a taxa Selic. Ademais, tomou mais quatro reuniões do COPOM para reduzir a taxa, o que teve efeitos perversos sobre a economia Brasileira, demonstrando o viés contracionista que foi característica da PM Brasileira durante a gestão do citado Presidente.

Sem querer enveredar por esse caminho, mas apenas citando alguns fatos relevantes, é importante destacar que esse ambiente revisionista do novo consenso macroeconômico (NCM) ocorreu a nível global. Desde sua difusão pelo mundo capitalista no início da década de 1980 até a crise do *subprime* em 2008, a crença era de que a inflação era a variável chave para a estabilidade macroeconômica. As medidas adotadas para conter a inflação a qualquer custo tiveram como consequência um processo de redistribuição funcional da renda, elevando as taxas de lucro do setor financeiro em detrimento da economia real, inflando preços de ativos e desencadeando a instabilidade através de outros canais.

Como colocou o diretor de assuntos internacionais e regulação do sistema financeiro do BCB, Luiz Awazu, em 2014: “países avançados e emergentes, teremos que lidar com a complexidade do Novo Mundo Pós-Crise. Esta transição tem dado início à uma Nova Normalidade (“New Normal”), que comporta novos desafios analíticos e de policy (e.g., Blanchard e alii. (2012)).” Em linha com essa perspectiva, um conjunto de medidas de política monetária ditas não-convencionais foram implementadas mundo afora, cada uma com suas particularidades. No caso Brasileiro, o revisionismo foi tímido.

Isto posto, era de se esperar que a condução do RMI passaria por algumas mudanças após a crise de 2008. Comparar a gestão Meirelles à gestão Tombini se mostra uma difícil tarefa, de comparar decisões feitas em situações diferentes do ponto de vista conjuntural.

No Brasil, diversos estudos apontam para o fato de que os principais canais de transmissão da política monetária do juro para a inflação são obstruídos, como Modenesi e Pires-Alves (2012) e Barboza (2015) bem expõem. Ou seja, um banco central autônomo, como pressupõe o regime, deveria ter a liberdade de escolher seus instrumentos para atingir seu objetivo, o controle inflacionário. Inclusive pelo fato de que desobstruir tais canais é uma tarefa que foge das competências do banco central.

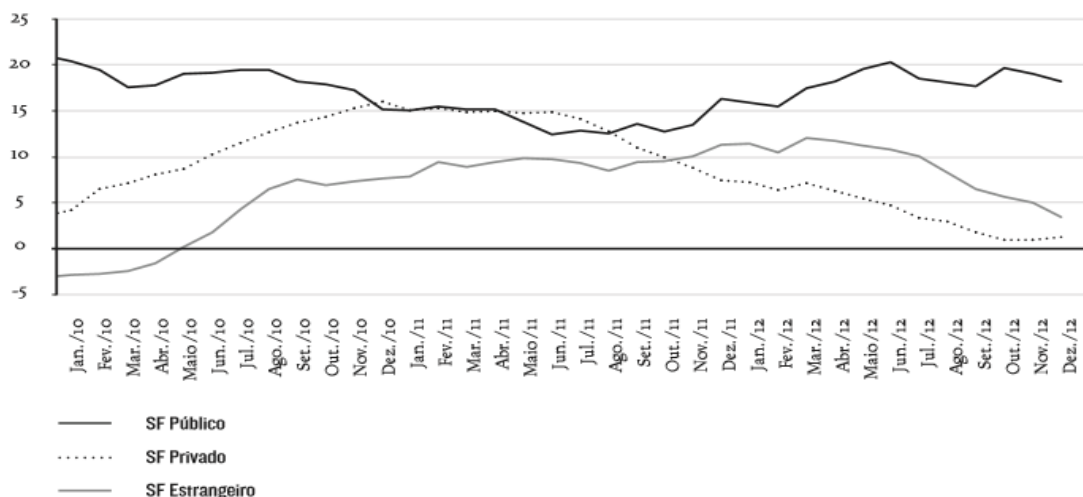
Isto posto, fica claro que relativizar o papel do juro na condução do regime não é uma afronta ao regime em si, mas uma afronta ao consenso que se formou no Brasil de que as decisões do Copom devem confirmar as expectativas do Boletim Focus, que em muito ganha com a anomalia que convivemos de ter a maior taxa de juro nominal do mundo. Os argumentos que embasam a tese do abandono do RMI entre o final de 2010 e o início de 2013 serão reinterpretados através de outro prisma, por autores que defendem a tese da sua manutenção. De forma a contrapor as diferentes percepções de forma clara, os mesmos fatos serão novamente expostos.

3.2.1 Políticas do BCB alternativas à taxa Selic

De fato, em junho de 1999, no início do RMI, o saldo do crédito do sistema financeiro Brasileiro correspondia a 25% do PIB. Em março de 2011, essa taxa se encontrava em 46,4% do PIB. Após a crise financeira de 2008, o crédito voltou a se expandir rapidamente em 2009, de forma que, no intuito de melhor controlar essa expansão, mitigando o risco inerente à contratação de novas dívidas, foram implementadas medidas de recolhimento compulsório. Apesar de conter a demanda agregada indiretamente, a implementação de tais medidas não se deu para esse fim. Como exposto,

as medidas visavam melhor compor as condições de tomada de crédito, cuja demanda crescia rapidamente após a retomada do crescimento no pós crise e não encontrava contrapartida no setor privado.

Crédito total ao setor privado por natureza do capital: variação real em 12 meses (em %)



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração: Grupo de Economia Fundap.

3.2.2 A coordenação com o MF

As demais medidas implementadas pelo Setor Público que foram alvo de críticas, como a MP 579, o movimento de reestruturação do perfil da DPMFi e as novas condições nos requerimentos de capital, tiveram como motivação, antes do controle inflacionário, reformas microeconômicas há muito demandadas pelos agentes econômicos e/ou condicionar a evolução do estoque de crédito, que foge do controle direto do BC.

Em relação à variável câmbio, o debate acerca de sua utilização como instrumento de controle inflacionário dentro do RMI remete às primeiras experiências do modelo nas economias nacionais. Como exposto no primeiro capítulo, a atenção à metas intermediárias, principalmente o câmbio, não se configura como uma afronta aos fundamentos do RMI, principalmente quando essa variável tem,

como no caso Brasileiro, alta correlação com a taxa de inflação.

Em suma: “Apesar dos variados alarmes, o compromisso com a estabilidade de preços não foi flexibilizado, mas sim, reforçado. Primeiro, por que o BCB está melhor municiado para cumprir a meta de inflação, ao dispor de um conjunto mais amplo de instrumentos — e, portanto, não se fiar exclusivamente na Selic, cuja eficácia no combate à inflação é comprovadamente baixa. Segundo, por que o MF tornou-se aliado do BCB, agindo de forma coordenada com ele, na manutenção da estabilidade” (Modenesi, como vai o brasil?, 2014)

3.2.3 As mudanças nas preferências

Ou seja, é possível afirmar que o modelo de condução do RMI no Brasil passou por alterações significativas, mas não é possível dizer o mesmo a respeito da sua vigência: o BCB continuou atento à entrega da meta, a meta em si não foi alterada e a institucionalidade do regime continuou a mesma. Empiricamente, nenhum banco central conseguiu expurgar a utilização da política monetária como estabilizadora do produto de curto prazo. Como dito, a política de vincular o banco central à estabilidade do nível de preços no longo prazo não exclui a possibilidade do mesmo utilizar instrumentos para perseguir outras variáveis no curto prazo, mais especificamente, o produto e o câmbio (Bernanke e Mishkin, 1997).

CONCLUSÃO

A presente monografia teve o objetivo de melhor expor o debate que se instaurou na mídia e na academia Brasileira a respeito da vigência do Regime de Metas para Inflação no Brasil entre o final de 2010 e o início de 2013. Para isso, buscou-se identificar aqueles pontos que poderiam ser considerados o âmago do RMI, aquelas características que o diferenciam dos demais regimes monetários. Adiante, pretendeu-se diferenciar o RMI Brasileiro dos demais, explicitando os consensos formados nos primeiros 11 anos de sua vigência para, então, deixar clara a diferença entre aqueles aspectos idiossincráticos da política monetária Brasileira e os aspectos estruturais do regime. Ao confrontar essas duas percepções, o trabalho conclui que, inequivocamente, houveram mudanças na estratégia de condução do RMI no Brasil após o final de 2010. As conjunturas nacional e internacional sofreram drásticas mudanças, obrigando os policymaker a adaptar antigas práticas a novos tempos. Preferências sofreram mudanças nos coeficientes e horizontes foram alongados.

Entretanto, apesar da alegação de que a PM no Brasil se tornou leniente com a inflação, ainda impera a institucionalidade do regime, o país ainda pratica uma das maiores taxas de juros real do mundo e o Bacen continua atado ao cumprimento da meta, tornando impossível a afirmação de que o atual regime foi abandonado no Brasil no período entre 2011 e 2013.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BERNANKE, B.; MISHKIN, F. Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?; The Journal of Economic Perspectives, Vol. 11, No. 2 (Spring, 1997), pp. 97-116

FISCHER, S.; The Role of Macroeconomic Factor in Growth; NBER Working Paper #4565 December 1993

FRIEDMAN, M.; The Role of Monetary Policy; The American Economic Review Volume LVIII MARCH 1968 Number 1

MUTH, J.; Rational Expectations and the Theory of Price Movements; Econometrica, Vol. 29, No. 3 (Jul., 1961), pp. 315-335

LUCAS, R.; Some International Evidence on Output-Inflation Tradeoffs; THE AMERICAN ECONOMIC REVIEW JUNE 1973; VOL. 63 NO. 3

LUCAS, R.; Expectations and the Neutrality of Money; JOURNAL OF ECONOMIC THEORY 4, 103-124 (1972)

KYDLAND, F.; PRECOTT, E.; Rules rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans; The Journal of Political Economy, Volume 85, Issue 3 (Jun., 1977), 473-492

ROGOFF, K.; The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target; The Quarterly Journal of Economics, November 1985

SARGENT, T.; WALLACE, N.; "Rational" Expectations, the Optimal Monetary Instrument, and the Optimal Money Supply Rule; The Journal of Political Economy, Vol. 83, No. 2 (Apr., 1975), pp. 241-254

SARGENT, T.; WALLACE, N.; RATIONAL EXPECTATIONS AND THE THEORY OF ECONOMIC POLICY; Journal of Monetary Economics 2 (1976) 169-183. 0 North-Holland Publishing Company

SARGENT, T.; WALLACE, N.; Some Unpleasant Monetarist Arithme; Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review vol. 5, nº 3 pp. 1-18

HOOVER, K.; Two Types of Monetarism; Journal of Economic Literature, Vol. 22, No. 1 (Mar., 1984), pp. 58-76

WALSH, C.; Output-Inflation Tradeoffs and Central Bank Independence; FRBSF Weekly Letter, Number 95-31, September 22, 1995

HAMMOND, G.; State of the art of inflationtargeting –2012; CCBS Handbook No. 29 – February 2012

CABRAL, K.; Os impactos do regime de metas para a inflação sobre o nível e a volatilidade do produto : uma resenha da literatura. Dissertação Mestrado IE/UFRJ 2013

PRATES, D.; O regime cambial brasileiro de 1999 a 2008; Brasília, DF: CEPAL. Escritório no Brasil/IPEA, 2010. (Textos para Discussão CEPAL-IPEA, 12).

SILVA, E.; LONGUINHOS, M.; A POLITICA MONETÁRIA BRASILEIRA NOS ANOS DE GOVERNO DE FHC E LULA ENTRE 1995 A 2010; XII Semana de Economia UESB, de 10 a 15 de Junho de 2013. Área 3: Macroeconomia e macrodinâmica. Subárea: Economia Monetária e Economia Brasileira.

PAULA, L.; Uma avaliação do regime de metas de inflação; Publicado em “Brasil Debate” 03/11/2014

CAGNIN, R.; PRATES, D.; FREITAS, M.; NOVAIS, L.; ceBraP Novos Estudos 97, novembro 2013 pp. 169-185

MODENESI, A.; PIRES-ALVES, C.; MARTINS, N.; Mecanismo de transmissão da política monetária: a importância dos fatores microeconômico; OIKOS | Rio de Janeiro | Volume 11, n. 2 • 2012 | pgs 203-216

MODENESI, A.; Política Monetária e Combate à Inflação; Como vai o Brasil?; nº 3

MODENESI, A.; Conservadorismo e rigidez na política monetária: uma estimativa da função de reação do BcB (2000-2007); Revista de Economia Política, vol 31, nº 3 (123), pp 415-434, julho-setembro/2011

BARBOZA, R.; Taxa de juros e mecanismos de transmissão da política monetária no Brasil; Revista de Economia Política, vol 35, nº 1 (138), pp 133-155, janeiro-março/2015

DAWID, P.; TAKEDA, T.; Recolhimentos Compulsórios e o Crédito Bancário Brasileiro; Banco Central Depep Trabalhos para Discussão Brasília nº 250 agosto 2011 p. 1-39

BALL, L.; Policy Rules for Open Economies; Monetary Policy Rules; University of Chicago Press; January 1999; (p. 127 – 156)

SILVA, L.; Os novos contornos da economia global no pós-crise e suas implicações para a agenda de crescimento do Brasil; Palestra na CCFB-Câmara de Comércio França-Brasil em São Paulo; 8 de Maio de 2014 - Maison Saint Gobain

DELFIM, A.; Metas Inflacionárias; Coluna publicada no Jornal Valor Econômico em 04/10/2011

GONÇALVES, C.; Too Tight and Too Loose: Monetary Policy in Brazil in the last decade; Working Paper nº 2

ARAÚJO, C.; Macro Vision International Conference 2014; Discurso do Diretor de Política Econômica do Banco Central, Carlos Hamilton Araújo; São Paulo (SP), 16 de abril de 2014

GRUPO DE ECONOMIA, FUNDAP; POLÍTICA MONETÁRIA E META DE INFLAÇÃO NO BRASIL Em 2011; Conjuntura Econômica em Foco; Boletim de Economia 2011; Janeiro 2012

MEDEIROS, D.; ARAGÓN, E.; Mudanças na política monetária do Brasil: evidências de uma função de reação com parâmetros variando no tempo e regressores endógenos; 2013 15º Time Series and Econometric School

MOREIRA, R.; Reviewing Taylor rules for Brazil: was there a turning-point? ; Journal of Economics and Political Economy www.kspjournals.org Volume 2 June 2015 Issue 2

SOARES, J.; BARBOSA, F.; Regra de Taylor no Brasil: 1999-2005; Anais do XXXIV Encontro Nacional de Economia da Anpec (2006).

CURADO, M.; CURADO, T.; Identificando as Preferências do Banco Central do Brasil (2002-2013); Estud. Econ., São Paulo, vol. 44, n.3, p. 445-467, jul.-set. 2014