

## Teoria e evidências do regime de metas inflacionárias

### 10.1. Introdução

Nova Zelândia, Canadá, Reino Unido, Suécia, Finlândia, Austrália e Espanha foram os países desenvolvidos que nos anos 1990 adotaram o regime de metas inflacionárias. O Brasil aderiu ao mesmo regime no ano de 1999.<sup>1</sup> Tal regime propõe uma meta de crescimento para algum índice de inflação, que é anunciada no início de determinado período. A meta é estabelecida pelo governo e/ou parlamento e deve ser perseguida pelo banco central, cuja política monetária passa a ter um único objetivo: alcançar a meta inflacionária determinada. Assim, os dirigentes do banco central não devem se preocupar com o desempenho de outras variáveis macroeconômicas. Por exemplo, o desemprego e o produto de uma economia somente se tornariam objeto de análise se estivessem dificultando a realização da meta de inflação, que é o alvo exclusivo do banco central.

No Brasil, as metas são anunciadas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), que é composto do ministro da Fazenda, do ministro do Planejamento e do presidente do Banco Central do Brasil (BCB). O

---

1. O regime de metas foi instituído pelo Decreto n. 3.088, de 21 de junho de 1999, que está anexado ao capítulo.

índice escolhido foi o IPCA calculado pelo IBGE. Para o ano de 1999, a inflação estabelecida foi de 8% com tolerância de 2% para cima ou para baixo, isto é, foi estabelecida uma meta-intervalo de 6% a 10%. Para o ano 2000, foi fixada uma meta-intervalo de 4% a 8% e, para o ano 2001, foi anunciada uma meta entre 2% e 6%. Em junho de 2000, o CMN estabeleceu a meta para 2002, que foi 3,5% com intervalo de 2% para cima ou para baixo. A Tabela 10.1 indica o centro da meta, o intervalo da meta e a inflação efetiva (variação percentual do IPCA) para cada ano.

O governo delegou as decisões de política monetária e a responsabilidade pelo cumprimento das metas aos dirigentes do BCB. Caso a meta não seja atingida, o presidente do BCB terá de enviar uma carta (que deve ser de conhecimento público) ao ministro da Fazenda justificando as razões do fracasso. As cartas referentes aos anos 2001, 2002 e 2003 estão anexadas ao capítulo.

Tabela 10.1

Centro, intervalo da meta de inflação e inflação efetiva — 1999-2008.

1999	8%	6 a 10%	8,94%
2000	6%	4 a 8%	5,97%
2001	4%	2 a 6%	7,67%
2002	3,5%	1,5 a 5,5%	12,53%
2003	8,5%*		9,30%
2004	5,5%	3 a 8%	7,60%
2005	4,5%	2 a 7%	5,69%
2006	4,5%	2,5 a 7%	3,0%**
2007	4,5%	2,5 a 7%	
2008	4,5%	2,5 a 7%	

\* A meta do ano era inicialmente 3,25% (+/- 2%); depois, foi alterada para 3,5% (+/- 2%); posteriormente, foi modificada de novo para o limite máximo de 8,5%, que ficou conhecido como "meta ajustada". Esta meta foi proposta pelo próprio Banco Central em carta enviada ao ministro da Fazenda em 21 de janeiro de 2003, que aceitou a mudança.

\*\* Inflação estimada.

Mostra-se, neste capítulo, que a teoria que sustenta o regime de metas inflacionárias não é consensual entre os economistas e, por último e mais importante, que suas hipóteses não possuem evidências capazes de sustentá-las. Por vezes, tais hipóteses nem mesmo possuem consistência interna. Ademais, argumenta-se que a política monetária não deve ser subutilizada, tendo somente um objetivo, o controle da inflação. A política monetária é útil também para fins reais, isto é, para estimular o crescimento do produto e do emprego de uma economia. Busca-se, ainda, mostrar que não existem evidências de que o regime de metas seja o responsável pela boa *performance* da inflação nos últimos anos. Para tanto, mostra-se que países desenvolvidos que adotaram o regime de metas inflacionárias e países que não o adotam, ambos os conjuntos têm tido sucesso no *front* da inflação. Há claras evidências de que a inflação foi cadente também nos países não-desenvolvidos que não adotaram o regime de metas de inflação.

## 10.2. Metas inflacionárias e teorias monetárias

Os defensores da adoção de metas de inflação acreditam que a política monetária não é um instrumento que pode estimular o investimento e, conseqüentemente, reduzir o desemprego. Apóiam suas crenças na hipótese da existência da taxa natural de desemprego, na curva expectacional de Phillips e no chamado *viés inflacionário*. Postulam que uma política monetária que aumente a liquidez da economia (e/ou reduza os juros) objetivando estimular o crescimento somente pode causar efeitos reais passageiros e efeitos inflacionários permanentes — tal como defendem Robert Lucas, Robert Barro e David Gordon em inúmeros trabalhos. Alguns, como Finn Kydland e Edward Prescott (1994), consideram que nem sequer efeitos passageiros seriam produzidos, somente inflação seria gerada. Assim sendo, a política monetária não deve ser utilizada para apoiar o crescimento econômico de um país. Caso uma política monetária ativista fosse implementada, estaria verdadeiramente sendo inócua a curto termo e, adicionalmente, estaria dificultando o crescimento no longo termo, pois estaria gerando um ambiente de inflação.

Mais ainda, os defensores do regime de metas consideram que ministros, parlamentares e empresários possuem uma feroz propensão a

gerar inflação (o que chamam de *viés inflacionário*), já que tais segmentos clamam, permanentemente, por reduções das taxas de juros e por políticas de crédito fácil. Então, o regime de metas proposto é coerente com suas crenças: um banco central deve tentar apenas controlar a inflação porque a política monetária não pode fazer nada além disso. E metas devem ser fixadas porque se transformam em um eficaz remédio contra o vírus (ou viés) inflacionário que acomete ministros, parlamentares, empresários e, por fim, *policymakers*.

Em verdade, os defensores da adoção de metas inflacionárias acreditam em teorias monetárias que não são e nunca foram consensuais entre os economistas. Nos últimos anos, o número de economistas adversários do tripé taxa natural de desemprego, viés inflacionário e curva expectacional de Phillips aumentou. John Maynard Keynes, um dos maiores economistas do século XX, Robert Eisner, ex-presidente da Associação Americana de Economia, William Vickrey e James Tobin, laureados com o Prêmio Nobel, entre outros tão renomados economistas, nunca aceitaram tais teorias monetárias. *Grosso modo*, a teoria econômica iniciada por Keynes nos anos 1920/30/40 sempre pregou que uma redução da taxa de juros de longo termo poderia estimular o investimento produtivo porque desestimularia o investimento financeiro.

Aos olhos de Keynes, os resultados que poderiam ser obtidos por uma redução da *taxa de juros* seriam duradouros. Mais fábricas, por exemplo, seriam abertas e parte daqueles que estavam involuntariamente desempregados encontraria trabalho. A política monetária poderia, dessa forma, estimular o crescimento econômico. A redução do desemprego, portanto, também deve ser um objetivo da política monetária, já que ela é capaz de alcançá-lo.<sup>2</sup> Esse raciocínio possui nexos com a realidade, explicaria por que ministros, empresários e parlamentares desejam sempre uma redução da taxa de juros em situações de desaquecimento econômico. Se políticas monetárias expansionistas inevitavelmente sempre gerassem, ao fim e ao cabo, somente inflação, isso já teria sido aprendido por esses segmentos, que não clamariam por algo que seria considerado ineficaz e prejudicial. Seria ineficaz porque não estimularia o in-

---

2. Detalhes sobre a necessidade de intervenção do Estado na economia, as possibilidades de intervenção e o padrão de intervenção sugerido por Keynes podem ser encontrados em Cardim de Carvalho (1999).

vestimento real e a abertura de novos postos de trabalho. Seria prejudicial porque produziria inflação. Acreditar em viés inflacionário de empresários é desconsiderar que o que desejam verdadeiramente é o crescimento econômico que amplia o leque de possibilidades de obtenção de lucro. Acreditar em viés inflacionário de ministros e parlamentares é considerá-los em sua totalidade como irresponsáveis; seria o mesmo que avaliar que sempre estariam dispostos a trocar a situação corrente de estabilidade por benefícios de curto termo e instabilidades de longo termo.

Persson & Tabellini (1994, p. 7), dois autores que acreditam na existência do vírus inflacionário, afirmaram que, muito embora todo o arcabouço teórico do *mainstream* que sustenta a problemática da política monetária seja impecável, não é possível observar taxas de inflação consideráveis em todos os países e em todos os tempos como decorrência do viés inflacionário. Justificaram esse incômodo imposto pela realidade aduzindo que “a razão pela qual observamos taxas de inflação relativamente baixas (...) deve ser que as sociedades têm a capacidade para desenvolver alguns mecanismos que minoram os incentivos [inflacionistas] (...)” (pp. 7-8). Contudo, tal justificativa parece extremamente frágil. Assim, a questão não é se uma economia possui (ou não) viés inflacionário e se possui (ou não) mecanismos para contê-lo, mas apenas se uma economia tem (ou não) inflação: se existem taxas de inflação consideráveis é porque o viés inflacionário não é contido por mecanismos eficazes, se tais taxas inexistem, é porque o contrário vigora. Mas quais são esses mecanismos? Essa é a questão central! Diante dessa pergunta, os autores apenas afirmaram que “torna-se interessante estudar quais são exatamente esses mecanismos, particularmente porque (...) a eficiência desses mecanismos parece variar através dos tempos e das sociedades” (1994, p. 8). Em síntese, as desculpas de Persson & Tabellini (em relação à percepção de que existem economias em que o viés inflacionário não se manifesta) levam apenas ao lugar-comum, isto é, algo existe em certas economias que explica a ocorrência de taxas de inflação bastante baixas.

A taxa natural de desemprego, a teoria da curva de Phillips e o viés inflacionário, que são os principais pilares da teoria ortodoxa da política monetária, têm sido questionados no interior da profissão. São conhecidas as veementes críticas de Hahn (1984) à existência de uma taxa

natural de desemprego (tal como visto no Capítulo 3). Também não há evidências amplamente aceitas pelos economistas de que a taxa natural de desemprego e a teoria da curva expectacional de Phillips que sustentam a proposição das metas inflacionárias tenham a capacidade de explicar a realidade. O mundo real está há algum tempo contradizendo as previsões decorrentes dessas teorias, mesmo em suas versões mais modernas. No meio da década de 1990, os defensores da curva expectacional de Phillips e da taxa natural de desemprego afirmavam convictos que uma taxa de desemprego inferior a 6% nos Estados Unidos desencadearia um processo inflacionário. A taxa de desemprego foi reduzida a um patamar inferior a 6% e não provocou qualquer inflação significativa.

Ao invés de inflação, foram as tendências deflacionárias (decorrentes da desaceleração do ritmo de crescimento das principais economias e dos ganhos de produtividade proporcionados pelos imensos avanços tecnológicos), durante os anos 1990, que ressurgiram em grande parte do mundo. Tal evento não foi previsto pelos economistas adeptos da taxa natural de desemprego, do viés inflacionário e da curva expectacional de Phillips. Muito pelo contrário, enquanto estavam elaborando mecanismos antiinflacionários que objetivam manter as economias semidesaquecidas, o que diversos países estavam demandando eram políticas monetárias antidesemprego.

Por terem contestado o suposto consenso teórico estabelecido pelo *mainstream* da ciência econômica, Keynes e seus seguidores têm sido injustamente acusados de serem condescendentes com a inflação e de se preocuparem unicamente com o desemprego. Para afastar essa pecha, Keynes afirmou, em seu magnífico livro *Essays in Persuasion*, que a inflação é injusta e a recessão é inconveniente e, então, concluiu: “Entretanto, não é necessário compararmos um mal com o outro. É necessário reconhecer que ambos são males que devem ser evitados” (1972, p. 15). Tobin, com o mesmo intuito de Keynes, escreveu em seu *Essays in Economics*: “Tenho argumentado que as autoridades monetárias não deveriam — na verdade, não podem — fugir da responsabilidade por resultados macroeconômicos reais. Para evitar mal-entendido, afirmo com toda clareza que não estou advogando que não se preocupem com (...) a inflação” (1996, p. 478).

Pode-se dizer que, durante os anos 1990 e o início dos anos 2000, a grande lição em termos de condução da política monetária foi dada pelo

experiente Alan Greenspan, que soube utilizar muito bem a política monetária: ele promoveu, embora tardiamente, cortes profundos na taxa de juros da economia americana (de 5,5% para 4,75%, durante o outono de 1998, hemisfério norte) para evitar que seu país viesse a ser atingido pela onda mundial de desaquecimento e desemprego — e, posteriormente, elevou a taxa de juros, sinalizando que estava disposto a combater as pressões inflacionárias advindas, principalmente, do mercado de trabalho.

Governos responsáveis devem entender que as decisões de política monetária não devem pertencer exclusivamente aos dirigentes do banco central. Um governo que aceita abrir mão de sua política monetária antidesemprego está, no mínimo, sendo mal orientado. Mas é dessa forma que o governo brasileiro vem tratando a política monetária. Não tem havido aparentemente qualquer articulação do ministro da Fazenda com o presidente do Banco Central para decidir o patamar dos juros. As palavras de Armínio Fraga (presidente do Banco Central durante o segundo mandato de F. H. Cardoso) são reveladores dessa falta de articulação: “Desde que eu vim para cá [o BCB], nunca recebi (do ministro da Fazenda ou presidente da República) um telefonema sequer com relação às decisões do Copom (que define o nível da taxa de juros)” (*Gazeta Mercantil*, 14-05-1999).

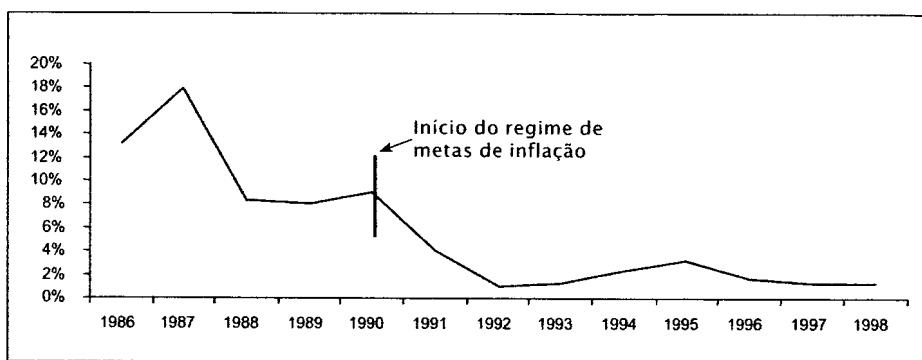
A política monetária é uma das políticas econômicas governamentais que devem ser utilizadas em conjunto com as demais políticas para se atingirem níveis socialmente aceitáveis (e tecnicamente sustentáveis) de emprego e inflação. Uma política monetária voltada somente para manter a inflação sob controle está, na verdade, sendo subutilizada. Mas assim está sendo comandada a política monetária no Brasil, tal como afirmou um diretor do Banco Central logo após a adoção do regime de metas: “Vamos mirar só a inflação, não temos objetivo de olhar a atividade econômica” (*Gazeta Mercantil*, 29-06-1999). O que ele quis dizer, na verdade, é que o BCB não vai manipular os juros para facilitar taxas de crescimento do PIB ou a geração de empregos.

### 10.3. Evidências internacionais

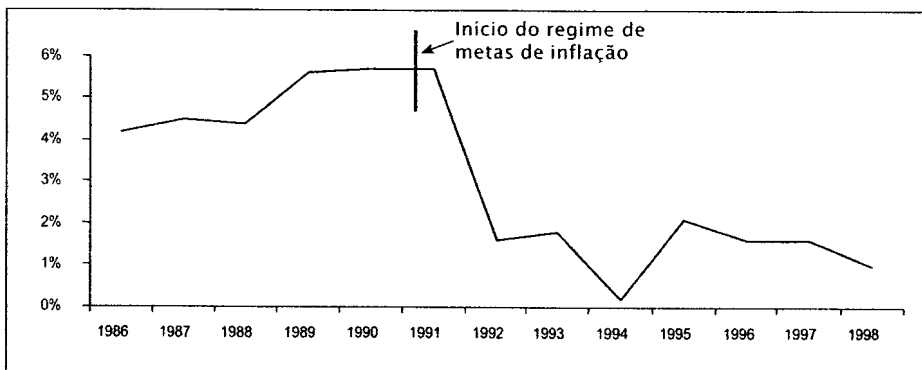
Argumentos empíricos também têm sido utilizados na defesa do regime de metas inflacionárias. É comum se ouvir dizer que o regime de metas tem sido bem-sucedido nos países onde passou a ser adotado.

Realmente, deve-se reconhecer que a inflação assumiu uma trajetória descendente durante os anos 1990 nos sete países desenvolvidos que adotaram o novo regime. A Nova Zelândia, em 1990, foi o primeiro país a implementar o regime de metas; depois veio o Canadá, em 1991, o Reino Unido, em 1992, a Suécia, a Finlândia e a Austrália, em 1993 e, por último, a Espanha, em 1994. Como mostram os Gráficos 10.1 a 10.7, a inflação desse conjunto de países manteve sua rota descendente após a implementação do regime de metas em comparação à década anterior.

**Gráfico 10.1**  
Trajetória da Inflação na Nova Zelândia  
1986-1998

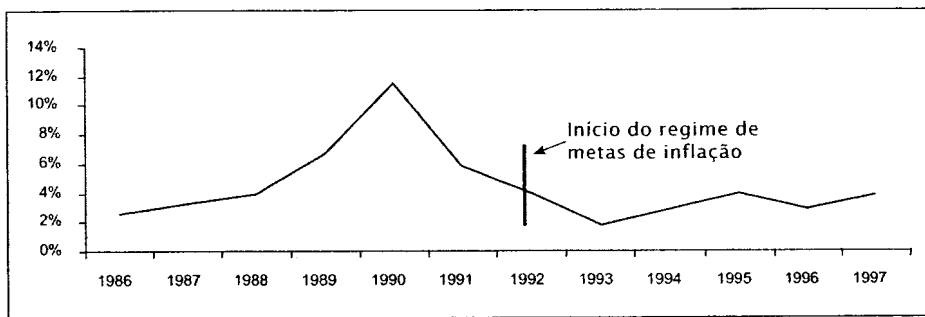


**Gráfico 10.2**  
Trajetória da Inflação no Canadá  
1986-1998

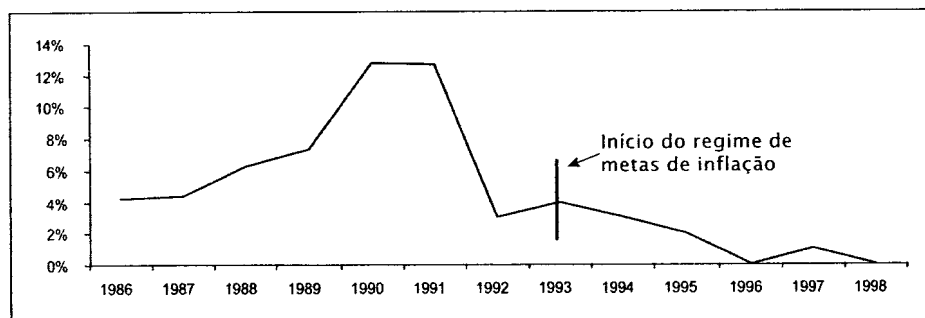




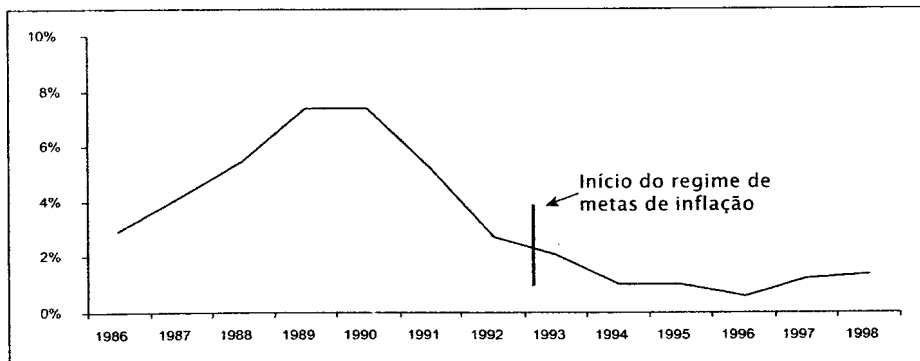
**Gráfico 10.3**  
Trajetória da Inflação no Reino Unido  
1986-1997



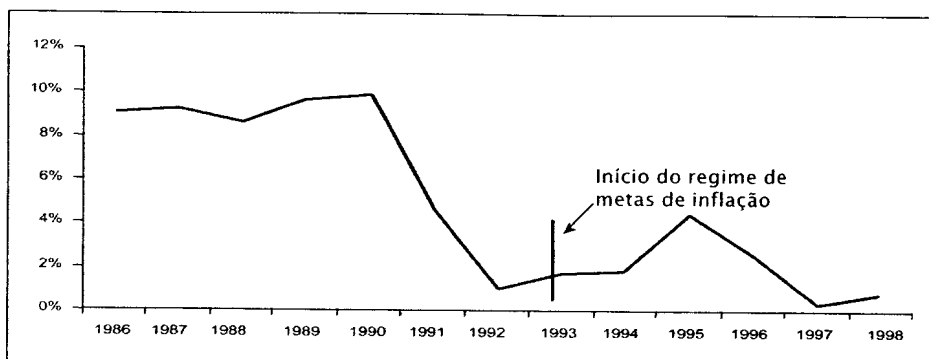
**Gráfico 10.4**  
Trajetória da Inflação na Suécia  
1986-1997



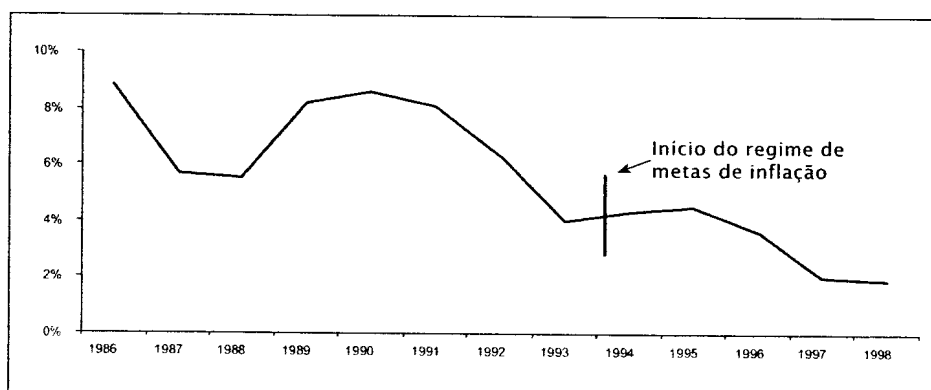
**Gráfico 10.5**  
Trajetória da Inflação na Finlândia  
1986-1998



**Gráfico 10.6**  
Trajetória da Inflação na Austrália  
1986-1998



**Gráfico 10.7**  
Trajetória da Inflação na Espanha  
1986-1998

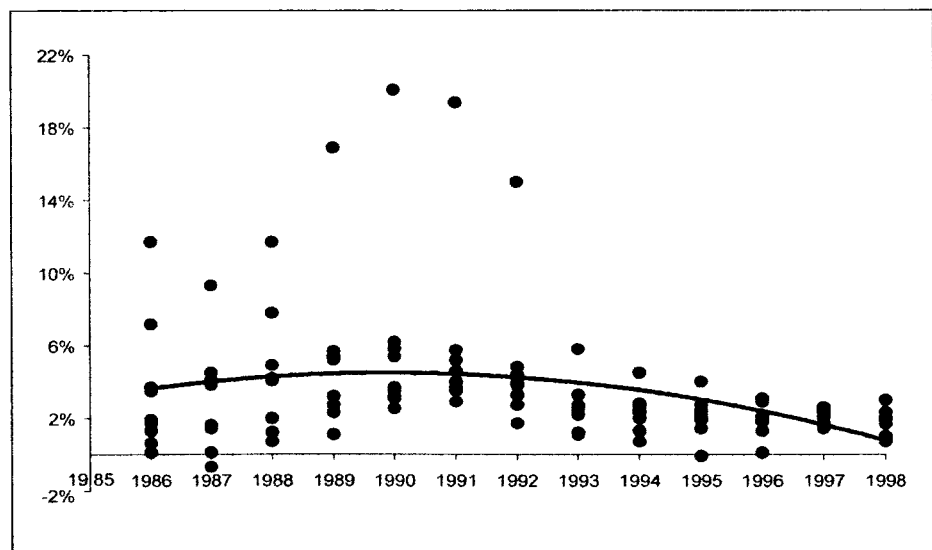


Entretanto, é importante destacar que o regime de metas não foi o responsável pela imposição da trajetória descendente da variação do nível de preços nesses países. Com exceção do Canadá (como pode ser observado nos Gráficos 10.1 a 10.7), todos os demais países já possuíam uma trajetória descendente da inflação que é anterior à implantação do regime de metas, cujo início está marcado em cada gráfico. Minskin &

Posen (1997, pp. 87-8), dois dos maiores defensores do regime monetário antiinflacionário, em um estudo sobre as três primeiras economias que adotaram as metas de inflação (Nova Zelândia, Canadá e Reino Unido), concluíram que a redução da inflação nesses três países foi resultado das forças que já estavam em movimento antes da adoção das metas. Os autores reconheceram que “na Nova Zelândia, ocorria uma desinflação há quatro anos anteriormente à implementação das metas que foi acompanhada de um lento crescimento do PIB e, desde 1988, crescimento do desemprego” (1997, p. 87). Para os autores, o Canadá e o Reino Unido também enfrentavam cenários de desaquecimento econômico durante o período de adoção das metas.

Minsky & Posen afirmaram somente que o novo regime é o responsável pela manutenção das taxas inflacionárias em patamares aceitáveis. Mas até mesmo essa tímida conclusão não parece plausível, porque todos os demais países com economias desenvolvidas que não possuem metas de inflação também mantiveram suas taxas em níveis aceitáveis, tal como é mostrado a seguir.

**Gráfico 10.8**  
Inflação Média nos Países Desenvolvidos sem Metas de Inflação  
1986-1998



A despeito das evidências indicadas nos Gráficos 10.1 a 10.7, não existem argumentos suficientemente sólidos que garantam que a adoção de metas inflacionárias seja a responsável pela queda da inflação. Países que adotaram o regime de metas e países que não adotaram tiveram sucesso no *front* da inflação. O Gráfico 10.8 mostra a trajetória da inflação média dos demais países com economias desenvolvidas que não adotaram o regime de metas de inflação, que são: Estados Unidos, Japão, Noruega, Dinamarca, Bélgica, Holanda, Áustria e Portugal. Cada ponto do gráfico corresponde à taxa de inflação de determinado país em determinado ano. A inflação desse conjunto de países também apresentou uma tendência de queda durante a década de 1990 em relação à década de 1980,<sup>3</sup> tal como os países que possuem metas de inflação. A explicação para esse fato foi dada ainda durante a década de 1990 por Andrew Haldane, do Banco Central da Inglaterra e um dos maiores defensores da adoção de metas inflacionárias:

Metas de inflação têm sido propostas durante um período em que as pressões inflacionárias são benignas em comparação com os anos 1970/80. Quanto da melhora na *performance* da inflação nos anos 1990 pode ser atribuída à boa sorte e quanto se pode atribuir à boa administração monetária permanece como uma questão aberta, em países com ou sem metas de inflação (1995, p.11).

Haldane concluiu sua avaliação afirmando que não se pode ainda saber se o regime de metas se transformará em uma caminhada segura ou perigosa durante as próximas décadas. A onda mundial dos anos 1990 foi de desaquecimento econômico e de desaceleração das taxas inflacionárias (isso sim é consenso entre os economistas, e não a teoria que sustenta o regime de metas inflacionárias).

Os resultados apresentados na Tabela 10.2 reforçam o argumento de que o regime de metas não pode explicar a boa *performance* da inflação nos países desenvolvidos nos anos 1990. A inflação anual média nos

3. França, Itália, Suíça e Alemanha possuíam somente alguns elementos do regime de metas de inflação. Podem ser considerados um grupo intermediário entre aqueles países que aparecem nos Gráficos 10.1 a 10.7 e os do Gráfico 10.8. Fez-se a opção por não inseri-los na presente comparação. Cabe, no entanto, destacar que suas trajetórias de inflação são bastante semelhantes àquelas dos dois grupos de países estudados.

países com metas de inflação no período 1990-98 foi de 3,4% e nos países que não possuem metas foi de 3,2% (uma diferença que não pode ser considerada significativa). A mesma tabela mostra também que não é evidente que o regime de metas tenha criado um cenário macroeconômico mais favorável ao crescimento nos anos 1990. Os países que não adotaram o regime de metas tiveram um crescimento médio anual do PIB semelhante ao dos países que adotaram o regime.

Tabela 10.2

Taxa de Inflação e Variação do PIB nos Países Desenvolvidos, 1990-1998.

Países Desenvolvidos com Metas de inflação	Taxa de Inflação Anual Média (%)	Variação Anual Média do PIB (%)
Austrália	3,0	2,9
Canadá	2,4	1,9
Espanha	4,8	3,0
Finlândia	2,5	1,9
Nova Zelândia	2,8	2,4
Reino Unido (1) (2)	4,5	4,2
Suécia	4,2	1,5
<b>Média dos Países</b>	<b>3,4</b>	<b>2,5</b>
Países Desenvolvidos sem Metas de inflação	Taxa de Inflação Anual Média (%)	Variação Anual Média do PIB (%)
Áustria	2,7	2,7
Bélgica	2,5	2,2
Dinamarca	2,2	2,8
Estados Unidos	3,3	2,4
Holanda	2,7	2,8
Japão	1,4	1,9
Noruega	2,8	2,3
Portugal (3)	8,3	4,6
<b>Média dos Países</b>	<b>3,2</b>	<b>2,7</b>

Fonte: Fundo Monetário Internacional.

(1) Média da inflação calculada para o período 1990-97.

(2) Média do PIB calculada para o período 1990-96.

(3) Média do PIB calculada para o período 1990-97.

Enquanto os primeiros cresceram 2,5% em média ao ano, os outros cresceram 2,7%.

Não se pode afirmar, então, que o regime de metas seja o responsável pela boa *performance* da variável nível de preços ou pelo ritmo de crescimento das economias desenvolvidas que adotaram esse regime durante nos anos 1990.

#### 10.4. Sumário

O debate sobre uma decisão tão importante — a implementação de um regime de metas de inflação — não foi suficiente no Brasil. Não confrontou teorias divergentes e se pautou apenas pela discussão sobre a operacionalidade da fixação de metas. Quando argumentos teóricos foram ressaltados, foram tratados como verdades indisputáveis. Por exemplo, foi dito que o sistema de preços necessita inevitavelmente de algum tipo de âncora. Afirmaram que, na prática, existem somente duas âncoras: a cambial e as metas de inflação (Armínio Fraga, *Gazeta Mercantil*, 29-06-1999). Como a primeira é considerada insustentável nos tempos da globalização dos mercados de câmbio, restou a segunda.

Esse argumento, contudo, é falacioso. Nem mesmo todos os economistas que acreditam na existência da taxa natural de desemprego e na curva de Phillips aceitariam tal afirmativa. Milton Friedman (1987), por exemplo, está entre aqueles que condenam explicitamente a fixação de metas de inflação e a concessão de plena liberdade aos dirigentes do banco central para alcançar o objetivo estabelecido. E autores keynesianos afirmam, *grosso modo*, que uma correta e responsável administração monetária, fiscal e cambial associada à instituição de regras claras são as âncoras de que o nível de preços necessita (tal como tratado no Capítulo 5). Cabe ressaltar que as economias desenvolvidas que não aderiram ao regime de metas também não possuem âncora cambial, mas todas têm mantido a inflação em níveis aceitáveis.

A decisão tomada pelo governo brasileiro foi, no mínimo, precipitada e, talvez, incorreta. Nenhum país, entre aqueles de economia desenvolvida (e também os de economia em desenvolvimento), reduziu a inflação em razão da adoção do regime de metas inflacionárias. Como foi mostrado, não há evidências de que conceder ao banco central a tarefa única de alcançar uma meta de inflação seja benéfico. O Federal Reser-

ve System tem explicitamente dois objetivos: conter a inflação (sem qualquer meta fixada) e buscar o pleno emprego. E ninguém pode negar que os Estados Unidos foram o país que obteve mais sucessos econômicos na década de 1990. Em seu editorial (reproduzido na *Gazeta Mercantil*, 19-06-1999), o *Financial Times* afirmou:

Não é tarefa do Federal Reserve (Fed — o banco central dos Estados Unidos) esperar a inflação subir e só então aumentar a taxa de juros. Isso seria muito fácil. Sua tarefa é sustentar o crescimento, ao mesmo tempo em que mantém a inflação baixa, o que é muito mais difícil. [Mas] o Fed tem trabalhado bem. A expansão norte-americana dos anos 1990 foi extraordinária.

Em suma, as evidências são, no mínimo, inconclusivas em relação à adoção do regime de metas. Ademais, existem controvérsias relevantes acerca da teoria que sustenta tal regime. Portanto, utilizá-lo principalmente em fases de desaquecimento da economia poderá deixar muitos governos sem um importante instrumento de combate ao desemprego.

### Referências Bibliográficas

- CARDIM DE CARVALHO, F. (1999). "Políticas Econômicas para Economias Monetárias." In: Lima, G., Sicsú, J. & De Paula, L. F. (organizadores) *Macroeconomia Moderna: Keynes e a economia contemporânea*. Rio de Janeiro: Editora Campus.
- FRIEDMAN, M. (1987). "Should There Be an Independent Monetary Authority?" In: *The Essence of Friedman*. Stanford: Hoover Institution.
- HALDANE, A. (editor) (1995). *Targeting Inflation*. Londres: Bank of England.
- HAHN, F. (1984). *Equilibrium and Macroeconomics*. Oxford: Basil Blackwell.
- KEYNES, J. M. (1972). *Essays in Persuasion*. Londres: MacMillan.
- KYDLAND, F. & PRESCOTT, E. (1994). "Rules Rather Than Discretion: the Inconsistency of Optimal Plans." In: Persson, T. & Tabellini, G. (editores) *Monetary and Fiscal Policy — vol. 1: Credibility*. Cambridge (Mass): MIT.
- MISHKIN, F. & POSEN, A. (1997). "Inflation Targeting: Lessons from Four Countries." *Economic Policy Review*, vol. 3, n. 3, Federal Reserve Bank of New York.
- PERSSON, T. & TABELLINI, G. (editores) (1994). *Monetary and Fiscal Policy - vol. 1: Credibility*. Cambridge (Mass): MIT.
- TOBIN, J. (1996). *Essays in Economics: National and International*. Cambridge (Mass): MIT.

# Anexo

## DECRETO N. 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.

O PRESIDENTE DA REPÚBLICA, no uso das atribuições que lhe confere o art. 84, inciso IV, da Constituição, e tendo em vista o disposto no art. 4º da Lei n. 4.595, de 31 de dezembro de 1964, e no art. 14, inciso IX, alínea "a", da Lei n. 9.649, de 27 de maio de 1998,

### DECRETA:

**Art. 1º** Fica estabelecida, como diretriz para fixação do regime de política monetária, a sistemática de "metas para a inflação".

§ 1º As metas são representadas por variações anuais de índice de preços de ampla divulgação.

§ 2º As metas e os respectivos intervalos de tolerância serão fixados pelo Conselho Monetário Nacional — CMN —, mediante proposta do ministro de Estado da Fazenda, observando-se que a fixação deverá ocorrer:

I — para os anos de 1999, 2000 e 2001, até 30 de junho de 1999; e

II — para os anos de 2002 e seguintes, até 30 de junho de cada segundo ano imediatamente anterior.

**Art. 2º** Ao Banco Central do Brasil compete executar as políticas necessárias para cumprimento das metas fixadas.

**Art. 3º** 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.

**Art. 4º** 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.

Parágrafo único. 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, que deverá conter:

I — descrição detalhada das causas do descumprimento;

II — providências para assegurar o retorno da inflação aos limites estabelecidos; e

III — o prazo no qual se espera que as providências produzam efeito.

**Art. 5º** 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.

**Art. 6º** Este Decreto entra em vigor na data de sua publicação.

Brasília, 21 de junho de 1999;

178º da Independência e 111º da República.

FERNANDO HENRIQUE CARDOSO  
Pedro Sampaio Malan





---

**BANCO CENTRAL DO BRASIL**

Presi-2002/159

Brasília, 16 de Janeiro de 2002.

Senhor Ministro:

Como é de conhecimento de Vossa Excelência, o regime monetário de metas para a inflação foi formalmente instituído no Brasil por meio do Decreto nº 3.088 de 21 de junho de 1999. Nesse diploma legal, foi estabelecido que o Conselho Monetário Nacional (CMN) fixaria, até o dia 30 de junho daquele ano, as metas de inflação inicialmente para 1999, 2000 e 2001 e, a cada ano, para o terceiro ano subsequente. O parágrafo único do artigo 4º do referido decreto estabelece, também, que em caso de não cumprimento da meta:

*“O Presidente do Banco Central do Brasil divulgará publicamente as razões do descumprimento, por meio de carta aberta ao Ministro de Estado da Fazenda, que deverá conter:*

- I - descrição detalhada das causas do descumprimento;*
- II - providências para assegurar o retorno da inflação aos limites estabelecidos; e*
- III - o prazo no qual se espera que as providências produzam efeito.”*

2. Em 30/6/1999, o Conselho Monetário Nacional fixou como metas os valores de 8,0%, 6,0% e 4,0% para a variação do IPCA para os anos de 1999, 2000 e 2001, respectivamente, assim como os intervalos de tolerância de 2 pontos percentuais acima e abaixo das metas centrais. Nos dois primeiros anos do programa, a meta foi cumprida, com a inflação medida pelo IPCA situando-se em 8,9% e 6,0% em 1999 e 2000, respectivamente. Já em 2001 a inflação atingiu 7,7%, situando-se, portanto, acima do valor de 6%, que corresponde ao intervalo superior da meta inflacionária. Portanto, estou enviando esta carta aberta a Vossa Excelência com a descrição das causas que levaram ao não cumprimento da meta, as providências a serem tomadas para que a inflação retorne aos limites estabelecidos e o prazo no qual se espera que as providências tomadas surtam efeito.

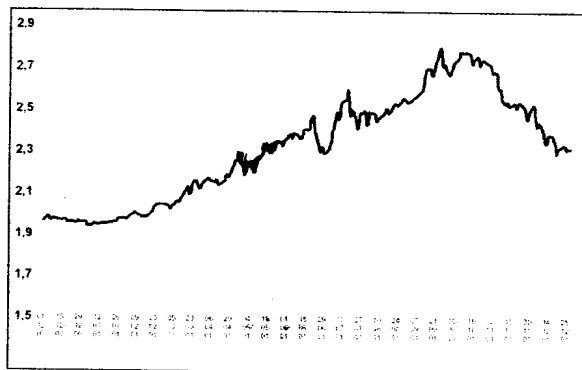


## BANCO CENTRAL DO BRASIL

### Causas do descumprimento da meta

3. A inflação encerrou o ano acima da meta estabelecida em razão dos choques externos e internos que atingiram a economia brasileira em 2001. No âmbito externo, a desaceleração da economia mundial, o contágio proveniente da crise argentina e os ataques terroristas nos Estados Unidos produziram forte pressão de depreciação do real em 2001. Em outubro, a cotação do real atingiu o pico de R\$ 2,84 por dólar, acumulando uma depreciação de 42,6% (ver Gráfico 1). A apreciação da taxa de câmbio nos últimos dois meses do ano permitiu que a depreciação média acumulada em 12 meses até dezembro fosse de 20,9%. Essa depreciação do real pressionou significativamente os preços internos.

Gráfico 1  
Taxa de Câmbio (R\$/US\$) em 2001



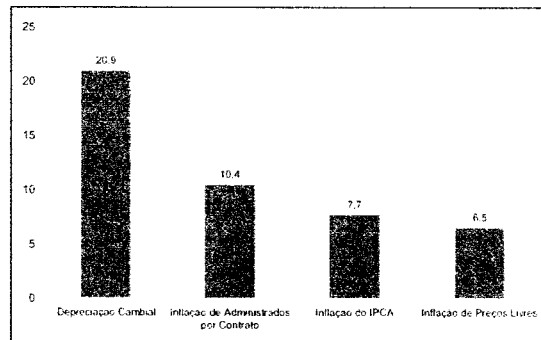
4. No âmbito interno, destaca-se o crescimento acentuado dos preços administrados por contrato, principalmente das tarifas de energia elétrica. A inflação desses preços atingiu 10,4%, valor superior ao da inflação dos preços livres de 6,5% e da inflação do IPCA de 7,7% (ver Gráfico 2). Entende-se por preços administrados por contrato, aqueles preços cuja sensibilidade a fatores de oferta e demanda é menor, mas não necessariamente aqueles preços que são diretamente regulados pelo governo.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> A definição de preços administrados foi alterada pelo Copom em julho de 2001 para incluir um conjunto ampliado de itens com peso de 30,7% no IPCA (referência dezembro de 2001). Esse conjunto de preços inclui itens como – pesos no IPCA em parênteses – eletricidade (3,87%), gasolina (4,43%), telefone fixo (3,02%), ônibus urbano (4,61%), plano de saúde (2,55%), água e esgoto (1,64%), gás de bujão (1,35%), entre outros.



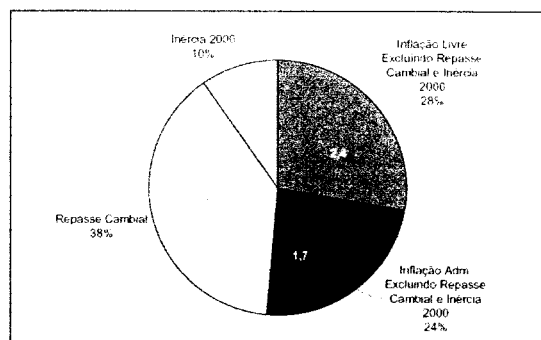
BANCO CENTRAL DO BRASIL

**Gráfico 2**  
**Depreciação Cambial e Inflação em 2001**  
**Percentual no Ano**



5. A inflação em 2001 pode ser decomposta de forma a destacar os efeitos da depreciação cambial (inclusive indiretamente através de seu efeito sobre certos preços administrados por contrato, como combustíveis e energia), da inflação dos preços administrados por contrato e da inércia inflacionária proveniente do ano de 2000 (ver Gráfico 3).

**Gráfico 3**  
**Contribuições para Inflação em 2001**  
**Percentual do Total e Variação Percentual no Ano (valores internos ao círculo)**





---

**BANCO CENTRAL DO BRASIL**

6. Estima-se que o efeito da depreciação cambial sobre a inflação em 2001 representou 2.9 pontos percentuais. Este cálculo foi efetuado com base no modelo estrutural do Banco Central, o qual considera que o repasse para a inflação dos preços livres, em percentual da depreciação ocorrida, é de 7% no trimestre e 12% no acumulado de um ano. O repasse cambial sobre os preços livres contribuiu com 1,7 ponto percentual da inflação e o repasse cambial sobre os preços administrados com 1,2 ponto percentual para a inflação em 2001. O repasse cambial para os preços administrados por contrato incorpora os aumentos dos derivados do petróleo e dos preços cujos contratos são indexados aos IGPs.
7. A contribuição para a inflação do aumento dos preços administrados por contrato foi de 1,7 ponto percentual, uma vez deduzidos o efeito do repasse cambial e da inércia da inflação em 2000. A inércia inflacionária herdada do ano de 2000 contribuiu com 0,7 ponto percentual para o IPCA de 2001.
8. Na medida em que tanto a depreciação cambial quanto a magnitude do aumento de preços administrados por contrato em 2001 podem ser interpretados como eventos não recorrentes, é possível avaliar qual teria sido a inflação caso: (i) a depreciação cambial do ano de 2001 não tivesse ocorrido na magnitude observada e (ii) a inflação dos preços administrados por contrato se restringisse a 4%, o centro da meta de inflação para 2001.
9. Caso a taxa de câmbio tivesse se mantido no patamar de R\$ 1,96, observado no 4º trimestre de 2000 (portanto assumindo-se uma depreciação zero), a inflação teria sido de 4,8%. O exercício deixa claro que apenas o efeito da depreciação cambial sobre a inflação em 2001 explica aproximadamente 2,9 pontos percentuais da inflação.
10. Caso a inflação dos preços administrados por contrato, uma vez deduzido o repasse cambial e a inércia sobre estes preços, se restringisse a 4%, o centro da meta de 2001, a inflação do IPCA teria sido 0,5 ponto percentual menor. Considera-se este valor como o efeito do choque advindo exclusivamente dos preços administrados por contrato. Portanto, na ausência deste choque, a inflação em 2001 teria sido de 7,2% (7,7% menos 0,5%).
11. Excluindo-se da inflação do IPCA tanto as variações do câmbio, quanto o choque de preços administrados por contrato, a inflação do IPCA em 2001 seria de 4,3%, valor próximo ao centro da meta do ano.



---

**BANCO CENTRAL DO BRASIL****Atuação do Banco Central em 2001**

12. Em 2001, o Banco Central atuou de maneira preventiva com o objetivo de reduzir os potenciais efeitos inflacionários das novas trajetórias da taxa de câmbio e dos preços administrados por contrato – em particular, para evitar a propagação dos choques. Caso o Banco Central não tivesse agido de forma preventiva a inflação teria sido maior que a ocorrida e o ajuste no câmbio real – elemento dominante na melhora nas contas externas – teria ocorrido em um ambiente de grande incerteza. Nesse contexto, a reversão das expectativas que permitiu a apreciação cambial, a redução do prêmio de risco e a melhora nas perspectivas da economia brasileira poderiam não ter ocorrido em 2001.

13. O conjunto de choques sofrido pela economia brasileira em 2001 gerou trajetórias da taxa de câmbio e dos preços administrados diferentes das previstas no final de 2000. No *Relatório de Inflação* de dezembro de 2000, previa-se um reajuste de preços administrados por contrato de 6,2% em 2001 e, com base em uma taxa de câmbio média de R\$ 2,02, uma inflação de 3,9% para o ano. As projeções do Banco Central eram então corroboradas pelos analistas do setor privado. Segundo as informações coletadas pelo Grupo de Comunicação Institucional (GCI) por ocasião da última pesquisa do ano de 2000, a previsão para a taxa de câmbio era de R\$ 2,00 ao final de 2001 e para a inflação de 4,3% em 2001.

14. A evolução inesperada da trajetória da taxa de câmbio em 2001 – valores médios em reais de 2,01, 2,29, 2,54 e 2,56 do 1º ao 4º trimestre e de 2,35 no ano – pode ser atribuída a uma percepção de piora no perfil do balanço de pagamentos do Brasil. O agravamento da situação na Argentina e a perspectiva de um desaquecimento mundial mais intenso pressionaram a taxa de câmbio, dada a necessidade de ajuste maior nas contas externas do Brasil. A crise de energia provocou pressão adicional sobre a taxa de câmbio na medida em que aumentou a incerteza sobre a evolução futura da economia brasileira. Finalmente, a incerteza na economia mundial que se seguiu aos ataques terroristas aos Estados Unidos provocou uma nova rodada de depreciação cambial no Brasil.

15. O aumento dos preços administrados por contrato foi também superior ao esperado. Entre as principais surpresas, deve-se registrar os aumentos da eletricidade (crescimento de 18% contra uma previsão de 9%) e o da gasolina (aumento de 7,2% ante uma previsão de queda de 8%). Esses aumentos acima do previsto decorreram dos reajustes contratuais acima da inflação para a eletricidade e, no caso da gasolina, dos elevados preços do petróleo em reais em vigor durante a maior parte do ano.



---

**BANCO CENTRAL DO BRASIL**

16. Agindo de forma preventiva e antecipando os efeitos dos choques, o Copom, em março, efetuou a primeira elevação de 50 pontos base na taxa de juros Selic. Nos meses subsequentes, o Copom promoveu quatro novas elevações na taxa de juros básica, que passou de 15,75% em março para 19,00% em julho e manteve inalterada a taxa Selic até o final do ano (ver Tabela 1).
17. O mercado de câmbio exibiu em alguns momentos trajetórias instáveis, especialmente após os atentados de setembro. Como resposta, o Banco Central optou por complementar a política de juros com uma elevação do percentual do recolhimento compulsório sobre depósitos a prazo e com um período de intervenção no mercado cambial, com resultados satisfatórios.
18. Em meados de 2001, o Copom julgou que a política monetária encontrava-se adequada para evitar a propagação dos choques e assegurar o cumprimento da meta de inflação em 2002. Com base nessa avaliação, o Copom manteve a taxa de juros estável em 19% ao longo do segundo semestre de 2001. Esse é um ponto importante na aplicação do sistema de metas para a inflação: o Banco Central deve procurar administrar a política monetária sempre buscando o cumprimento da meta 12 a 18 meses adiante. Dessa forma, evita-se a propagação secundária ou inercialização de choques de oferta ou de natureza temporária.
19. Em virtude da intensidade e da abrangência do conjunto de choques que atingiram a economia brasileira, o custo - em termos de redução do nível de atividade econômica - de se evitar que os impactos diretos aumentassem a inflação em 2001 para acima do intervalo de tolerância da meta teria sido significativamente maior. Um esforço da política monetária para manter a inflação dentro da meta em 2001 poderia ter levado a inflação a situar-se consideravelmente abaixo da meta em 2002, dadas as defasagens existentes no canal de transmissão da política monetária.



---

**BANCO CENTRAL DO BRASIL**

**Tabela 1**  
**Decisões do Copom e Meta para a Taxa Selic**  
**Percentual por Ano**

<b>mês/ano</b>	<b>taxa</b>
dez 00	15,75
jan 01	15,25
fev 01	15,25
mar 01	15,75
abr 01	16,25
mai 01	16,75
jun 01	18,25
jul 01	19,00
ago 01	19,00
set 01	19,00
out 01	19,00
nov 01	19,00
dez 01	19,00

**Perspectivas para inflação e Política Monetária**

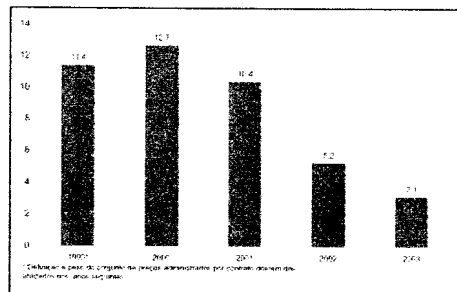
20. As medidas de política econômica em 2001 foram dimensionadas levando-se em consideração a magnitude e abrangência dos choques que atingiram a economia brasileira. Para 2002, considera-se baixa a probabilidade que esses choques se repitam na mesma magnitude. Ao contrário, espera-se uma queda da inflação dos preços administrados por contrato e uma trajetória da taxa de câmbio que reflita a combinação de redução do risco Brasil e menores taxas de juros internacionais.

21. Projeta-se um aumento de 5,2% (contribuição direta de 1,6 pontos percentuais para a inflação) para os preços administrados por contrato em 2002, influenciados pelos aumentos de 19% na eletricidade para o consumidor residencial (Gráfico 4). A inflação projetada para os preços administrados em 2002 situa-se acima do centro da meta de inflação de 3,5% para este ano.



BANCO CENTRAL DO BRASIL

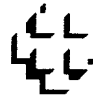
Gráfico 4  
Inflação dos Preços Administrados por Contrato em 1999-2003  
Percentual no Ano



22. A projeção de inflação menor dos preços administrados por contrato neste ano deve-se, parcialmente, ao reajuste dos derivados de petróleo. Estes devem sofrer queda importante nos seus preços devido à apreciação do câmbio e à queda do preço do petróleo no mercado internacional. Ao contrário da fixação de preços pelo critério da média móvel, estabelecida pela fórmula paramétrica em vigor em 2001, os preços a partir deste ano estão sendo determinados pelo mercado. Na medida em que seja assegurada a concorrência no comércio de varejo dos derivados de petróleo, os preços ao consumidor deverão cair refletindo as reduções de preço no mercado atacadista.

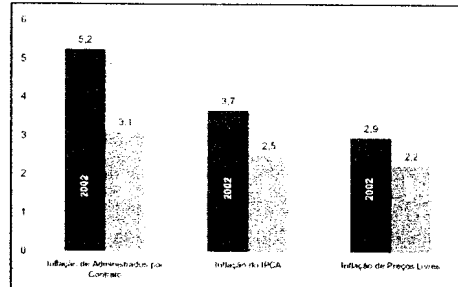
23. Como resultado das trajetórias esperadas do câmbio e dos preços administrados por contrato, mais favoráveis do que as verificadas no ano passado, a projeção para inflação em 2002 é de 3,7%, próximo do centro da meta de 3,5%, supondo juros mantidos em 19% e taxa de câmbio estável no valor da data anterior à última reunião do Copom. Para 2003 a projeção é 2,5%, abaixo do centro da meta de 3,25% (ver Gráfico 5).





BANCO CENTRAL DO BRASIL

Gráfico 5  
Projeções para Inflação em 2002 e 2003



24. Deve-se observar, conforme assinalado nos Relatórios de Inflação, que as projeções para inflação não são pontuais e, portanto, são melhor representadas pelos intervalos de confiança. Os intervalos de confiança calculados pelo modelo do Banco Central para as projeções da inflação do IPCA indicam a dispersão dos valores projetados em torno do valor central da projeção. A projeção para o ano de 3.7% que se compara à expectativa do mercado de 4.7%, está no centro destes intervalos.

Tabela 2  
Intervalos de Confiança para as Projeções de Inflação em 2002 e 2003

Período	Intervalo de Confiança						Projeção Central
	50%			30%			
2002:1	6,1	6,4	6,6	6,9	7,2	7,5	6,8
2002:2	5,1	5,5	6,0	6,3	6,8	7,2	6,1
2002:3	3,4	4,0	4,6	5,1	5,6	6,3	4,8
2002:4	2,0	2,7	3,3	4,0	4,6	5,4	3,7
2003:1	1,4	2,2	3,0	3,7	4,4	5,2	3,3
2003:2	0,9	1,7	2,5	3,3	4,0	4,9	2,9
2003:3	0,5	1,4	2,2	3,0	3,8	4,7	2,6
2003:4	0,3	1,3	2,1	2,9	3,7	4,7	2,5



---

**BANCO CENTRAL DO BRASIL**

25. A projeção de inflação do IPCA para 2002 incorpora dois efeitos sobre a inflação:
- i) uma inflação dos preços administrados por contrato projetada para 2002 de 5,2% (contribuição de 1.6 pontos percentuais para o IPCA), valor correspondente a 1.7 ponto percentual acima do centro da meta inflacionária de 3,5% para 2002. Essa parte da inflação que excede a meta representa um choque de preços administrados por contrato que, quando se exclui o efeito do câmbio e da inércia inflacionária sobre estes preços, representa um impacto de 0.2 ponto percentual.
  - ii) Em face de a inflação em 2001 ter se situado 3,7 pontos percentuais acima do centro da meta, a inflação em 2002 tende a ser maior. Essa parte da inércia da inflação de 2001 – relativa à parte da inflação do IPCA que excedeu a meta em 2001 – está estimada em 0.7 ponto percentual.<sup>2</sup>

A ausência desses choques corresponderia a uma situação em que: i) a inflação dos preços administrados seria igual ao centro da meta de 3,5% em 2002; ii) a inflação em 2001 tivesse sido igual ao centro da meta de 4%.

26. O aumento dos preços administrados por contrato, uma vez excluídos os efeitos do câmbio e inércia, deve ser considerado um novo choque para a inflação em 2002. A inércia inflacionária herdada do ano de 2001 é a propagação dos choques sofridos pela economia em 2001, constituindo-se tipicamente um efeito secundário dos choques.

27. A política monetária deve ser orientada no sentido de eliminar o efeito secundário dos choques sobre a inflação, combatendo os possíveis movimentos de propagação das elevações iniciais desses preços e, ao mesmo tempo, preservando o realinhamento inicial dos preços relativos. A política monetária deve também buscar o período adequado para que a inflação volte à trajetória de suas metas, o que depende da magnitude e do grau de persistência dos choques, podendo ir além do ano calendário. Desta forma evita-se uma volatilidade excessiva do nível de atividade.

28. Em suma, choques de oferta ou de natureza temporária determinaram a elevação da inflação para acima do intervalo superior da meta. O custo em termos de nível de atividade de

---

<sup>2</sup> É importante ressaltar que o Brasil encontra-se num processo de desinflação, onde as metas para inflação, tal como definidas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) até 2003, são decrescentes. Como resultado, a cada ano é necessário atuar sobre a inércia inflacionária, mesmo que no ano anterior a meta tenha sido alcançada.

**BANCO CENTRAL DO BRASIL**

25. A projeção de inflação do IPCA para 2002 incorpora dois efeitos sobre a inflação:
- i) uma inflação dos preços administrados por contrato projetada para 2002 de 5,2% (contribuição de 1,6 pontos percentuais para o IPCA), valor correspondente a 1,7 ponto percentual acima do centro da meta inflacionária de 3,5% para 2002. Essa parte da inflação que excede a meta representa um choque de preços administrados por contrato que, quando se exclui o efeito do câmbio e da inércia inflacionária sobre estes preços, representa um impacto de 0,2 ponto percentual.
  - ii) Em face de a inflação em 2001 ter se situado 3,7 pontos percentuais acima do centro da meta, a inflação em 2002 tende a ser maior. Essa parte da inércia da inflação de 2001 – relativa à parte da inflação do IPCA que excedeu a meta em 2001 – está estimada em 0,7 ponto percentual.<sup>2</sup>

A ausência desses choques corresponderia a uma situação em que: i) a inflação dos preços administrados seria igual ao centro da meta de 3,5% em 2002; ii) a inflação em 2001 tivesse sido igual ao centro da meta de 4%.

26. O aumento dos preços administrados por contrato, uma vez excluídos os efeitos do câmbio e inércia, deve ser considerado um novo choque para a inflação em 2002. A inércia inflacionária herdada do ano de 2001 é a propagação dos choques sofridos pela economia em 2001, constituindo-se tipicamente um efeito secundário dos choques.

27. A política monetária deve ser orientada no sentido de eliminar o efeito secundário dos choques sobre a inflação, combatendo os possíveis movimentos de propagação das elevações iniciais desses preços e, ao mesmo tempo, preservando o realinhamento inicial dos preços relativos. A política monetária deve também buscar o período adequado para que a inflação volte à trajetória de suas metas, o que depende da magnitude e do grau de persistência dos choques, podendo ir além do ano calendário. Desta forma evita-se uma volatilidade excessiva do nível de atividade.

28. Em suma, choques de oferta ou de natureza temporária determinaram a elevação da inflação para acima do intervalo superior da meta. O custo em termos de nível de atividade de

<sup>2</sup> É importante ressaltar que o Brasil encontra-se num processo de desinflação, onde as metas para inflação, tal como definidas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) até 2003, são decrescentes. Como resultado, a cada ano é necessário atuar sobre a inércia inflacionária, mesmo que no ano anterior a meta tenha sido alcançada.

se ev  
no a  
dos  
proj  
da  
desc  
de i  
con  
exp  
mu

A  
P  
N  
I



---

**BANCO CENTRAL DO BRASIL**

se evitar que os impactos diretos aumentassem a inflação para acima do limite superior da meta no ano calendário de 2001 teria sido elevado. Na medida em que não se vislumbra a repetição dos choques na magnitude observada no ano passado, a tendência da inflação é declinante. As projeções geradas pelas várias especificações do modelo estrutural apontam para a convergência da inflação à trajetória de suas metas. Como sempre, o Banco Central estará atento a desdobramentos inesperados da conjuntura internacional e nacional. O regime macroeconômico de metas para inflação, câmbio flutuante e responsabilidade fiscal demonstrou ser capaz de lidar com uma perversa seqüência de fortes choques sobre a economia, mantendo a inflação e as expectativas sob controle e preservando uma taxa de crescimento econômico próxima da média mundial.

Respeitosamente,

Arminio Fraga Neto  
Presidente

A Sua Excelência o Senhor  
Pedro Sampaio Malan  
Ministro de Estado da Fazenda  
Brasília - DF

**BANCO CENTRAL DO BRASIL**

Presi-2003/0177

Brasília, 21 de janeiro de 2003.

Senhor Ministro:

Como é do conhecimento de Vossa Excelência, a taxa de inflação medida por meio da variação do Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) alcançou 12,5% em 2002, ultrapassando o limite do intervalo de tolerância de 2 pontos percentuais acima da meta central estabelecida para o ano, 3,5%.

2. O Decreto nº 3.088, de 21 de junho de 1999, que instituiu formalmente o regime de metas para a inflação no Brasil, estabelece no parágrafo único do artigo 4º que, em caso de não cumprimento da meta:

*“... o Presidente do Banco Central do Brasil divulgará publicamente as razões do descumprimento, por meio de carta aberta ao Ministro de Estado da Fazenda, que deverá conter:*

*I - descrição detalhada das causas do descumprimento;*

*II - providências para assegurar o retorno da inflação aos limites estabelecidos; e*

*III - o prazo no qual se espera que as providências produzam efeito.”*

Assim, encaminho esta carta aberta a Vossa Excelência com a descrição e análise das causas que induziram ao não atendimento da meta e as providências que serão tomadas para que a trajetória da inflação convirja para a trajetória das metas já estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN).

**Causas do descumprimento da meta**

3. O ano de 2002 foi caracterizado por uma conjugação perversa de uma severa crise de confiança na evolução da economia brasileira e um forte aumento da aversão ao risco nos mercados internacionais. Esses fatores se refletiram em turbulências no mercado financeiro doméstico, em dificuldades na administração da dívida pública e em quedas bruscas no financiamento externo do país, com conseqüências negativas sobre a inflação e o nível de atividade na economia.

A Sua Excelência o Senhor  
Antônio Palocci Filho  
Ministro de Estado da Fazenda  
Esplanada dos Ministérios, Bloco P  
70048-900 - Brasília - DF

**BANCO CENTRAL DO BRASIL**

4. No mercado financeiro doméstico, a demanda por títulos públicos diminuiu consideravelmente, em particular pelos títulos de maior duração. No caso dos títulos emitidos pelo Tesouro Nacional, a taxa de rolagem (excluindo-se os títulos cambiais e as operações de troca e de compra promovidas pelo Banco Central) reduziu-se fortemente nos meses de junho a setembro de 2002, situando-se em um patamar próximo a 30%, frente a uma taxa de rolagem média de 74% nos quatro primeiros meses do ano. No mesmo período, observou-se significativa elevação dos deságios das LFT. Entre o final de março e meados de agosto, os deságios das LFT com vencimento de 2004 a 2006 aumentaram de 0,40% para 2,70%. Devido às dificuldades de colocação de títulos mais longos e à necessidade de encurtamento de prazos por parte de alguns agentes do mercado financeiro, a dívida de curto prazo (vencimentos em até 1 ano) aumentou de 25,6% no final de 2001 para 38,9% no final de 2002 e o prazo médio da dívida pública diminuiu de 35 meses em dezembro de 2001 para 33 meses em dezembro de 2002.

5. A queda no financiamento externo foi significativa. A retração no fluxo de capitais somou US\$27,8 bilhões, refletindo a deterioração das contas de investimentos diretos, empréstimos e financiamentos, capitais de curto prazo e ativos. A captação bruta de empréstimos privados, que inclui as colocações de papéis, somou US\$4,4 bilhões em 2002, contra US\$12,4 bilhões em 2001, o que significou redução na taxa média de rolagem de 98% para 33%. O fluxo líquido de investimentos estrangeiros diretos ao Brasil, que alcançara US\$22,5 bilhões em 2001, reduziu-se para US\$16,6 bilhões em 2002. A retração nos fluxos de capitais incluiu as linhas de comércio, que diminuíram 28%.

6. Essa queda do financiamento externo para o país é resultado também de um fenômeno global. Os fluxos de capital para países emergentes caíram de US\$140,4 bilhões em 2001 para US\$124,7 bilhões em 2002, incluindo ingressos líquidos de capitais privados (90,2%) e oficiais (9,8%), conforme estimativa do *Institute of International Finance*. Em particular, os fluxos para a América Latina reduziram-se ainda mais acentuadamente, de US\$70,2 bilhões, em 2001, para US\$39,2 bilhões, em 2002, uma queda de 44,2%.

7. A crise de confiança interna aliada à crescente aversão global ao risco teve impactos relevantes sobre a economia. A percepção de risco maior inibiu o investimento agregado, que caiu para 18,8% do Produto Interno Bruto (PIB) no terceiro trimestre de 2002 (19,45% no final de 2001). A crise teve impacto também sobre o consumo agregado, que declinou de 79,82% do PIB em 2001 para 77,99% no terceiro trimestre de 2002. A conta corrente do balanço de pagamentos sofreu um forte ajuste, com o déficit caindo de US\$23,2 bilhões em 2001 (4,6% do PIB) para cerca de US\$7,8 bilhões em 2002 (1,7% do PIB).

8. As dificuldades enfrentadas pelo País se refletiram principalmente sobre a taxa de câmbio e as expectativas de inflação. A depreciação acentuada da taxa de câmbio e a deterioração das expectativas de inflação tiveram fortes impactos sobre a inflação, levando ao descumprimento da meta de inflação para o ano de 2002.

9. Neste sentido, o não cumprimento da meta em 2002 pode ser atribuído a três fatores: i) forte depreciação cambial; ii) evolução dos preços administrados por contrato e monitorados; e iii) deterioração das expectativas para a inflação.

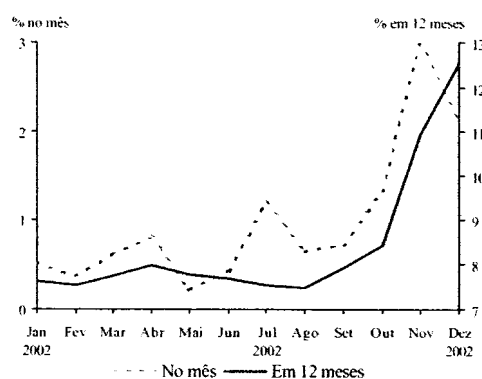
10. O comportamento da inflação ao longo de 2002 não foi uniforme (ver Gráfico 1). No primeiro semestre do ano, houve relativa estabilidade da inflação, em torno de 1,5% por trimestre, e forte crescimento da inflação no segundo semestre, atingindo 2,6% no terceiro trimestre e subindo acentuadamente, acumulando 6,6% nos últimos três meses do ano. Na



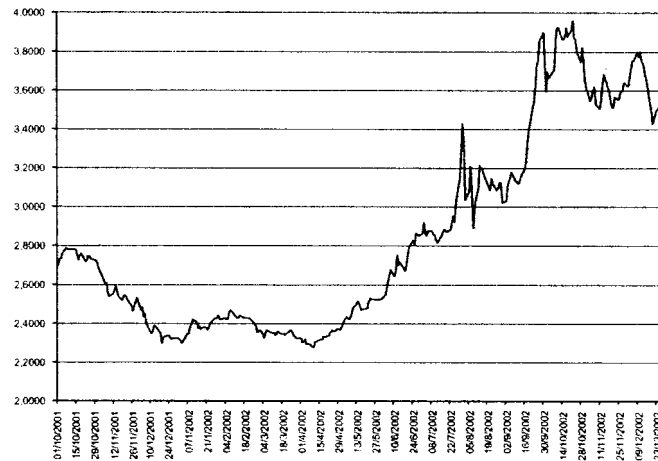
## BANCO CENTRAL DO BRASIL

segunda metade de 2002 e, em particular, no último trimestre, os três fatores mencionados no parágrafo 9 atuaram com maior intensidade. O câmbio depreciou-se em 39% entre o primeiro e segundo semestres, quando se comparam as médias observadas em cada período. A inflação dos preços administrados por contrato e monitorados, que havia sido de 4,9% no primeiro semestre, aumentou para 10,0% no segundo semestre do ano, dos quais 7,1% ocorreram somente no quarto trimestre. Por fim, a mediana das expectativas de inflação para os 12 meses seguintes, coletada pela Gerência Executiva de Relacionamento com Investidores (Gerin) do Banco Central do Brasil, flutuou em torno de 4,5% até setembro e deteriorou-se rapidamente a partir de então, atingindo 11% no final de dezembro.

Gráfico 1 - Inflação mensal e acumulada em 12 meses pela IPCA em 2002

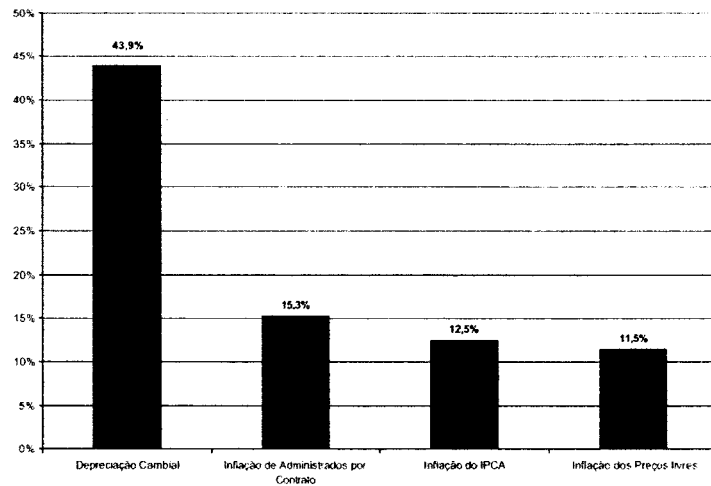


11. A cotação do dólar aumentou de um valor médio de R\$2,55 no quarto trimestre de 2001 para R\$3,67 no quarto trimestre de 2002, o que significa variação de 43,9% no período (veja Gráfico 2). Fatores externos e internos influenciaram a depreciação cambial. Internamente, as incertezas quanto à evolução da economia brasileira decorrentes, em parte, do processo eleitoral, conduziram ao aumento da aversão ao risco. No âmbito externo, o baixo crescimento mundial, o surgimento de problemas contábeis em grandes empresas americanas, as crises observadas em mercados emergentes e a perspectiva de mais uma guerra no Golfo provocaram aumento na aversão ao risco, com conseqüente redução na liquidez internacional. Essa depreciação do real pressionou significativamente os preços internos.

**BANCO CENTRAL DO BRASIL****Gráfico 2 - Evolução da taxa de câmbio (R\$/US\$)**

12. Destaca-se que a depreciação cambial observada pode ser caracterizada como uma mudança de preços relativos, em oposição a um processo de espiral câmbio-inflação. A depreciação do câmbio nominal, da ordem de 44%, foi significativamente superior à inflação medida pelo IPCA, 12,5%, resultando em depreciação da taxa de câmbio real (veja Gráfico 3). Outra forma de verificar a mudança de preços relativos é comparar a evolução da inflação dos itens comercializáveis do IPCA, que representam 39% do índice e sofrem impacto mais direto da variação cambial, com a inflação dos itens não comercializáveis, cuja participação no IPCA é de 33%. Em 2002, a inflação dos itens comercializáveis alcançou 14,9%, ante inflação de 7,4% registrada pelos itens não comercializáveis. A contrapartida dessa mudança de preços relativos foi o forte ajuste observado na balança comercial, necessário em face da redução dos fluxos de capitais ao longo de 2002.



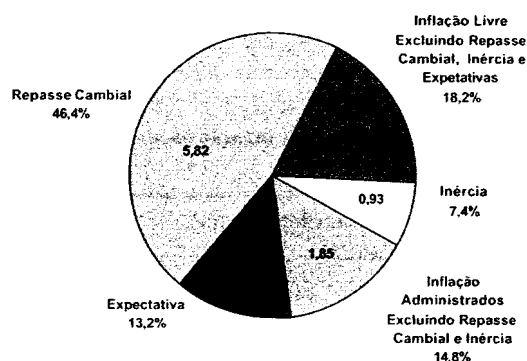
**BANCO CENTRAL DO BRASIL****Gráfico 3 - Depreciação Cambial e Inflação em 2002 (% no ano)**

13. A decomposição da inflação apresentada no Gráfico 4 permite destacar a contribuição da **depreciação cambial**, da **inércia** associada à parcela da inflação que excedeu à meta em 2001, das **expectativas de inflação** acima da meta, da **inflação dos preços livres** e da **inflação dos preços administrados** por contrato e monitorados. Assinala-se que a parcela devida à depreciação cambial considera também seus efeitos indiretos, ou seja, seu impacto sobre os preços livres e sobre determinados preços administrados por contrato e monitorados, de modo que a parte relativa à elevação dos preços livres exclui os efeitos do repasse cambial, bem como da inércia e das expectativas. A parte atribuída aos preços administrados exclui os reflexos do repasse cambial e da inércia.



## BANCO CENTRAL DO BRASIL

Gráfico 4 - Contribuições para a Inflação: janeiro a dezembro de 2002  
(em pontos percentuais e contribuição percentual)



14. Estima-se que o efeito total da depreciação cambial sobre a inflação em 2002 representou 5,8 pontos percentuais. Desse valor, 3,8 p.p. correspondem ao impacto sobre os preços livres e 2,0 p.p., ao repasse sobre os preços administrados por contrato e monitorados. Essa avaliação toma por base um repasse da depreciação cambial para os preços livres de 17% no último trimestre de 2002, superior ao estimado com base no comportamento histórico da taxa de câmbio e da inflação e normalmente utilizado nas projeções do Comitê de Política Monetária (Copom). A escolha de coeficiente de repasse maior, que se deve restringir ao último trimestre do ano, espelha mais adequadamente o ambiente econômico daquele momento, caracterizado por forte pressão cambial, deterioração das expectativas e percepção de manutenção da taxa de câmbio em patamares mais elevados. Caso o coeficiente de repasse cambial tivesse permanecido, no último trimestre de 2002, próximo à média histórica de 7%, a contribuição da depreciação cambial teria sido de 4,4 p.p., respondendo por 35% da inflação ocorrida. Nesse caso, a contribuição dos preços livres, excluindo os efeitos de inércia, expectativas e repasse cambial, teria sido maior, de 3,7 p.p., equivalente a 29% da inflação registrada.

15. No âmbito interno, destaca-se o crescimento acentuado dos preços administrados por contrato e monitorados, principalmente do gás de bujão, que aumentou 48,3%, do álcool, 31,5%, e da eletricidade, 19,9%. A inflação nesse conjunto de preços atingiu 15,3%, taxa superior à da inflação dos preços livres, de 11,5%, e da variação do IPCA, de 12,5% (ver Gráfico 3). Definiram-se como preços administrados por contrato e monitorados, aqueles cuja sensibilidade a fatores de oferta e demanda é menor, o que não implica, necessariamente, serem diretamente regulados pelo governo.<sup>1</sup> Os preços administrados por contrato e monitorados

<sup>1</sup>A definição de preços administrados por contrato e monitorados foi alterada pelo Copom em novembro de 2002, excluindo os itens "carvão vegetal", "transporte escolar" e "empregados domésticos". Segundo a nova definição, o conjunto de preços administrados por contrato e monitorados passa a ter peso de 28,0% no IPCA de dezembro de 2002, ante 31,3%, na definição anterior. Esse conjunto de preços inclui itens como eletricidade (com peso no IPCA

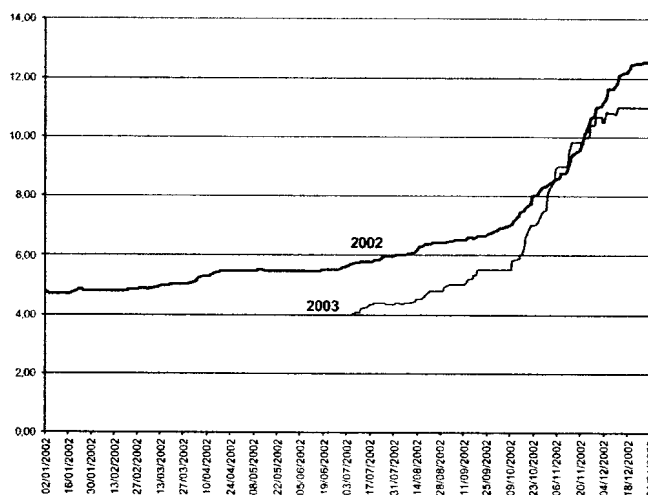


## BANCO CENTRAL DO BRASIL

contribuíram com 1,85 ponto percentual para a inflação, uma vez deduzido o efeito do repasse cambial e da inércia da inflação em 2001.

16. Em função da crise de confiança na economia brasileira, as expectativas de inflação excederam à meta e contribuíram com 1,65 p.p. para a inflação de 2002.<sup>2</sup> A partir de meados do ano, as expectativas superaram o limite superior do intervalo de tolerância e, desde setembro, observou-se forte deterioração, tanto para 2002 quanto para 2003, como está evidenciado no Gráfico 5.

Gráfico 5 - Expectativas de Inflação do Mercado



17. A inércia inflacionária herdada do ano de 2001 contribuiu com 0,9 ponto percentual para o IPCA de 2002. A inflação dos preços livres excluindo o repasse cambial, a inércia herdada de 2001 e o impacto das expectativas de inflação acima da meta respondeu com 2,3 pontos percentuais para o IPCA de 2002.

18. De modo a avaliar-se a importância da depreciação cambial, da deterioração das expectativas de inflação e do reajuste dos preços administrados por contrato e monitorados sobre a inflação em 2002, foram realizadas simulações para estimar qual teria sido seu valor caso: (i) não tivesse ocorrido depreciação cambial; (ii) a inflação dos preços administrados por contrato e monitorados tivesse apresentado a mesma evolução dos preços livres; e (iii) as expectativas para a inflação tivessem permanecido no centro da meta.

de dezembro de 2002 de 4,19%), gasolina (4,41%), telefone fixo (3,04%), ônibus urbano (4,58%), plano de saúde (2,49%), água e esgoto (1,61%) e gás de bujão (1,68%).

<sup>2</sup> O cálculo leva em conta somente a parte das expectativas de inflação que excedeu a meta.



## BANCO CENTRAL DO BRASIL

19. Assim, caso a taxa de câmbio tivesse permanecido no patamar de R\$2,55, observado no quarto trimestre de 2001, ou seja, admitindo-se depreciação zero e mantendo a inflação dos administrados nos 15,3% ocorridos, a inflação medida pelo IPCA teria sido de 8,9%, 3,6 p.p. abaixo do valor ocorrido. Se, além da ausência de depreciação cambial, a inflação dos preços administrados por contrato e monitorados tivesse sido igual à dos preços livres, a variação do IPCA em 2002 teria sido de 5,98%. Se, além de neutralizados os efeitos do câmbio e dos preços administrados por contrato e monitorados, as expectativas de mercado para a inflação tivessem permanecido no centro da meta, a inflação em 2002 medida pelo IPCA alcançaria 4,3%, valor confortavelmente dentro do intervalo de tolerância e 8,2 p.p. abaixo da inflação ocorrida.

**Tabela 1 - Inflação em 2002**

	(%)
Inflação ocorrida (IPCA)	12,53
excluindo o repasse cambial	8,92
excluindo preços administrados	5,98
excluindo impacto expectativas	4,30

### Atuação do Banco Central em 2002

20. Ao longo de 2002, as decisões de política monetária foram baseadas na comparação entre as projeções de inflação e a meta ajustada.

21. Nas reuniões de fevereiro e de março do Copom, diante de uma conjuntura econômica favorável, caracterizada pela estabilidade do câmbio em patamar em torno de R\$2,40 e pela projeção da inflação para 2002 em linha com a meta ajustada, o Copom promoveu duas reduções, de 0,25 p.p. cada, na meta para a taxa Selic, que passou a 18,5% a.a. a partir de março. Nova redução da meta para a taxa Selic ocorreu em julho, quando passou a 18% a.a. Naquela ocasião, a projeção da inflação para 2002 estava um pouco acima da meta ajustada, mas ainda dentro do intervalo de tolerância estabelecido pelo CMN. Contudo, devido às defasagens existentes no mecanismo de transmissão da política monetária, era necessário calibrar a política monetária visando também a inflação em 2003, cujas projeções encontravam-se, então, significativamente abaixo da meta. Outro fator relevante quando da decisão do Copom foi a revisão da meta para 2003, de 3,25% para 4,0%, definida pelo CMN em junho.

22. Em agosto e setembro, o Copom decidiu manter a meta para a taxa Selic em 18% a.a., uma vez que as projeções para a inflação de 2003 estavam em linha com a meta ajustada. O cenário básico delineado no *Relatório de Inflação* de setembro tinha como hipóteses taxa de câmbio em R\$3,20, valor vigente às vésperas da reunião, e mediana das expectativas para a inflação de 2003 em 5,20%. Com essas hipóteses, projetava-se inflação de 4,5% para 2003. O cenário doméstico, entretanto, deteriorou-se substancialmente a partir dos últimos dias de setembro, com a taxa de câmbio atingindo R\$3,90 ao final do mês. A permanência do câmbio em níveis depreciados e a publicação de indicadores preliminares de índices de preços projetando aumento da inflação em outubro contaminaram as expectativas de inflação para 2003. Entre 16 de setembro e 11 de outubro, a mediana das expectativas para 2003 coletadas pela Gerin elevou-



### BANCO CENTRAL DO BRASIL

se de 5,20% para 5,85%. As projeções de inflação do Copom também aumentaram naquele período, levando o Comitê a realizar reunião extraordinária, na qual se decidiu pelo aumento da meta para a taxa Selic em 300 p.b., situando-a em 21% a.a.

23. Nas reuniões de novembro e de dezembro, tendo por base o aumento das projeções e a forte deterioração das expectativas de mercado para a inflação de 2003, que passaram de 5,2% em setembro para quase 11% em dezembro, o Copom decidiu elevar novamente a taxa de juros, inicialmente em 100 p.b. e, posteriormente, em mais 300 p.b., com a meta para a taxa Selic encerrando o ano em 25% a.a. Caso a meta para a taxa Selic não tivesse sido alterada, a taxa de juros real *ex-ante* teria caído, o que facilitaria a propagação dos choques de oferta e permitiria que aparecessem seus efeitos secundários na inflação. Deve-se destacar que, mesmo tendo sido observados reajustes positivos para a maioria dos itens que compõem o IPCA, a inflação observada no último trimestre de 2002 pode ser mais bem caracterizada como uma mudança de preços relativos entre bens comercializáveis e não comercializáveis. Dessa forma, a elevação da taxa de juros teve por objetivo inibir os reajustes de preços, contribuir para a coordenação das expectativas, impedir que a deterioração das expectativas de inflação se auto-realizasse e evitar a propagação dos choques de oferta, inibindo o aumento generalizado dos preços. Ressalta-se que os aumentos da meta para a taxa de juros no último trimestre de 2002 tiveram como principal objetivo fazer com que as projeções para a inflação de 2003 retornassem a uma trajetória compatível com as metas para a inflação. A Tabela 2 apresenta a meta para a taxa Selic definida em cada reunião do Copom ao longo de 2002.

Tabela 2: Decisões do Copom em 2002

Nº	REUNIÃO		PERÍODO DE VIGÊNCIA		META DA TAXA SELIC
	DATA	DE	A	A	
67ª	23.01.2002	24.01.2002	a	20.02.2002	19
68ª	20.02.2002	21.02.2002	a	20.03.2002	18,75
69ª	20.03.2002	21.03.2002	a	17.04.2002	18,5
70ª	17.04.2002	18.04.2002	a	22.05.2002	18,5
71ª	22.05.2002	23.05.2002	a	19.06.2002	18,5
72ª	19.06.2002	20.06.2002	a	17.07.2002	18,5
73ª	17.07.2002	18.07.2002	a	21.08.2002	18
74ª	21.08.2002	22.08.2002	a	18.09.2002	18
75ª	18.09.2002	19.09.2002	a	14.10.2002	18
76ª (extraordinária)	14.10.2002	15.10.2002	a	23.10.2002	21
77ª	23.10.2002	24.10.2002	a	20.11.2002	21
78ª	20.11.2002	21.11.2002	a	18.12.2002	22
79ª	18.12.2002	19.12.2002	a	22.01.2003	25

24. Ao avaliar a condução da política monetária em 2002, devem ser levados em consideração três fatores importantes. Em primeiro lugar, a trajetória da taxa de câmbio, dos preços administrados por contrato e monitorados e das expectativas de inflação ocorrida em 2002 foi bastante diferente daquela prevista no início do ano. O *Relatório de Inflação* de dezembro de 2001 apresentava a expectativa de que a taxa de câmbio se estabilizaria em um patamar de R\$2,36 em 2002, (ante média de R\$2,93 efetivamente verificada em 2002), e projetava-se inflação dos preços administrados por contrato e monitorados em 5,3%, ante 15,3% efetivamente ocorridos. Com base nessas hipóteses, apresentava previsão para inflação de 3,7% em 2002. Naquela ocasião, as informações coletadas pela Gerin em 31 de dezembro de 2001, indicavam



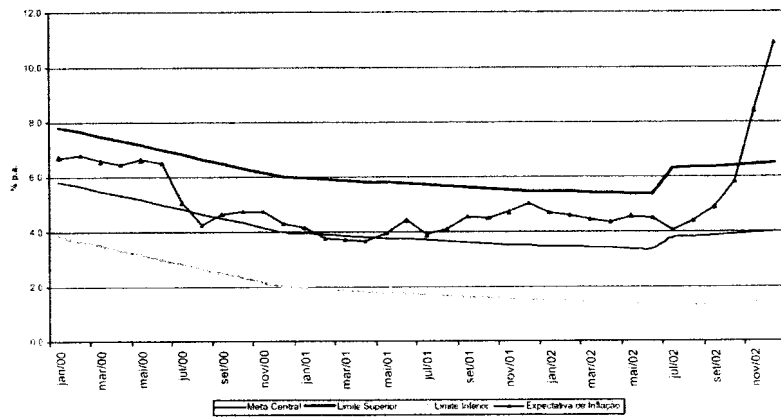
**BANCO CENTRAL DO BRASIL**

que a mediana das expectativas do mercado para a inflação de 2002 era de 4,8%, e o dólar encerraria o ano em R\$2,60.

25. Em segundo lugar, e relacionado com o exposto acima, o choque ocorrido no quarto trimestre foi muito maior do que o esperado. No final de setembro, tanto o Banco Central como o mercado antecipavam inflação da ordem de 1,3% para aquele trimestre, cerca de 5,3 p.p. abaixo do efetivamente ocorrido.

26. Em terceiro lugar, a atuação da política monetária foi capaz de controlar as expectativas de inflação na maior parte do ano. O Gráfico 6 mostra, desde 2000, as expectativas de inflação 12 meses à frente e a respectiva meta de inflação, calculada como média ponderada das metas pré-estabelecidas para o final de cada ano calendário. Como se vê, somente no último trimestre de 2002, com o agravamento da crise de confiança, a mediana das expectativas do mercado ficou acima do intervalo de tolerância. Essa deterioração das expectativas ensejou os aumentos da taxa de juros no último trimestre do ano, que permitirão que as expectativas retornem para níveis compatíveis com a meta para a inflação.

**Gráfico 6: Expectativas de Inflação e Meta de Inflação 12 Meses à Frente 2000:01-2002:12(%a.a.)**



27. O Banco Central calibra a política monetária com base na avaliação da tendência futura da inflação. Para tanto, utiliza as melhores informações disponíveis, tanto quantitativas, processadas através de modelos estruturais, simulações e outras medidas estatísticas, quanto qualitativas e desagregadas, que exigem uma avaliação mais subjetiva. Quando as projeções indicam que a inflação está se distanciando acima da meta, o Copom avalia as causas do aumento das projeções para definir a trajetória de convergência da inflação para a meta pré-estabelecida, levando em conta o custo do ajuste, em termos de produto e renda, associado à existência da inércia inflacionária. Ou seja, o Banco Central não segue uma política de atingir a



## BANCO CENTRAL DO BRASIL

meta para a inflação a qualquer custo; o Banco Central leva em consideração a natureza e persistência dos choques e os custos associados sobre o nível de atividade.

28. Para tanto, o Copom trabalha com o conceito de meta ajustada, onde, à meta preestabelecida pelo CMN, adicionam-se a inércia da inflação herdada do ano anterior a ser acomodada naquele ano e o efeito primário do choque dos preços administrados por contrato e monitorados. Ao perseguir a meta ajustada, a política monetária segue a recomendação teórica e a prática de outros bancos centrais. Diante de choques de oferta, como a recente crise de confiança e o aumento dos preços administrados por contrato e monitorados acima da inflação dos demais preços da economia, a política monetária deve ser guiada de modo a acomodar o impacto direto dos choques sobre o nível de preços, mas combater seus efeitos secundários. Além disso, os impactos da inflação do ano anterior, via inércia, não devem necessariamente ser combatidos em um único ano calendário. Também baseado na melhor prática internacional e tendo em vista a inflação ocorrida em 2001, o Copom entendeu que os efeitos inerciais deveriam ser neutralizados em um prazo mais longo do que um ano.

### Providências e Prazos para a Convergência da Inflação para as Metas

29. O objetivo da política monetária em 2003 é perseguir uma trajetória de convergência para as metas definidas anteriormente pelo Conselho Monetário Nacional e recentemente reafirmadas pelos ministros da área econômica (4% em 2003 e 3,75% em 2004, com tolerância de +/- 2,5 p.p.), levando-se em conta que essa convergência não se dará instantaneamente. Nesse sentido, a política monetária é calibrada de forma a conduzir a inflação para níveis compatíveis com as metas no médio prazo e evitar que a inflação se acomode num patamar mais elevado.

30. Portanto, é prática comum entre os Bancos Centrais, quando confrontados com choques de oferta de grande magnitude, diluir a convergência da inflação corrente às metas em um período mais longo, evitando, assim, custos desnecessários para a economia. Tal foi o caso enfrentado pelo Brasil no ano passado.

31. A trajetória de convergência é definida com base nas metas ajustadas para os próximos anos, que consistem na soma de três componentes: i) a meta para a inflação preestabelecida pelo CMN; ii) os impactos inerciais da inflação do ano anterior; e iii) o efeito primário dos choques de preços administrados por contrato e monitorados. O efeito primário corresponde à parte da inflação dos administrados por contrato e monitorados que excede a meta, descontada dos efeitos do câmbio e da inércia inflacionária.<sup>3</sup> A meta ajustada poderá ser alterada, à medida que ocorram novas estimativas para o efeito primário do choque dos preços administrados por contrato e monitorados.<sup>4</sup>

32. A meta ajustada para a inflação de 2003 é de 8,5%. O cálculo pressupõe que a inflação dos preços administrados seja de 14% e que um terço da inércia seja combatido neste ano. Ao longo de 2002, o Banco Central buscou neutralizar metade da inércia herdada do ano anterior. Entretanto, como a inflação de 2002 ficou 9,0 p.p. acima da meta, com a maior contribuição ocorrendo no último trimestre do ano, o impacto estimado sobre a inflação de 2003

<sup>3</sup> A metodologia do cálculo da meta ajustada foi apresentada no *Relatório de Inflação* de junho de 2002 e na Nota Técnica do Banco Central nº 22.

<sup>4</sup> A estimativa dos efeitos inerciais da inflação de 2002 independe de novos cenários, uma vez que a inflação de 2002 já ocorreu.



## BANCO CENTRAL DO BRASIL

é de 4,2 p.p., valor elevado e que justifica um combate mais gradual. Para 2004, a meta ajustada de inflação é de 5,5%, utilizando como hipóteses a inflação dos preços administrados de 7,6%. Tendo em vista a magnitude do impacto inercial da inflação de 2002 e o efeito primário do choque dos preços administrados por contrato e monitorados, a meta ajustada fica acima do limite superior de tolerância da meta pré-estabelecida pelo CMN. A Tabela 3 mostra a composição da meta ajustada para a inflação de 2003 e 2004.

**Tabela 3 : Meta Ajustada para a Inflação de 2003 e 2004**

Linha	Item	2003	2004
(a)	Meta para a Inflação Decidida pelo C.M.N.	4,0	3,75
(b)	Choque dos Preços Administrados e Monitorados <sup>1</sup>	1,7	1,1
(c)	Inércia a Ser Combatida nos Anos Seguintes <sup>2</sup>	2,8	0,6
	Inércia Herdada do Ano Anterior (total)	4,2	1,0
	Sobre os Preços Administrados	1,4	0,4
	Sobre os Preços Livres	2,8	0,6
(d)	Meta Ajustada (= (a) + (b) + (c))	8,5	5,5

Obs: 1) Para o cálculo do choque retira-se o efeito da inércia e do câmbio sobre a inflação dos administrados e monitorados.

2) A inércia a ser combatida nos anos seguinte equivale a 2/3 da inércia herdada do ano anterior.

33. A decisão de perseguir uma trajetória de inflação com base nestas metas ajustadas leva em conta que a política monetária será capaz de fazer com que a inflação convirja para o intervalo de tolerância da meta em dois anos. Outras trajetórias com quedas de inflação mais acentuadas implicam perdas expressivas do crescimento do produto. Simulações baseadas em um conjunto de hipóteses indicam que uma trajetória de convergência da inflação que alcançasse em 2003 o limite superior do intervalo de tolerância da meta, 6,5%, resultaria em uma queda do PIB de 1,6% (veja Tabela 4). Mais ainda, uma trajetória que alcance o centro da meta de 2003, 4%, implicaria uma contração do PIB ainda maior, de 7,3%.

**Tabela 4 - Trajetória de convergência e crescimento do PIB em 2003**

Inflação em 2003	Crescimento do PIB em 2003
8,5%	2,8%
6,5%	-1,6%
4,0%	-7,3%

34. Além do efeito sobre o produto, outras trajetórias de convergência de inflação poderiam requerer um esforço desproporcional no primeiro ano, o que resultaria em uma inflação em 2004 substancialmente inferior à meta estabelecida para aquele ano.

35. O Gráfico 7 mostra a inflação acumulada em 12 meses para uma trajetória compatível com as metas ajustadas. Como pode ser visto, para se atingir as metas ajustadas, a

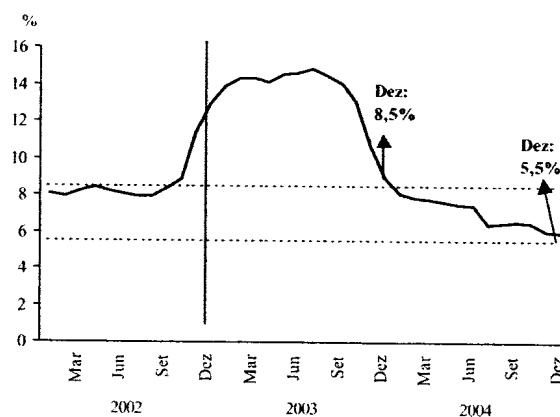




## BANCO CENTRAL DO BRASIL

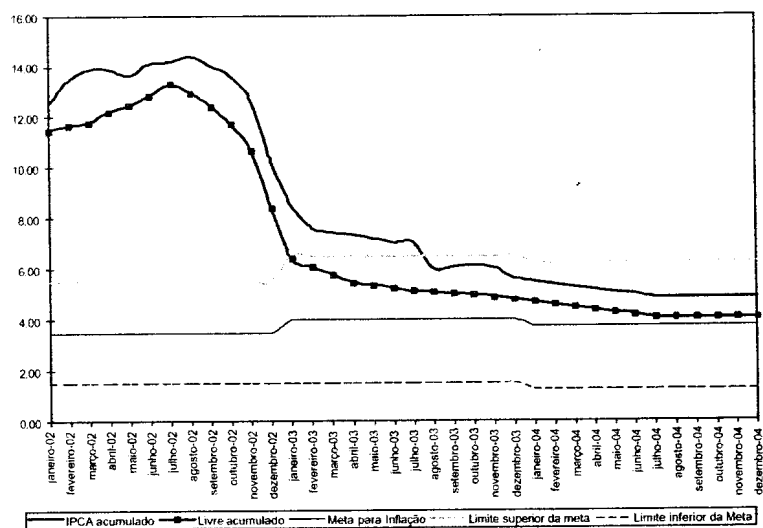
inflação acumulada em 12 meses deverá permanecer em torno de 14% até o terceiro trimestre de 2003. Esse patamar elevado se justificaria, em primeiro lugar, porque a inflação anormalmente elevada ocorrida no último trimestre de 2002 estaria incorporada ao cálculo da inflação acumulada. Além disso, nos primeiros meses de 2003, a inflação dos preços livres deverá sofrer os efeitos inerciais da inflação do ano anterior. Por fim, os reajustes das tarifas de energia elétrica e de serviços telefônicos, que se concentram em junho e julho, devem incorporar a depreciação cambial e a elevada inflação medida pelos IGPs durante o segundo semestre de 2002. Com a dissipação desses efeitos e à medida que sejam retiradas do cálculo as inflações elevadas de novembro e dezembro de 2002, a inflação acumulada em 12 meses deverá cair rapidamente no último trimestre de 2003. A partir de 2004, a inflação deverá continuar em queda até atingir 5,5% em dezembro. A inflação menor em 2004 do que em 2003 deverá ser consequência da melhoria das expectativas, da inércia mais baixa herdada do ano anterior e da hipótese de ausência de depreciação cambial, que reduz a pressão sobre os preços livres e sobre os preços administrados por contrato e monitorados.

Gráfico 7 : Inflação Acumulada em 12 Meses do IPCA



36. O Gráfico 8 mostra a inflação acumulada doze meses à frente<sup>5</sup> consistentes com a mesma trajetória apresentada no Gráfico 7. Como pode ser visto, a inflação dos preços livres acumulada 12 meses à frente situa-se dentro do intervalo de tolerância já no início de 2003 e aproxima-se da meta central no segundo semestre de 2004. Já o IPCA total converge para o intervalo de tolerância a partir do segundo semestre de 2003 e, em dezembro de 2004, apresenta valores anualizados em torno de 4,8%.

<sup>5</sup>Os valores do gráfico referentes à inflação de 12 meses à frente em 2004 foram obtidos anualizando os resultados acumulados até o final do ano.


**BANCO CENTRAL DO BRASIL**
**Gráfico 8 : Inflação Livre e IPCA Acumulados 12 Meses à Frente**


37. Deve-se enfatizar que as projeções de inflação do Banco Central podem não coincidir, necessariamente, com a meta ajustada. Essas projeções dependem de hipóteses e avaliações que podem se modificar ao longo do tempo. O Banco Central irá calibrar a política monetária para que a inflação projetada convirja para a meta ajustada.

38. Em suma, o regime macroeconômico de metas para inflação, câmbio flutuante e responsabilidade fiscal tem demonstrado ser capaz de absorver fortes choques sobre a economia. A elevada depreciação cambial, a evolução dos preços administrados por contrato e monitorados e a deterioração das expectativas fizeram com que a inflação de 2002 atingisse 12,5% (dos quais, mais da metade ocorreu no último trimestre), valor bastante acima do intervalo superior da meta. A política monetária nos próximos dois anos será calibrada para que a inflação convirja para as metas ajustadas, de 8,5% em 2003 e de 5,5% em 2004. Dessa forma, o Banco Central perseguirá uma trajetória de inflação que leve a uma redução importante da inflação neste ano e atinja o intervalo de tolerância da meta em 2004.

Respeitosamente,

Henrique de Campos Meirelles  
Presidente

**BANCO CENTRAL DO BRASIL**

Presi-2004/264

Brasília, 19 de fevereiro de 2004.

Senhor Ministro,

Encaminho a Vossa Excelência esta carta aberta em cumprimento do estabelecido no Decreto ° 3.088, de 21 de junho de 1999, que instituiu o regime de metas para a inflação no Brasil. Como é do conhecimento de Vossa Excelência, o parágrafo único do artigo 4° do referido decreto reza que, em caso de descumprimento da meta de inflação estabelecida pelo Conselho Monetário Nacional (CMN):

*“... o Presidente do Banco Central do Brasil divulgará publicamente as razões do descumprimento, por meio de carta aberta ao Ministro de Estado da Fazenda, que deverá conter:*

- I - descrição detalhada das causas do descumprimento;*
- II - providências para assegurar o retorno da inflação aos limites estabelecidos; e*
- III - o prazo no qual se espera que as providências produzam efeito.”*

2. Em 2003, a taxa de inflação medida pela variação do Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) alcançou 9,30%, ultrapassando, portanto, o limite superior do intervalo de tolerância de 2,5 pontos percentuais acima ou abaixo da meta central de 4,0% estabelecida pelo CMN. Lembro que a meta ajustada de 8,5% para 2003 não foi definida pelo CMN, mas sim proposta pelo Banco Central do Brasil na carta aberta aceita por Vossa Excelência em 21 de janeiro de 2003. Portanto, esta carta se faria necessária por maior que fosse a proximidade entre a inflação efetivamente ocorrida e a meta ajustada.

A Sua Excelência o Senhor  
Antônio Palocci Filho  
Ministro de Estado da Fazenda  
Esplanada dos Ministérios, Bloco P  
70048-900 – Brasília – DF

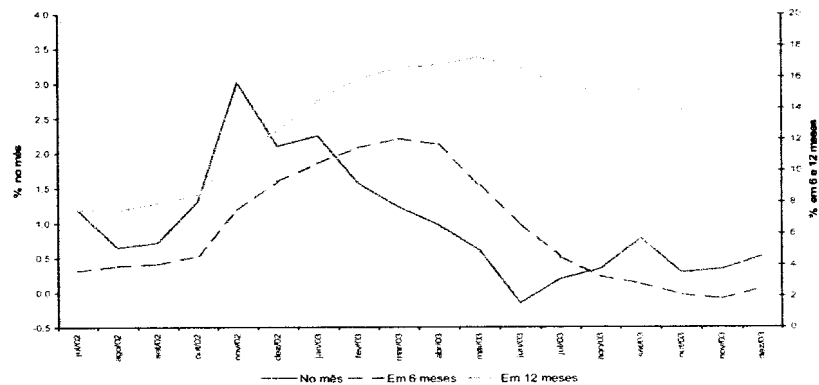


## BANCO CENTRAL DO BRASIL

### Causas do descumprimento da meta

3. A maior parcela da inflação de 2003 ocorreu nos primeiros meses do ano, refletindo os mesmos fatores que levaram à aceleração inflacionária do final do ano anterior. No primeiro trimestre, a inflação atingiu 5,1%, representando 55% da inflação total de 2003 (considerando os cinco primeiros meses, a inflação foi de 6,8% — 73% da inflação do ano). O gráfico 1 mostra os valores da inflação mensal e acumulada em 6 e 12 meses entre meados de 2002 e 2003.

**Gráfico 1 – Inflação mensal e acumulada em 6 e 12 meses (2002:7-2003:12) - IPCA**



4. Mesmo com as elevadas taxas do primeiro trimestre, a inflação acumulada em 2003 terminou bastante próxima da meta ajustada anunciada em janeiro. Embora não se apliquem à meta ajustada intervalos de tolerância como os que acompanham as metas fixadas pelo CMN, considerando-se as incertezas inerentes às etapas iniciais de um processo de desinflação, ainda maiores do que as incertezas que normalmente cercam os efeitos da política monetária em ambientes de estabilidade, o valor de 9,3%, que supera a meta ajustada em apenas 0,8 ponto percentual, encontra-se dentro de uma margem de erro perfeitamente aceitável.

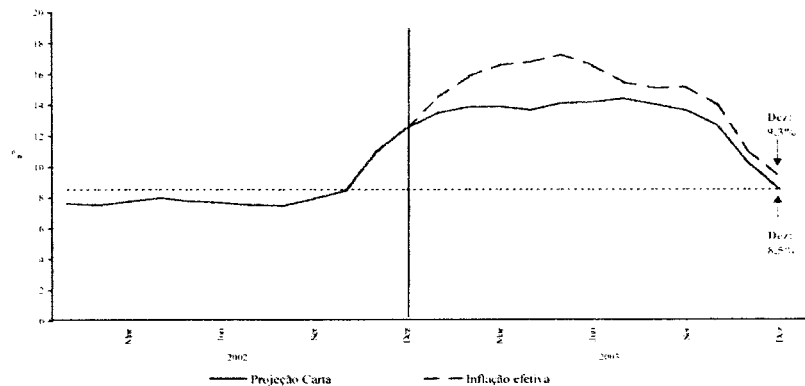
5. A Carta Aberta do ano passado apresentava uma trajetória projetada de inflação compatível com as metas ajustadas. O gráfico 2 compara aquela projeção para a trajetória da inflação acumulada nos doze meses anteriores com a inflação efetivamente ocorrida. A trajetória da inflação ao longo de 2003 seguiu basicamente a trajetória projetada na Carta. A inflação efetiva acabou sendo maior no primeiro trimestre, quando a intensidade da inércia inflacionária foi superior à inicialmente estimada. Essa diferença foi



## BANCO CENTRAL DO BRASIL

compensada em grande medida pelo comportamento melhor do que o esperado para a inflação nos trimestres seguintes, conforme evidenciado pela reaproximação entre as trajetórias efetivamente ocorrida e projetada.

**Gráfico 2 – Trajetória compatível com a meta ajustada (Carta Aberta de 2003) e inflação efetiva – valores acumulados em doze meses**



6. O resultado do primeiro trimestre pode ser atribuído, principalmente, a um aumento temporário do grau de persistência inflacionária durante aquele período, retroalimentado pela deterioração das expectativas que vinha sendo observada desde o quarto trimestre de 2002. De fato, estudos deste Banco Central divulgados no *Relatório de Inflação* de setembro de 2003 mostram que, após a implementação bem sucedida do regime de metas, o grau de inércia inflacionária caiu para cerca de 35% em meados de 2000, mas, devido à aceleração inflacionária ocorrida no final de 2002 e às incertezas relativas à condução futura da política monetária, o grau de inércia aumentou substancialmente, atingindo os maiores níveis observados desde a introdução do regime de metas. Com a atuação firme das políticas monetária e fiscal, consistentes com o equilíbrio macroeconômico, as estimações mostram que, ao final do primeiro semestre de 2003, o grau de inércia inflacionária já teria retrocedido para os baixos níveis que vigoravam antes do repique inflacionário observado no último trimestre de 2002.

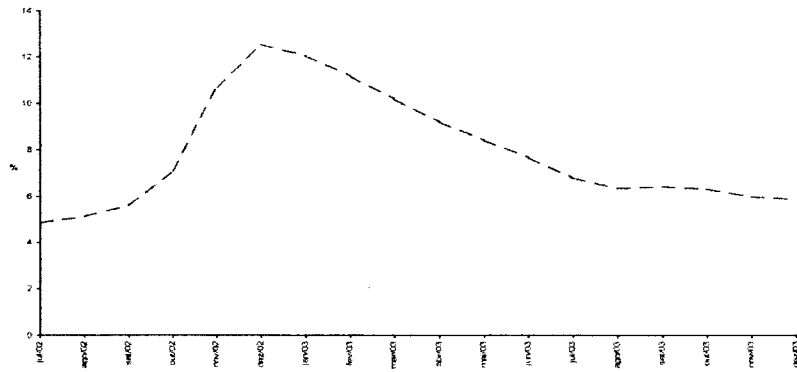
7. O segundo semestre de 2002 foi marcado pela forte deterioração das expectativas, acentuada depreciação cambial e elevada inflação, a qual atingiu, no último trimestre, 6,6%, o maior valor desde 1995 e que corresponde a uma taxa anualizada de 29%. O gráfico 3 mostra o comportamento, desde meados de 2002, das expectativas de mercado coletadas pela Gerência Executiva de Relacionamento com Investidores do Banco



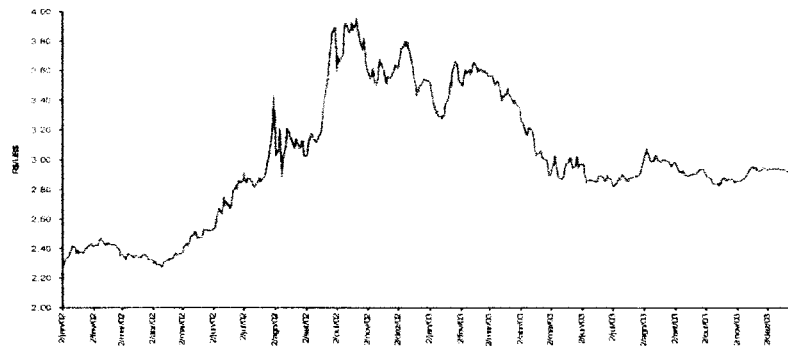
**BANCO CENTRAL DO BRASIL**

Central do Brasil (Gerin) referente à inflação de doze meses à frente, e o gráfico 4 apresenta a evolução da taxa de câmbio ao longo de 2002 e 2003.

**Gráfico 3 – Expectativa de inflação de mercado para os doze meses seguintes (média mensal)**



**Gráfico 4 – Taxa de câmbio (2002-2003) – R\$/US\$**

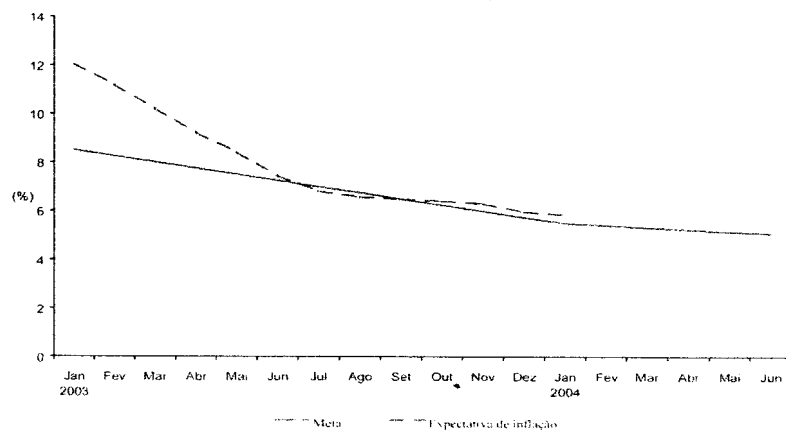




## BANCO CENTRAL DO BRASIL

8. Nos primeiros meses de 2003, reafirmados o comprometimento da política monetária com o regime de metas e da política fiscal com a obtenção de superávits primários compatíveis com sustentabilidade da dívida pública, reverteu-se o quadro anterior de crise de confiança. A partir de maio, como se pode ver no gráfico 5, as expectativas de inflação doze meses à frente passaram a corresponder proximamente à trajetória de metas ajustadas, calculada por interpolação das metas para cada ano calendário. O processo de reversão da depreciação cambial acentuou-se, principalmente em março e abril. Entretanto, a inflação ainda se manteve elevada nesse período. Como ressaltado anteriormente, os mecanismos de inércia fizeram com que boa parte da inflação do último trimestre de 2002 também tivesse impacto sobre a inflação do trimestre seguinte. Da mesma forma, as elevadas expectativas de inflação, embora decrescentes, continuavam exercendo pressão sobre os preços. Além disso, a inflação ainda sofreu os efeitos da depreciação ocorrida em 2002, em virtude de defasagens existentes no mecanismo de repasse cambial, mais acentuadas para os preços administrados.

**Gráfico 5 – Meta e expectativa de inflação de mercado para os doze meses seguintes (média mensal)**



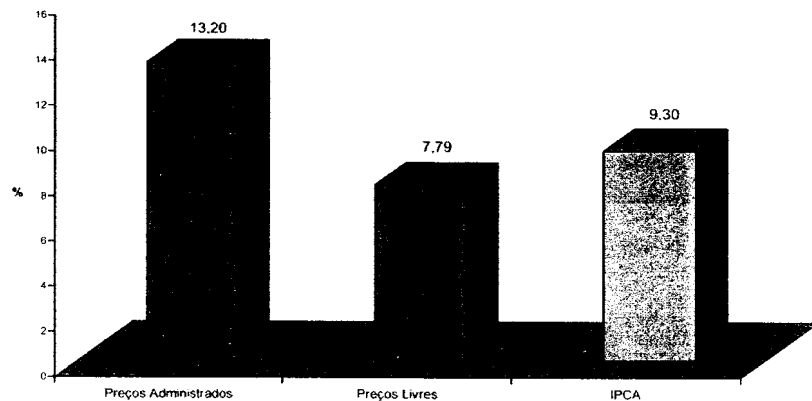
9. A partir de meados de 2003, passou a vigorar um quadro bastante diferente, marcado pela recuperação da confiança nas perspectivas da economia e pela volta à normalidade macroeconômica. Os resultados da política econômica tornaram-se mais evidentes, dissipou-se o ambiente de incertezas acentuadas e a inflação retornou a níveis estáveis e relativamente baixos. Depois de uma deflação pontual de 0,15% em junho, a inflação no segundo semestre acumulou 2,49%, que corresponde a um valor anualizado de

**BANCO CENTRAL DO BRASIL**

5,04%, o segundo valor semestral mais baixo desde o início do regime de metas para a inflação. Ao final de dezembro de 2003, as expectativas de inflação para 2004 e 2005 estavam em 6,0% e 5,0%, respectivamente, enquanto as metas para a inflação estabelecidas pelo CMN para estes mesmos anos são de 5,5% e 4,5%.

10. O quadro de incertezas, o refluxo do capital externo e a elevação da taxa de juros a partir da segunda metade de 2002 levaram a uma retração da atividade econômica. Estima-se que o Produto Interno Bruto (PIB) de 2003 tenha crescido 0,3%. A contração, entretanto, concentrou-se nos dois primeiros trimestres do ano, quando o PIB apresentou quedas de 0,8% e 1,2%, em comparação com o trimestre anterior (dados ajustados sazonalmente). No segundo semestre, iniciou-se o processo de recuperação da atividade econômica, com crescimento do PIB de 0,4% no terceiro trimestre e um crescimento estimado de 2,5% no último trimestre. A flexibilização da política monetária e a retomada da confiança na economia permitem projetar uma taxa de crescimento do PIB de 3,5% para 2004. Comparado com o de outros países emergentes que enfrentaram crises semelhantes, o desempenho da economia brasileira é nitidamente superior.

**Gráfico 6 – Variação do IPCA por grupo em 2003**



11. À semelhança do observado em anos anteriores, os preços administrados por contrato e monitorados exerceram sobre a inflação uma pressão maior que os preços livres. Os preços administrados aumentaram 13,20%, enquanto o crescimento dos preços livres foi 7,79% (gráfico 6). Os preços administrados contribuíram com 3,76 pontos percentuais para



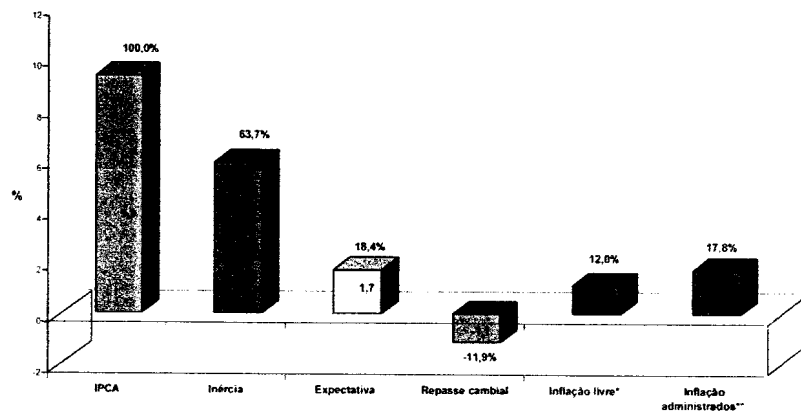


## BANCO CENTRAL DO BRASIL

a variação do IPCA, e os preços livres, cujo peso na ponderação é maior, foram responsáveis por 5,54 pontos percentuais. Os itens dos preços administrados que mais pressionaram o índice de inflação foram ônibus, energia elétrica e telefone. As contribuições desses itens foram de 1,23, 0,91 e 0,64 pontos percentuais, respectivamente, correspondendo portanto, em conjunto, a cerca de 74% da contribuição total dos preços administrados. Os derivados de petróleo, por sua vez, não exerceram pressão, diferentemente do ocorrido em 2002. Gasolina e gás de bujão apresentaram aumentos de apenas 1,24% e 2,93%, respectivamente.

12. O modelo estrutural do Banco Central permite, seguindo o procedimento já adotado em cartas abertas anteriores, estimar os efeitos de diferentes fatores inflacionários. O gráfico 7 decompõe a variação total do IPCA em cinco componentes: i) a depreciação cambial; ii) a inércia associada à parcela da inflação que excedeu a meta em 2002; iii) expectativas de inflação acima da meta; iv) inflação dos preços livres, excluídos os efeitos dos itens anteriores; e v) inflação dos preços administrados, excluídos os efeitos dos itens "i" e "ii".

Gráfico 7 – Contribuição para a inflação de 2003 (em pontos percentuais e contribuição percentual)



\* Excluindo repasse cambial, inércia e expectativas.

\*\* Excluindo repasse cambial e inércia.

**BANCO CENTRAL DO BRASIL**

13. A elevada inflação do último trimestre de 2002 teve um impacto forte no trimestre seguinte em virtude de mecanismos inerciais. No total de 2003, o componente de inércia do ano anterior descontado da meta contribuiu com 5,9 pontos percentuais da inflação. Respondendo por 63,7% da inflação, esse componente inercial aparece como o principal componente inflacionário em 2003, diferentemente do que ocorreu em 2002, quando foi a depreciação cambial o fator mais importante.

14. A taxa de câmbio apresentou apreciação ao longo de 2003, se comparada à do último trimestre de 2002. Como visto no gráfico 7, a taxa de câmbio contribuiu, no cômputo final, para uma menor inflação em 2003.

15. As expectativas de inflação também exerceram influência significativa sobre os preços em virtude de seus valores iniciais elevados. No primeiro semestre, a média das expectativas de inflação doze meses à frente foi 9,8%, ao passo que no segundo semestre situou-se em 6,3%. A contribuição para a inflação das expectativas acima da meta foi 1,7 ponto percentual.

**Atuação do Banco Central em 2003: providências tomadas para assegurar o retorno aos limites estabelecidos e convergência da inflação para às metas.**

16. Dentro do compromisso com o regime de metas para a inflação, a atuação do Banco Central é pautada pela avaliação do comportamento futuro da inflação e sua convergência para as metas. Especificamente em 2003 a política monetária foi direcionada para reverter o quadro de incertezas agudas na economia e fazer as projeções de inflação convergirem para metas estabelecidas, levando em consideração também os custos envolvidos em termos de perda de produto.

17. Com relação às metas a serem perseguidas, a Carta Aberta do ano passado salientou que a política monetária em 2003 e 2004 seria calibrada para que a inflação convergisse para a trajetória de metas ajustadas. As metas ajustadas, de 8,5% em 2003 e de 5,5% em 2004, foram obtidas a partir da soma de três componentes: i) a meta para a inflação pré-estabelecida pelo CMN; ii) parcela dos impactos inerciais da inflação do ano anterior; e iii) o efeito primário dos choques de preços administrados. Tendo em vista a magnitude dos choques que atingiram a economia brasileira, o Banco Central optou por perseguir uma trajetória de inflação que levasse a uma redução importante da inflação em 2003 e fizesse a inflação convergir para o intervalo de tolerância da meta de dois anos à frente. É importante destacar que outras trajetórias com quedas de inflação mais acentuadas implicariam perdas expressivas para o crescimento do produto. Claramente, portanto, o Banco Central considerou o comportamento da atividade econômica na definição da sua estratégia.

**BANCO CENTRAL DO BRASIL**

18. A aceleração inflacionária que se enfrentava, entretanto, não era resultado apenas de um choque externo, tampouco representava um desvio temporário da trajetória de longo prazo da inflação que se reverteria autonomamente. Era um fenômeno que tinha relação direta com a deterioração das expectativas dos agentes privados e, como tal, exigia uma atuação firme da autoridade monetária, pois o sucesso em reverter desde cedo tal processo de deterioração de expectativas seria crucial para minimizar o sacrifício de produto necessário para a estabilização. Além disso, um fracasso na ação antiinflacionária colocaria em risco os ganhos que a perspectiva de estabilidade proporciona para o crescimento econômico e ameaçaria promover um retorno do mecanismo institucionalizado de retroalimentação inflacionária que é a indexação. Portanto, uma ação pouco decidida da autoridade monetária não implicaria melhores resultados para a atividade econômica, a curto ou a longo prazo.

19. Nesse quadro, o Comitê de Política Monetária (Copom) decidiu aumentar a meta para a taxa Selic de 25,0% em dezembro de 2002 para 25,5% e 26,5% em janeiro e fevereiro de 2003, mantendo esse último valor até junho (tabela 1). Em fevereiro, aumentou-se também a alíquota de recolhimento compulsório sobre depósitos à vista. É importante ressaltar que dúvidas sobre a velocidade de queda da inflação e a extensão da inércia inflacionária ainda persistiam. Na verdade, a inflação inicial em 2003, principalmente por causa do comportamento dos preços administrados, havia se situado acima do esperado, fazendo com que a projeção de inflação para 2003 do chamado cenário básico do *Relatório de Inflação* aumentasse de 9,5% em dezembro de 2002 para 10,8% em março do ano seguinte, a despeito de já se incorporar a este último número o aumento de 1,5 ponto percentual sofrido pela Selic nesse ínterim.

20. Os primeiros resultados da ação da política monetária e da austeridade da política fiscal começaram a aparecer no primeiro semestre de 2003. Seguindo as decisões de aumento da taxa de juros, a taxa de câmbio entrou em forte declínio nos meses de março e abril, partindo de R\$ 3,59 em fevereiro para valores abaixo de R\$ 3,00 dois meses depois. As expectativas de inflação do mercado para 2003 e 2004, entretanto, mostravam forte resistência à queda, como mostra o gráfico 8. Até final de abril, as expectativas de inflação para 2003 e 2004 estavam em 12,5% e 8,0%, respectivamente; portanto, significativamente superiores às metas ajustadas de 8,5% e 5,5%. A permanência das expectativas nesse patamar não só dificultaria o cumprimento das metas como também criaria um ambiente propício a que se reinstituíssem mecanismos de indexação. Somente em maio, com a manutenção da postura monetária austera, as expectativas começaram a ceder.

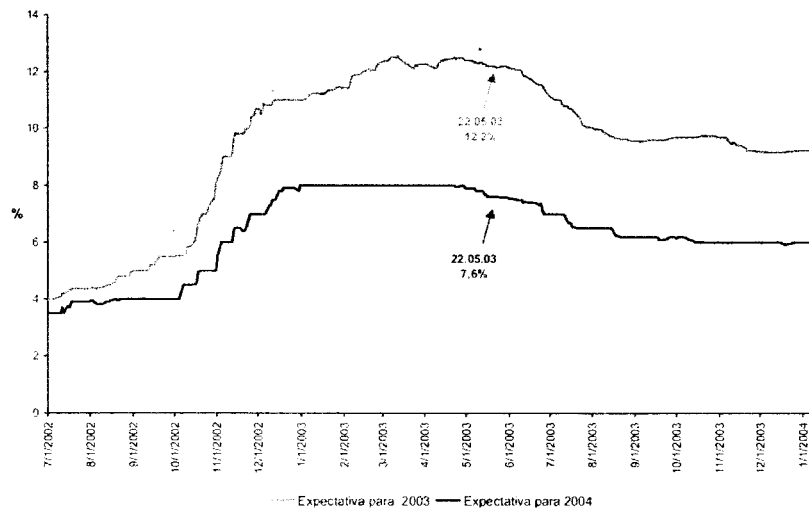


**BANCO CENTRAL DO BRASIL**

**Tabela 1: Decisões do Copom em 2003**

Reunião		Meta da Taxa Selic
N.º	Data	
80ª	22.jan	25,5
81ª	19.fev	26,5
82ª	19.mar	26,5
83ª	23.abr	26,5
84ª	21.mai	26,5
85ª	18.jun	26,0
86ª	23.jul	24,5
87ª	20.ago	22,0
88ª	17.set	20,0
89ª	22.out	19,0
90ª	19.nov	17,5
91ª	17.dez	16,5

**Gráfico 8 – Expectativa de inflação acumulada para 2003 e 2004**



21. No final de junho, o CMN estipulou que a meta de inflação seria de 5,5% para 2004 e de 4,5% para 2005, ambas com um intervalo de tolerância de 2,5 pontos

**BANCO CENTRAL DO BRASIL**

percentuais para mais ou para menos. A decisão do CMN confirmou como meta central para 2004 a meta ajustada com que o Banco Central vinha trabalhando para esse ano.

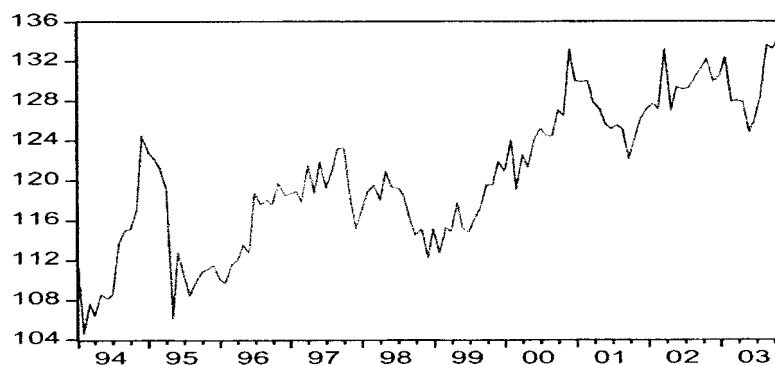
22. A política monetária somente poderia ser flexibilizada quando houvesse convergência das expectativas para as metas e redução significativa das incertezas na economia. Esse quadro mais favorável se formou em meados do ano. Os frutos da política monetária começavam a se tornar mais evidentes. Como publicado no *Relatório de Inflação* de junho de 2003, as expectativas do mercado para a inflação doze meses à frente encontravam-se em 7,4%, valor próximo ao contido na trajetória das metas (7,2%). Como resultado da reversão das expectativas, do controle da demanda agregada e da apreciação cambial, a taxa de inflação entrou em queda. A partir de junho, então, o Copom iniciou processo de redução gradativa da taxa Selic, que alcançou 16,5% em dezembro. Em agosto, a alíquota do recolhimento compulsório sobre recursos à vista foi reduzida.

23. A flexibilização da política monetária tem sido conduzida sem sobressaltos, de forma a garantir um caminho seguro para o cumprimento das metas para a inflação e a retomada do crescimento econômico de forma sustentada no longo prazo. Na verdade, a política seguida em 2003, embora com efeitos contracionistas no curto prazo, atuou favoravelmente a um cenário de recuperação sustentada da atividade econômica ao reduzir as incertezas e reconduzir a inflação à trajetória das metas.

24. Antes mesmo do previsto pela maioria dos analistas, o nível de atividade começou a mostrar sinais de recuperação, beneficiando-se da retomada da confiança na economia, do crescimento das exportações e, mais recentemente, da flexibilização da política monetária. O gráfico 9 mostra a produção industrial dessazonalizada desde 1994, apresentando em destaque quatro episódios sucessivos de contração da atividade industrial. São eles, além do mais recente, ocorrido em 2003, os associados à: i) crise mexicana (1994/1995); ii) crise russa e desvalorização cambial (1998/1999); iii) crise argentina e de energia elétrica (2000/2001). Comparando-se o episódio mais recente com os anteriores, é evidente que a contração ocorrida em 2003 foi a de duração mais curta e de intensidade mais fraca. Enquanto os outros episódios estenderam-se por 10 a 11 meses (no caso da primeira crise, embora a produção tenha parado de se reduzir no sexto mês, a atividade situou-se ao redor do valor do vale por vários meses) e apresentaram quedas da atividade de 7% a 15% (quando comparados com o pico anterior), o mais recente durou apenas cinco meses e envolveu uma queda máxima de 6%. Além disso, em apenas três meses a partir do início da retomada, já se havia ultrapassado o pico anterior.

**BANCO CENTRAL DO BRASIL**

Gráfico 9 – Produção industrial (1994:1 – 2003:11)



25. Portanto, o Banco Central tomou ao longo de 2003 as providências necessárias para evitar que a inflação saísse de controle e para fazer com que a projeção de inflação retornasse à trajetória das metas. Ao longo de 2004, o Banco Central continuará administrando a política monetária de forma consistente com o regime de metas para a inflação.

Respeitosamente,

Henrique de Campos Meirelles  
Presidente