



**UNIVERSIDADE FEDERAL DO CEARÁ**  
**FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO, ATUÁRIA,**  
**CONTABILIDADE E SECRETARIADO EXECUTIVO**  
**CURSO DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS**

**Thaís Amanda Ribeiro de Oliveira Lemos**

**REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO NO BRASIL: INFLAÇÃO E**  
**TAXA DE JUROS DOS ANOS DE 1999 A 2006.**

**Fortaleza – Ceará**  
**2014**

THAÍS AMANDA RIBEIRO DE OLIVEIRA LEMOS

**REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO NO BRASIL: INFLAÇÃO E TAXA DE JUROS DOS ANOS DE 1999 A 2006.**

Monografia apresentada junto ao curso de  
Ciências Econômicas da Universidade  
Federal do Ceará como requisito parcial  
à obtenção do título de Bacharel.  
Orientador: Prof. Dr. Marcelo de Castro Callado

Fortaleza – Ceará  
2014

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação  
Universidade Federal do Ceará  
Biblioteca da Faculdade de Economia, Administração, Atuária e Contabilidade

- 
- L579r Lemos, Thais Amanda Ribeiro de Oliveira.  
Regime de metas de inflação no Brasil: inflação e taxa de juros dos anos de 1999 a 2006 / Thais Amanda Ribeiro de Oliveira Lemos. – 2014.  
33 f. : il. color., enc. ; 30 cm.
- Monografia (graduação) – Universidade Federal do Ceará, Faculdade de Economia, Administração, Atuária e Contabilidade, Curso de Ciências Econômicas, Fortaleza, 2014.  
Orientação: Prof. Dr. Marcelo de Castro Callado.
1. Inflação. 2. Taxas de juros. 3. Política monetária. I. Título.

## **RESUMO**

Esse trabalho pretende contribuir para a discussão sobre o regime de metas de inflação brasileiro, a influência que a taxa de juros, Selic, exerce sobre o índice de inflação calculado a partir do IPCA, e realizar uma avaliação de sua eficácia dos anos de 1999 a 2006. O procedimento metodológico caracterizou-se por um estudo bibliográfico sobre o regime de metas de inflação e como ele foi aplicado no Brasil e em outros países, possibilitando uma análise comparativa de várias posições a cerca do problema. A pesquisa foi feita com base em dados do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) e do Banco Central do Brasil (BCB). Desta forma, procurou-se verificar os motivos pelos quais o Banco Central conseguiu ou não manter a taxa de inflação dentro da expectativa apontada na estipulação da meta no período determinado (1999 a 2006) e concluiu-se que a adoção do regime de metas de inflação no Brasil ocorreu de maneira correta, com grau de eficiência de 62,5%.

Palavras-chave: Metas de inflação, Selic, inflação, IPCA.

## **ABSTRACT**

This work aims to contribute to the discussion on the Brazilian inflation's targeting regime, which influences the interest rate, the Selic rate, has on the inflation index calculated from the IPCA, and conduct an evaluation of its effectiveness from 1999 to 2006. The methodological approach was characterized by a bibliographical study on the regime of inflation targeting and how it was applied in Brazil and other countries, enabling a comparative analysis of many points of view regarding the problem. The research was based on data from the Brazilian Institute of Geography and Statistics (IBGE) and the Central Bank of Brazil (BCB). Thus, it aimed to find out the reasons why the Central Bank succeeded in keeping the inflation rate within the expectations indicated in the stipulation of the target in the given period (1999-2006) and it was concluded that the adoption of the target regime of inflation in Brazil occurred in the right way, with a degree of efficiency of 62.5%.

Keywords: Inflation targets, Selic, inflation, IPCA.

## SUMÁRIO

1. REVISÃO DE LITERATURA	4
2. REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO NO BRASIL	8
2.1 ANTECEDENTES	8
3. TAXA DE JUROS E O REGIME DE METAS INFLACIONÁRIAS	14
4. O DESEMPENHO DO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO	18
4.1. O insucesso do regime de metas: os anos de 2001, 2002 e 2003.	18
4.2. O sucesso do regime de metas: os anos de 1999, 2000, 2004, 2005 e 2006.	23
5. CONSIDERAÇÕES FINAIS	27
6. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	29
ANEXOS	32

## 1. REVISÃO DE LITERATURA

O regime de metas inflacionárias é caracterizado pelo anúncio oficial de uma meta para a taxa de inflação para um determinado período de tempo, tornando a estabilidade de preços o principal objetivo das autoridades monetárias.

De acordo com Mishkin (2000), o regime de metas inflacionárias é uma estratégia de política monetária que concilia cinco elementos principais: (i) o anúncio ao público de uma meta numérica da inflação para um ou mais horizontes de tempo; (ii) um compromisso institucional assumindo a estabilidade de preços como o objetivo da política monetária; (iii) o uso de uma estratégia de informação em que algumas variáveis, e não apenas os agregados monetários e a taxa de câmbio, sejam utilizados como parâmetros às decisões envolvendo os instrumentos de política; (iv) o aumento da transparência das estratégias de política monetária e (v) o aumento da responsabilidade do Banco Central em atingir os alvos inflacionários pré-estabelecidos.

A desinflação competitiva é uma estratégia macroeconômica apoiada nas forças de mercado para evitar o círculo vicioso desvalorização–inflação–nova desvalorização, diagnosticado em vários países desde o advento das taxas de câmbio flutuantes em 1973. Na década de 80, os diagnósticos conservadores passam a recomendar aos países europeus que restaurem as forças de mercado e defendam as paridades dentro do SME para escapar desse círculo vicioso, promovendo economias mais enxutas, flexíveis e eficientes. O mecanismo básico da estratégia de desinflação competitiva, para um país com economia aberta e inflação superior à dos seus parceiros comerciais, é a fixação da taxa de câmbio. A perda de competitividade internacional resultante da valorização da taxa de câmbio real eleva o desemprego que, por sua vez, permite a queda dos salários reais. Os menores custos domésticos de produção possibilitam às empresas combinar maiores lucros e menores preços. Os maiores lucros permitem os investimentos necessários à modernização da produção e os menores preços elevam a competitividade-preço da economia, facilitando a convergência da inflação doméstica para a média dos parceiros comerciais. Durante a fase de convergência, a taxa de câmbio real continua gradualmente a se valorizar, mantendo a pressão sobre trabalhadores e empresas. Depois de certo tempo, a inflação torna-se inferior à da média dos parceiros comerciais e a competitividade internacional aumenta significativamente, resultado da maior competitividade-preço e dos investimentos modernizadores, elevando as exportações líquidas e reduzindo o desemprego. Conquista-se,

simultaneamente, pleno emprego, baixa inflação, equilíbrio externo e moeda forte (FITOUSSI ET AL. 1993; BLANCHARD & MUET, 1993).

No início dos anos 90 começou a se discutir o tema de metas de inflação no mundo. O regime foi adotado inicialmente na Nova Zelândia (1990), Canadá (1991), Inglaterra (1992) e Brasil (1999). Outros países adotaram o regime de metas inflacionárias entre os anos de 1990 e 2000.

Deve-se destacar a importância da Nova Zelândia como pioneira na utilização das metas de inflação por meio de uma reforma institucional realizada pelo “Reserve Bank Act”, em 1989, outorgando a independência do banco central e determinando a estabilidade de preços por meio de fixação de metas econômicas (Policy Target Agreements).

Segundo Santos (2004), a Nova Zelândia optou pelo câmbio flutuante cuja desvalorização gerou inflação de 15% ao ano. O banco central, até então, adotava o controle sobre agregados monetários, causando forte desaceleração de sua atividade econômica para atingir a taxa de inflação de 7% ao ano. Devido a fatores de operacionalidade no controle desses agregados, adotou-se o esquema de metas inflacionárias. Como medidor, utiliza-se um índice de preços ao consumidor em que são excluídos alguns itens com forte variação cambial como os preços de energia. O câmbio é tido como a principal variável em função do grau de abertura dessa economia.

Mishkin & Posen (1997) dizem que, na Nova Zelândia, o governo tem o direito de demitir o presidente do banco central caso a inflação se desvie em 25% da taxa anunciada, que é uma forma do banco central demonstrar transparência nas suas ações.

No Canadá, o regime de metas de inflação foi implantado através de uma política coordenada entre o banco central e governo, em 1991, assegurando o compromisso de estabilidade de preços.

A determinação de metas críveis, bem como a promoção de informações sobre os objetivos específicos a fim de gerar credibilidade, reuniu esforços do banco central e do governo. Nos compromissos de longo e curto prazo, procurou-se abater os efeitos dos choques exógenos. Para que isso ocorresse, o banco central adotou um índice de preços implícito, do qual foram retiradas a influência dos preços dos alimentos e de energia, e medidas de política monetária quando esse indicador demonstrava tendência de sair da meta. Os resultados dessa combinação sobre as expectativas inflacionárias foram favoráveis a julgar pelas taxas de juros de longo prazo conforme Santos (2004).



A Inglaterra adotou o sistema de metas de inflação em outubro de 1992, quando substituiu o mecanismo europeu de paridades cambiais pelo câmbio flutuante. O país possui o banco central independente desde 1997, quando o Parlamento votou em dar a independência operacional do Banco com um mandato claro para a estabilidade de preços, que tinha sido o maior desafio enfrentando a formulação de políticas macroeconômicas para as duas décadas anteriores. Porém, quem determina as metas inflacionárias é o Ministério do Tesouro, que tem como referência um índice de preços ao consumidor em que são excluídos os custos hipotéticos influenciados pelas taxas de juros oficiais.

O Brasil, por outro lado, que adotou metas de inflação na esteira de sua crise cambial no início de 1999, mostra que um regime de pleno direito de metas de inflação pode ser posto em prática com uma rapidez impressionante. Dentro de quatro meses do anúncio feito pelo presidente do Banco Central recém-nomeado que o regime de metas de inflação seria adotado, o Banco Central do Brasil implementou um regime com todos os artifícios encontrados em metas de inflação nos países industrializados, incluindo um Relatório de Inflação com previsões de inflação publicados. Apesar do sucesso inicial do regime de metas de inflação brasileiro, que manteve a inflação abaixo de 10%, apesar de uma depreciação cambial substancial, ainda existem sérias dúvidas sobre se será finalmente bem sucedido, porque não está absolutamente claro se o Brasil pode resolver profundamente os seus problemas fiscais (MISHKIN, 2000).

O país utiliza o índice cheio do IPCA (Índice de preços ao consumidor amplo) e adota intervalos de tolerância, pois podem ocorrer choques inesperados na economia e defasagens nos efeitos da política monetária. Caso as metas não sejam cumpridas, o presidente do Banco Central deve publicar uma carta aberta explicando o porquê da meta de inflação não ser alcançada e as medidas futuras que serão adotadas para que a meta se cumpra.

Segundo Sicsú (2002), o verdadeiro papel da taxa de juros no combate à inflação não é controlar a demanda agregada, e sim controlar a taxa de câmbio, pois através dessa variável é possível observar uma mudança mais rápida na taxa de inflação, mas isso não se aplica ao caso brasileiro, já que o país possui um grau de abertura pequeno, ou seja, a taxa de câmbio não interfere muito na taxa de inflação. Svensson (2000) mostra que variações na taxa de juros têm efeito contemporâneo sobre a taxa real de câmbio, e que esta afeta não apenas a inflação ao consumidor por meio dos preços de bens finais importados em moeda doméstica, mas também a própria inflação doméstica,

por meio de efeitos sobre os preços de bens intermediários importados em moeda doméstica, e pelo efeito sobre a barganha de salários nominais por parte de trabalhadores na indústria nacional, com base na inflação ao consumidor.

## 2. REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO NO BRASIL

### 2.1 ANTECEDENTES

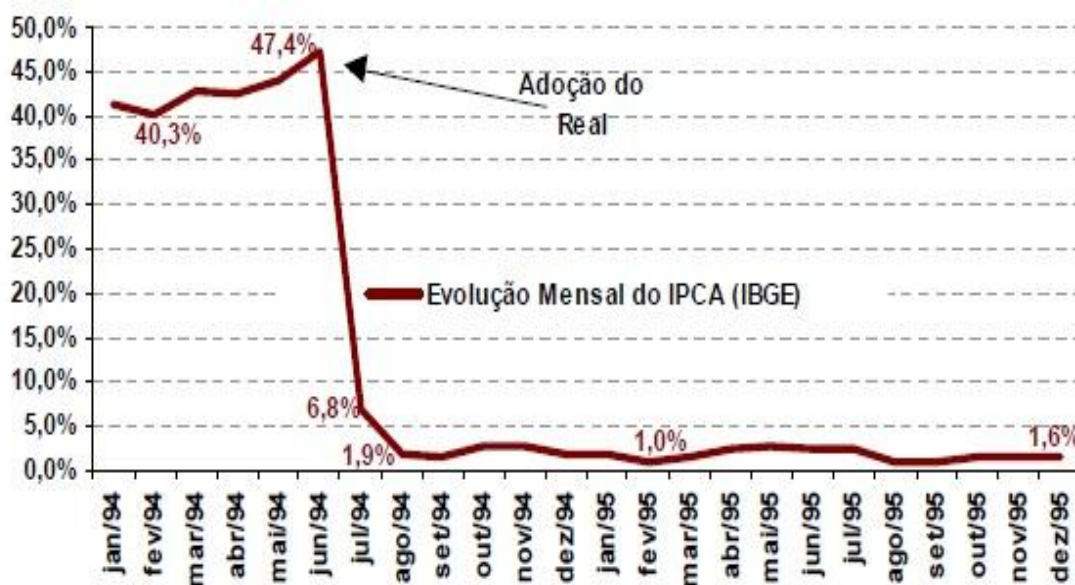
O Brasil executou uma série de planos para tentar combater a inflação, mas cada programa de desinflação foi seguido de um aumento inflacionário. Tudo começou com o Plano Cruzado, em 1986, continuou com o Plano Bresser, em 1987, o Plano Verão, em 1989 e o Plano Collor, em 1990, que tinham o diagnóstico de que a inflação brasileira possui alto grau de inércia como ponto em comum. Isso era dado a partir dos mecanismos formais e informais de indexação. Hillbrecht (1999) defende que outro ponto em comum dos planos de combate à inflação é a inexistência efetiva de uma firme disponibilidade, pelos sucessivos governos, de arcar com os custos sociais durante os programas, o que danificou a credibilidade desses planos e aumentou o sacrifício necessário para diminuir a inflação.

Em 1994, foi introduzido um novo plano de combate à inflação no Brasil, o Plano Real, que foi instituído com a principal finalidade de por fim ao problema das altas taxas de inflação vigentes desde o início da década de 80. Reconhecendo que a inércia inflacionária e a ausência de coordenação na formação de preços e salários aumentavam o custo de combate à inflação, as autoridades criaram a URV – Unidade Real de Valor, convertendo os principais preços da economia para a relação ao dólar, fazendo com que boa parte da inércia dos preços desaparecesse. A URV tornou-se a nova moeda denominada de Real.

A taxa de câmbio foi utilizada como principal âncora do Plano Real em sua fase inicial. O regime de câmbio além de impedir a elevação dos preços, tornando competitivos preços de produtos importados e obrigando o setor industrial a adaptar-se a uma maior integração no comércio internacional, constituiu-se em importante variável na sinalização da estabilidade do sistema.

O regime de câmbio passou a ser caracterizado por uma âncora cambial com faixas assimétricas de variação. Na prática, o Banco Central do Brasil (BCB) estabeleceu um limite superior para a taxa de câmbio, que deveria situar-se em torno da proporção de R\$1,0/US\$ 1,0, acima do qual haveria intervenção no mercado; entretanto não estipulou limite inferior (ZETTEL, 2006).

**GRÁFICO 1 – Inflação no início do Plano Real sob Âncora Cambial.**



Fonte: IBGE (2014)

Para reduzir a inflação, o Plano Real adotou uma estratégia de metas cambiais, ancorando os preços internos à inflação externa. Inicialmente, fixou-se o preço de venda do real em um dólar, enquanto que o preço de compra foi determinado pelas forças de mercado. Esta medida somou-se a uma política monetária contracionista, induzindo a um influxo de capitais externos e, conseqüentemente, a uma apreciação cambial. No mês de dezembro de 1994, o preço médio de venda de 1 dólar foi cotado em 0,85 reais, enquanto que a taxa de juros Selic acumulada atingiu um patamar de 53,25% ao ano (SILVA; MAIA, 2005).

A crise do México, entre 1994 e 1995, criou um ambiente de repulsão ao risco por parte dos investidores e de redução do fluxo de capitais para países emergentes, terminando, assim, em um ataque especulativo à moeda brasileira.

No primeiro trimestre de 1995, o aumento do déficit comercial e a redução das reservas internacionais em posse do Banco Central – decorrente da saída de capitais de curto prazo em virtude da crise do México – levaram à adoção formal de um regime de bandas cambiais no mês de março e a um aumento da taxa de juros Selic no mês de abril. Entre julho de 1995 e dezembro de 1998, a taxa de câmbio foi conduzida com base em uma meta de desvalorização de 7,5% ao ano. As implicações desta nova política foram a entrada de capitais de curto prazo, pois a diferença entre taxa de juros interna e externa era superior a desvalorização cambial, e a ancoragem do nível de preços devido aos preços competitivos dos produtos importados (FACHADA, 2001).

No segundo semestre de 1997, o Brasil foi atingido pelo primeiro choque externo resultante da crise asiática. Entre os meses de julho e novembro desse ano, a perda de confiança dos investidores externos no país, refletida pelo aumento do prêmio de risco soberano, implicou em um afluxo de capitais estrangeiros e queda no nível das reservas internacionais. Para reverter a perda de reservas e manter a política de bandas cambiais, o Banco Central elevou a taxa de juros Selic no mês de novembro (BOGDANSKI *et al*, 2001).

Um segundo choque externo, decorrente da moratória russa em agosto de 1998, afetou mais fortemente o país. O aumento do prêmio de risco e a redução no nível de reservas internacionais levaram o Banco Central a novamente elevar a taxa de juros Selic no mês de setembro. Concomitantemente, o governo assinou um pacote de suporte financeiro com o Fundo Monetário Internacional (FMI) no valor de US\$41,5 bilhões para o biênio 1999/2000, dos quais dois terços deste valor estariam disponíveis para no primeiro ano do acordo. Apesar de tais medidas, a crise de confiança não foi contornada (FACHADA, 2001).

Em suma, a manutenção de uma taxa cambial quase fixa, de meados de 1994 até o início de 1999, fez com que o país incorresse em elevados déficits em conta corrente, e por consequência, ficasse altamente dependente do ingresso de capital internacional e vulnerável a choques externos. Essa fraqueza foi confirmada quando várias crises atingiram o país, provocando uma rápida saída de capital, em razão da mudança no mercado financeiro internacional (BRESSER-PEREIRA; GOMES, 2009).

Dessa forma, o governo brasileiro optou por alterar a política cambial, após as eleições presidenciais em 1998, e reestruturar o corpo técnico do BCB. Em janeiro de 1999, alterou-se a política cambial. Verificou-se expressiva desvalorização da moeda, como é comum de ocorrer nestas circunstâncias, seguida de um retorno gradual às taxas mais próximas do equilíbrio de longo prazo. No intuito de evitar que a desvalorização da moeda doméstica produzisse efeitos negativos sobre a inflação, o BCB recorreu à elevação da taxa de juros.

## 2.2. EFETIVAÇÃO DO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO

O regime de metas de inflação foi escolhido como a nova forma de condução da política monetária brasileira, pois representava um forte compromisso com a estabilidade dos preços, era capaz de oferecer uma indicação de trajetória futura da economia e apto para ancorar as expectativas dos agentes econômicos (BOGDANSKI ET AL, 2001).

Esse regime foi estabelecido no Brasil através do decreto nº 3.088/1999, que instituiu que as metas e seus intervalos de tolerância, bem como o índice de preços utilizado, seriam determinados pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) com aprovação do Ministro da Fazenda. Segundo Zettel (2006), o índice escolhido foi o Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) cheio, que mede a variação do custo de vida de famílias com rendimento de até 40 salários mínimos, nas principais áreas urbanas do país.

Existem três características marcantes no regime de metas de inflação no Brasil. A primeira delas diz respeito à delimitação de metas “multi-anuais” declinantes para a taxa de inflação. As justificativas para delimitação dessas metas foram: determinar uma âncora para a inflação e proporcionar um realinhamento gradual dos preços relativos após a depreciação cambial de janeiro de 1999. A segunda característica relaciona-se a definição de um intervalo de tolerância (inicialmente de  $\pm 2\%$ ) em torno da meta central. Esta determinação fez-se necessária não apenas pelo fato do Banco Central possuir um controle incompleto sobre a taxa de inflação, mas também por utilizar como meta uma taxa de inflação cheia, em que os preços administrados pelo governo e os preços de produtos sensíveis a choques de oferta (os alimentos) estão fortemente presentes, e não possuir cláusulas de escape caso a meta não seja cumprida (MAIA; SILVA, 2005).

Ainda segundo Maia e Silva (2005), a terceira característica marcante do regime é a transparência e responsabilidade com que a política monetária é gerida pelo Banco Central. O BCB ficaria encarregado de emitir relatórios trimestrais, no intuito de fornecer informações sobre o desempenho do mecanismo de metas de inflação, os resultados das ações da política monetária e as perspectivas de inflação. Caso a meta não fosse atingida, o presidente do BCB deveria enviar uma carta aberta ao Ministro da Fazenda explicando os motivos do não cumprimento, as medidas a serem tomadas para que a inflação retorne a meta e o tempo necessário para que os resultados sejam observados (Zettel, 2006).

O regime de metas de inflação implementado no Brasil inicialmente não era muito flexível. Entretanto, ao longo do tempo houve algumas alterações, evidenciando a proximidade com um regime mais flexível que admite a incoerência de perseguir metas inatingíveis dada a realidade macroeconômica do país. Um primeiro passo nesse sentido foi dado ao final de 2002, quando houve uma modificação no cálculo da meta a ser perseguida pelo Banco Central do Brasil. Em 2003 ocorreu a introdução de um intervalo de tolerância maior para as metas, passando de 2 para 2,5% para cima ou para baixo. O objetivo de tais mudanças no sistema tem como fundamento uma prática comum entre os bancos centrais quando confrontados com choques de oferta de grande magnitude, isto é, diluir a convergência da taxa de inflação corrente às metas em um período mais longo, evitando custos de ajustamentos graves para a economia (MEIRELLES, 2003).

A figura 1 mostra o histórico de metas de inflação para o Brasil para os anos de 1999 a 2006.

**FIGURA 1 - Histórico de Metas para a Inflação no Brasil**

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

<sup>1/</sup> A Carta Aberta, de 21/12/2003, estabeleceu metas ajustadas de 8,5% para 2003 e de 5,5% para 2004.

Fonte: Banco Central do Brasil (2014)

A resolução nº 2.744 do Banco Central, editada em junho de 2000, determinava para o ano de 2002 um escopo de inflação de 3,5%, sendo apresentado um intervalo de

tolerância de 2%. Em junho de 2001, essa meta mudou para 3,25%, sendo conservado para isso o intervalo de 2% ou para mais ou para menos. No entanto percebeu-se uma alteração na meta proposta para o ano de 2002, na qual se elevou para 4% bem como seu intervalo de tolerância que passou a ser considerado de 2,5% ou para cima ou para baixo (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2014).

Na mesma resolução de 2002, definiu-se também a meta para o ano de 2004 que era de 3,75% com intervalo de margem de tolerância de 2,5% a qual seria modificada em outra resolução nº 3.108 posterior, de 3,5% para 5,5% e estabelecia também 4,5% de meta para o ano de 2005, com margem de tolerância de 2,5% para mais ou para menos. Realizou-se ainda, em junho de 2004, uma reunião para definir qual seria a meta de inflação para o ano de 2006, sendo estabelecido um valor de 4% no qual apresentou ainda uma redução no intervalo de confiança que passou de 2,5% para 2% ou para mais ou para menos do centro da meta.

Segundo Pastore (1999), o sucesso das metas de inflação no Brasil depende muito da complexidade da realidade econômica e institucional. Um fato que gera muita polêmica no regime de metas inflacionárias é a dificuldade que a econômica brasileira tem passado para que as metas de inflação sejam cumpridas. Assim sendo, as metas, para determinados estudiosos, precisariam ser fixadas de acordo com a realidade do Brasil, ou seja, o governo brasileiro tem determinado metas que demandam um sacrifício maior da economia, motivado pelas elevadas taxas de juros que têm sido aplicadas como ferramenta de política monetária para a obtenção das metas estabelecidas, defende Fortuna (2002).

Svensson (1999) diz que outro aspecto fundamental para o sucesso do regime de metas de inflação é a eficácia na previsão desta variável. A partir de uma estimativa da taxa de inflação, o que sugere uma expectativa desta para determinado período, é possível simplificar o monitoramento do público na realização da política monetária, tornando essa previsão um objetivo explícito a ser atingido, sendo coincidente com a meta estabelecida.



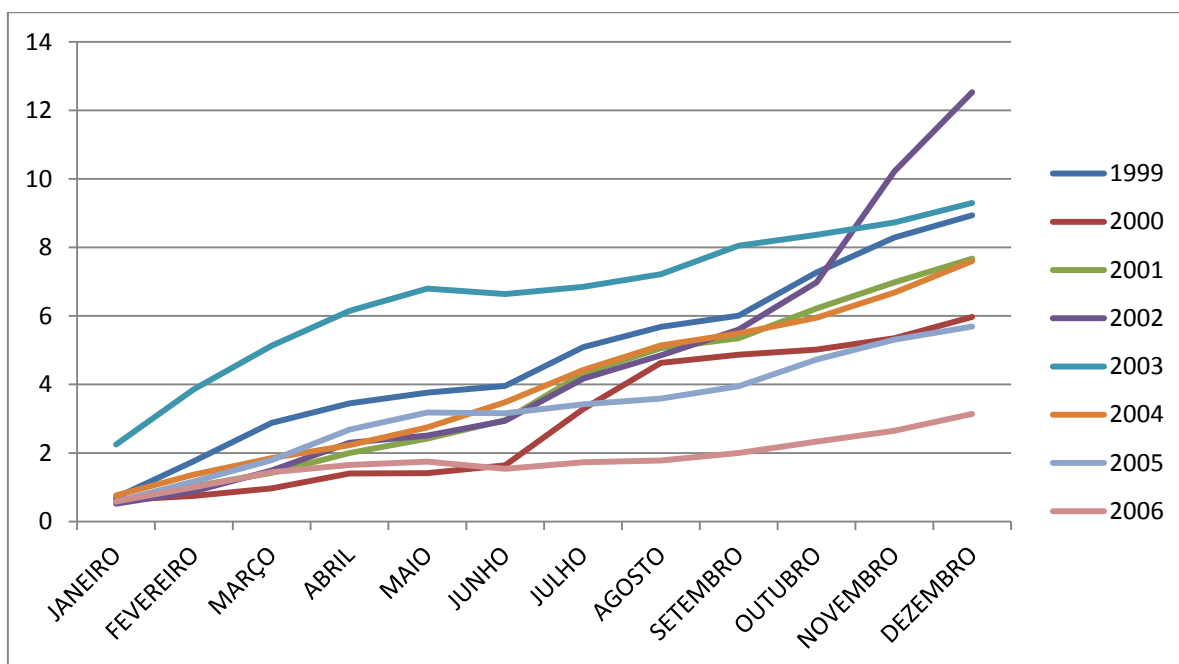
### 3. TAXA DE JUROS E O REGIME DE METAS INFLACIONÁRIAS

A taxa de juros é o principal instrumento utilizado para a transmissão da política monetária dentro do arcabouço do sistema de metas de inflação. Isso ocorre porque sua influência sobre o nível de preços se dá através da influência dos juros na demanda. Devido ao equilíbrio entre a oferta e a demanda, necessário para promover a estabilidade monetária, sempre que houver um aumento da demanda, um aumento semelhante da oferta deverá se seguir, através de investimentos produtivos, para que assim se mantenha o mercado de trabalho em equilíbrio.

Nos dois primeiros anos em que ocorreu a implantação do regime de metas de inflação no Brasil, 1999 e 2000, as metas estabelecidas foram cumpridas, o que gerou confiança nos economistas a respeito da recuperação da confiabilidade da política monetária brasileira, mesmo depois da desvalorização cambial ocorrida no início do ano de 1999, que antecedeu a implantação do regime de metas de inflação.

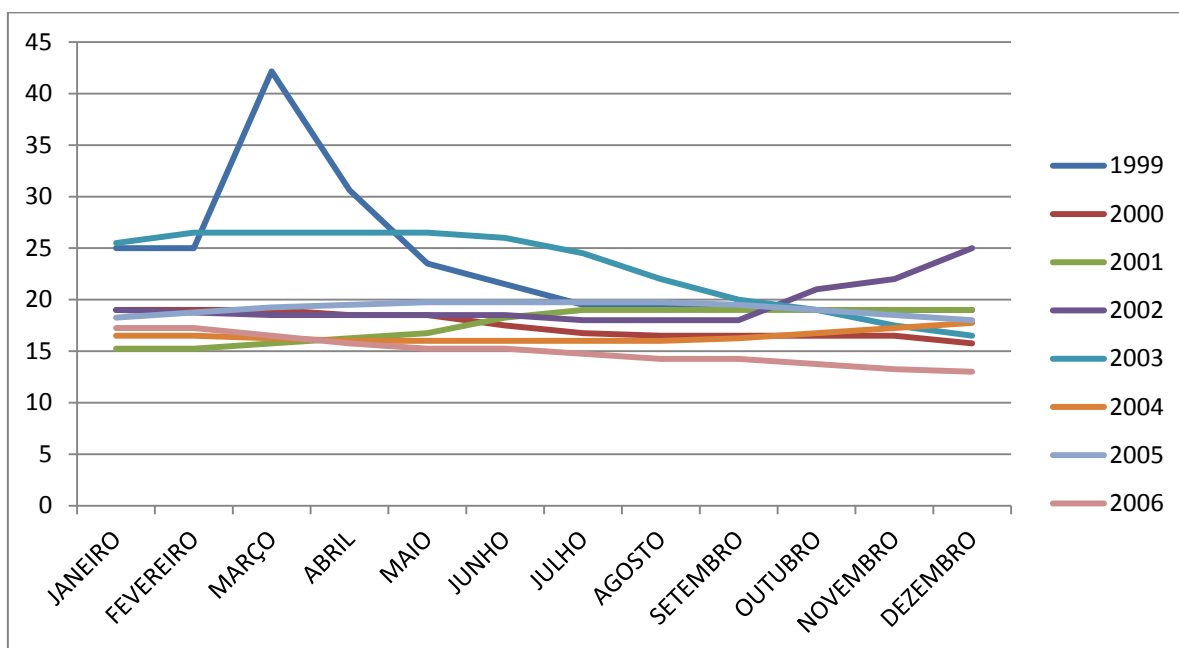
Diante das inúmeras polêmicas provocadas tanto pela implantação como pela operacionalização do regime de metas de inflação em várias divisões da sociedade brasileira, no que diz respeito às suas consequências sobre a diminuição das taxas de inflação, assim como seus reflexos sobre a taxa de elevação da economia brasileira, foi realizado um estudo descritivo do comportamento do mencionado regime e uma cadeia de medição estatística fundamentado em dados relacionados às metas de inflação, como também às taxas de juros e ainda associado às variações da taxa de inflação, com a finalidade de examinar a relação entre a taxa SELIC e o IPCA, ocorrido no período de 1999 a 2006 (CARVALHO et al, 2000).

Os dados relativos à evolução da taxa SELIC e do IPCA dos anos de 1999 a 2006 serão verificados nos gráficos seguintes:

**GRÁFICO 2 – Evolução do IPCA acumulado mensalmente (em %)**

Fonte: Elaborado pela autora com base nos dados do IBGE (2014) e BCB (2014).

A partir do gráfico 2, podemos perceber o acúmulo mês a mês, fazendo ainda um comparativo ano a ano, para que dessa forma seja possível verificar quando e porque as metas não foram alcançadas.

**GRÁFICO 3 – Evolução da taxa SELIC (% a.a)**

Fonte: Elaborado pela autora com base nos dados do IBGE (2014) e BCB (2014).

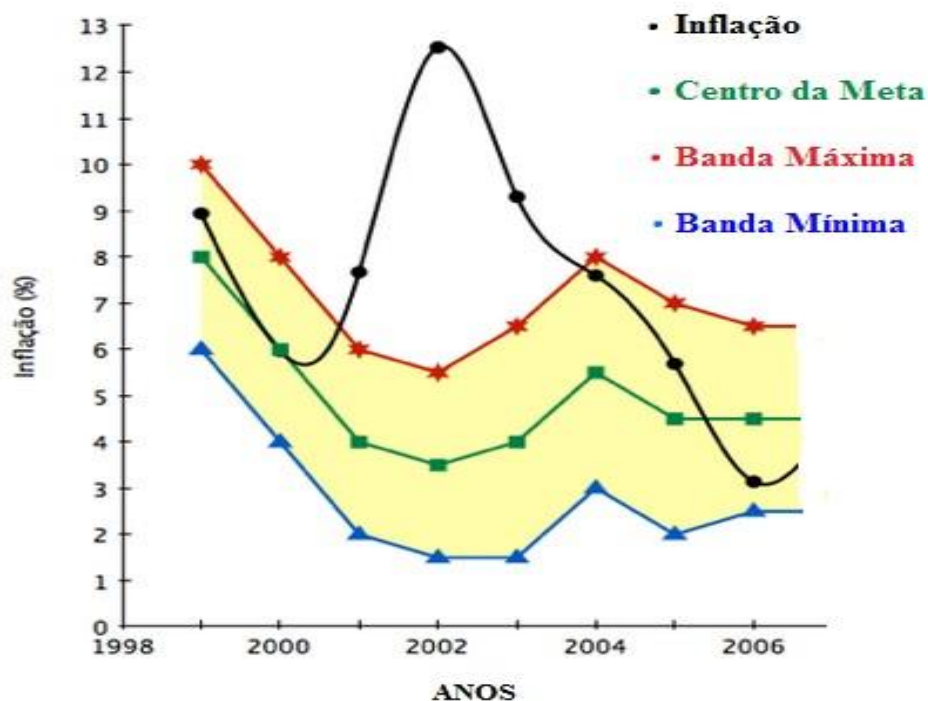
Em resumo, o desempenho do regime de metas de inflação desde sua implantação até 2006, identificando a meta, as margens de tolerância e a variação do IPCA observada em cada ano, está discriminado na tabela 1, apresentada a seguir:

**TABELA 1 – Metas de inflação x Variação do IPCA**

ANO	Limite Inferior da Meta	Centro da Meta	Limite Superior da Meta	Variação do IPCA	Resultado
1999	6	8	10	8,94	Cumpriu
2000	4	6	8	5,97	Cumpriu
2001	2	4	6	7,67	Não Cumpriu
2002	1,5	3,5	5,5	12,53	Não Cumpriu
2003	1,5	4	6,5	9,3	Não Cumpriu
2004	3	5,5	8	7,6	Cumpriu
2005	2	4,5	7	5,69	Cumpriu
2006	2,5	4,5	6,5	3,14	Cumpriu

Fonte: Elaborado pela autora com base nos dados do IBGE (2014) e BCB (2014).

**GRÁFICO 4 – Inflação, centro da meta e bandas**



Fonte: O pequeno investidor (2013).

A tabela 1 mostra uma visão geral das metas de inflação e da variação do IPCA, na qual se percebeu que, durante os oito anos da sua vigência, o regime conseguiu uma eficiência de 62,5%, atingindo a meta nos anos de 1999, 2000, 2004, 2005 e 2006.

#### 4. O DESEMPENHO DO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO

O regime de metas de inflação obteve êxito apenas nos dois primeiros anos após sua implantação. Porém em 2001, 2002 e 2003 o Banco Central não conseguiu direcionar a inflação real para as expectativas estabelecidas. Já em 2004, 2005 e 2006 o regime voltou a dar certo, as metas estipuladas foram atingidas. Essa seção irá analisar o desempenho do regime de metas nos anos que deu certo e nos anos que não deu certo, ressaltando os motivos para tais situações.

##### 4.1. O insucesso do regime de metas: os anos de 2001, 2002 e 2003.

A meta de inflação indicada para o ano de 2001, que foi de quatro pontos percentuais, tem como margem de tolerância, tanto para cima quanto para baixo de 2%. No entanto, a inflação real registrada para esse período ultrapassou o limite estabelecido, atingindo uma marca de 7,67% (FORTUNA, 2002).

Bêrni (2002) comenta que, com o não batimento da meta, é enviada uma carta ao então Ministro da Fazenda, informando os reais motivos do não cumprimento. Essa carta deve ser expedida pelo presidente do Banco Central, de acordo com o Decreto nº 3088/99.

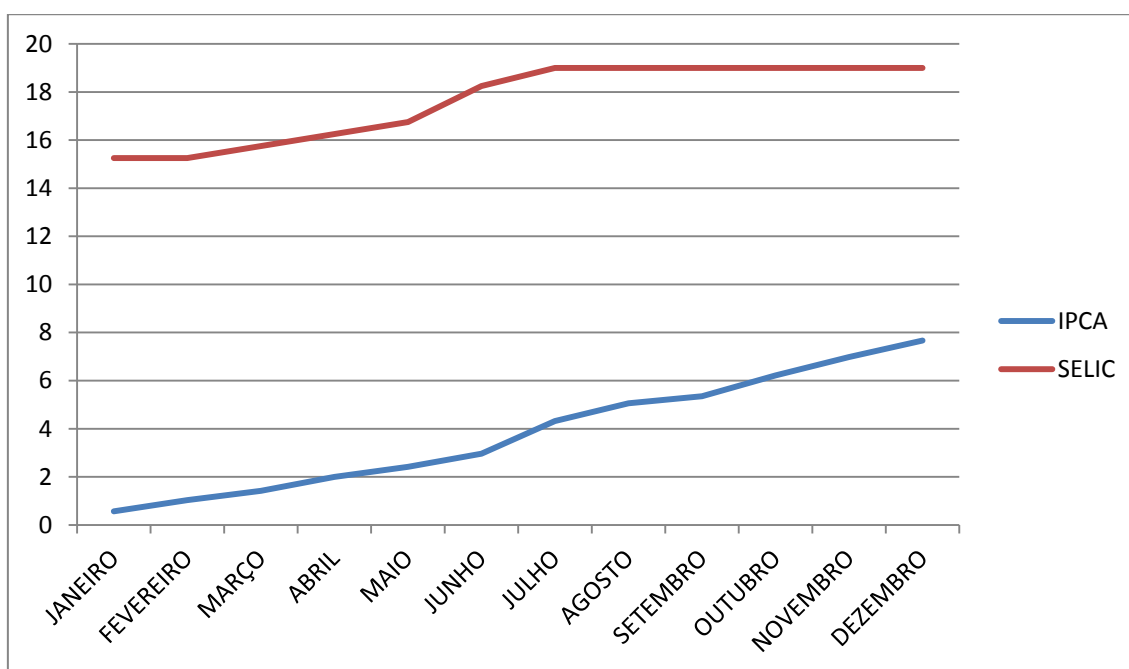
Muitos fatores foram responsáveis pelo não cumprimento da meta do ano de 2001, dentre eles os choques na economia brasileira provocados pela crise política, crise de energia, crise da Argentina, desaceleração da economia global, ataques terroristas aos EUA e crise cambial interna. Outro fator que foi determinante para o não cumprimento foi o grau de valorização da taxa de câmbio observado no ano anterior, que agravou o quadro das contas externas do país. Tendo em vista os elevados déficits em transações correntes e a perspectiva de redução do fluxo de investimento estrangeiro aos países emergentes, os agentes do mercado financeiro internacional concluíram que o Brasil teria problemas para fechar suas contas e aumentaram a demanda por dólares, seja por motivo de proteção ou especulação (THÁ, 2004).

A questão da depreciação cambial é sempre delicada no Brasil, uma vez que o país é altamente dependente de insumos importados. Uma depreciação cambial, tal como a ocorrida em 2001, traz pressões imediatas nos custos das indústrias, uma vez que as mesmas são dependentes de matérias primas e produtos intermediários

importados. Além de que, como as empresas nacionais com acesso ao mercado financeiro internacional se endividam através do mesmo devido ao seu menor custo de capital, a depreciação cambial eleva não só os custos, mas também os endividamentos das indústrias. As variações no preço da moeda estrangeira tendem a ser rapidamente repassadas ao consumidor. Em apenas meio ano, segundo Goldfajn e Werlang (2000), uma depreciação cambial de 1% resultaria em um acréscimo nos preços ao consumidor de 0,55% nos países do continente americano.

A inflação em 2001, apesar de não ter apresentado uma variação substancialmente acima da de 2000, ultrapassou a meta estabelecida. A calibração da política monetária, devido à relação temporal entre a ação e a reação da mesma, foi feita a partir de premissas positivas advindas do ótimo ano de 2000. O otimismo, entretanto, não previu que a melhora de 2000 fosse apenas situacional. A inflação chegou ao final do ano apontando para um aumento de preços da ordem de 7,67%. Novamente, pelo terceiro ano consecutivo, os preços que mais pressionaram a inflação foram os monitorados pelo próprio governo. Como citado pelo Banco Central na primeira carta aberta endereçada ao Ministro da Fazenda após o descumprimento da meta: "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%" (THÁ, 2004).

Segundo Neto (2001), o Comitê de Política Monetária do Banco Central, COPOM, avaliou que a taxa de juros no ano de 2001 se localizava num acomodado patamar para impedir o alastramento dos choques sobre os preços, conservando a taxa de juros constante durante o segundo semestre do ano em questão, ou seja, em 19%, de acordo com o exposto no gráfico 5 a seguir.

**GRÁFICO 5 – Variação do IPCA e SELIC no ano de 2001**

Fonte: Elaborado pela autora com base nos dados de IBGE (2014) e BCB (2014).

Caso as metas de inflação estabelecidas tivessem sugerido uma trajetória menos drástica de desinflação (8% em 1999, 6% em 2000 e 4% em 2001), e houvesse sido mantido estável o seu nível em torno de 6%, as metas estariam cumpridas novamente. A grande disparidade entre a inflação real e a meta prova que ou a política monetária estava realmente descalibrada, ou que a própria meta de inflação estava ambiciosa em excesso.

Tomaram-se as várias crises ocorridas em 2001 como temporárias e passageiras. Novamente o Conselho Monetário Nacional não tornou as metas de inflação menos rígidas. Nas palavras do Banco Central, através da carta aberta de 2001, itens 20 e 21:

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 de risco Brasil e menores taxas de juros internacionais. 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. A inflação projetada para os preços administrados em 2002 situa-se acima do centro da meta de inflação de 3,5% para este ano.

Ao contrário do que a realidade mostrou, a meta foi reduzida de 4% para 3,5%, não obstante o descumprimento da mesma - por 3,53% no ano anterior. O ano de 2002 se mostrou como o de 2001: repleto de crises e deflagrador de problemas estruturais do país. A crise política, a crise da dívida pública, a nova crise cambial e incertezas políticas internacionais marcaram o ano.

Segundo Thá (2004), o início de 2002, entretanto, revelou uma onda de otimismo dos agentes e principalmente da equipe econômica em torno das expectativas para o futuro do país. Algumas das maiores empresas do setor privado brasileiro haviam sido vendidas para companhias estrangeiras (Kaiser, Latasa, Garoto e Sulamérica). Com isso, o fluxo de dólares para o país na forma de investimentos diretos aumentou consideravelmente, pressionando para baixo a taxa de câmbio. Além disso, muitas corporações (Bradesco, Itaú, Unibanco, Petrobrás, Vale do Rio Doce, entre outras) aproveitaram o momento de abundância de dólares no mercado para antecipar captações externas e assim fazer caixa para vencimentos de títulos ao longo do ano.

Com a queda do dólar, os preços dos insumos importados e das commodities agrícolas permaneceram baixos e a inflação no atacado respondeu com taxas decrescentes ao longo dos primeiros meses do ano. A crise cambial teve início em maio, quando boatos sobre a capacidade do Brasil de pagar os vencimentos da dívida pública foram levantados no mercado financeiro. Ao mesmo tempo, o período de maturação das candidaturas à presidência chegava ao fim e não se constatavam, nas pesquisas de opinião, boas chances de vitória do candidato do governo, José Serra. No mês de maio apenas, o Real se depreciou 6,5% em relação a abril. A partir daí, as taxas de depreciação mensais foram, ao longo dos meses de junho (13,1%), julho (20,5%), agosto (-11,8%) e setembro (28,9%).

As taxas de juros foram elevadas fortemente ao longo do último semestre do ano à medida que as expectativas de inflação eram sendo deterioradas pelo cenário pessimista. O CDI médio do ano ficou em 19,05% ao ano, enquanto que a meta para a taxa Selic encerrou o ano em 25%. A taxa de juros real, descontada da inflação ao consumidor, foi de 9,17% ao ano, mantendo-se estável em relação aos juros reais do ano anterior. Como a situação macroeconômica estava apontando para mais uma clara mudança de preços relativos, restou ao Conselho Monetário Nacional a flexibilização das metas de inflação para o ano. Tal medida ocorreu dia 27 de junho de 2002.



Já em 2003, o início do ano foi marcado pelo alívio do mercado financeiro após a crise ocorrida em 2002. Grande parte dessa sensação foi motivada pela reafirmação do compromisso do governo em relação à condução da política monetária, além da manutenção da responsabilidade fiscal. Para atestar tais compromissos, o governo aplicou à economia um "choque de credibilidade" posto em prática através de uma elevação da taxa de juros e adoção de medidas conservadoras. O superávit primário também foi elevado para acima da meta para com o Fundo Monetário Internacional. O ano de 2003 mostrou-se, de uma maneira conjuntural, amplamente favorável. Não ocorreram choques externos que pudessem comprometer o crescimento da economia brasileira.

O mau desempenho do PIB recaiu única e exclusivamente sobre a aplicação da política monetária excessivamente restritiva durante todo o primeiro semestre do ano de 2002 que acabou por comprometer o crescimento de um ano inteiro. No que diz respeito à inflação, o processo de aceleração estabelecido entre o final de 2002 e início de 2003 foi um momento em que a decisão de subir a taxa de juros foi acertada por parte do COPOM. No entanto, a partir de maio de 2003 a taxa de inflação acumulada em 12 meses atingiu seu ápice do ano (17,2%) e a partir daí entrou em trajetória descendente finalizando o ano em 9,3% (IPCA), o que justificaria a queda dos juros em maior magnitude antes de junho, quando se iniciou efetivamente o processo de redução dos juros da política monetária (THÁ, 2004).

Nessa problemática, não foi o repasse cambial o fator que apresentou maior influência na variação do IPCA, mas a resistência à mudança inflacionária procedente do ano anterior, que atingiu 63,7%. As decisões do COPOM no ano de 2003 buscavam reverter o quadro de incertezas na economia com o intuito de fazer convergir às projeções de inflação para as metas estabelecidas (FORTUNA, 2002).

#### 4.2. O sucesso do regime de metas: os anos de 1999, 2000, 2004, 2005 e 2006.

Acalmar o mercado financeiro e estabelecer o regime de metas para inflação foram os principais objetivos de Armínio Fraga Neto quando assumiu a presidência do Banco Central do Brasil no início de março de 1999. Na época havia uma grande expectativa negativa em relação à recém-conquistada estabilidade monetária brasileira. Para tanto, o sistema de metas veio como um choque de credibilidade, pois atestava perante a lei a responsabilidade do Banco Central para com os níveis de preço.

A implantação do regime de metas no Brasil se deu em um curto período de tempo. A adaptação do Banco Central foi feita às pressas, sem deixar nenhum tópico do decreto de lei em aberto, muito menos desrespeitou a estrutura teórica do sistema tal como aceito internacionalmente. Devido à somatória dos fatores circunstanciais, tais como a mudança no regime cambial, o meio ambiente incerto e hostil e a grande alteração de preços relativos, a meta inicial estabelecida pelo Conselho Monetário Nacional no dia 30 de junho de 1999 não era precisa. Também, por ela ter sido determinada já no meio do ano, havia ao Banco Central apenas seis meses para cumpri-la. A meta de 8% para 1999 foi, portanto, uma escolha para gerar credibilidade e conter o aumento das expectativas futuras dos preços. O intervalo de tolerância escolhido pelo CMN foi de dois pontos percentuais para mais ou para menos.

É necessário ressaltar o fato de que 30% da variação do IPCA provem dos preços monitorados, que são em grande parte indexados pela moeda estrangeira. O comportamento da inflação em 1999 foi, portanto, ditado pela desvalorização cambial do início do ano. Como o pico da alta do dólar foi entre os meses de janeiro e março, e a inflação em 1998 havia sido a menor já registrada no país, a sensação de descontrole da mesma foi grande. Isso ocorreu visto que os números para o IPCA acumulados em 12 meses saíram de patamares muito baixos (1,66% em dezembro de 1998).

Em suma, o primeiro fato mais relevante para o controle da inflação no ano de 1999 foi o fim dos repasses do aumento dos custos devido à depreciação cambial dos produtores para os consumidores. O segundo fator foi a própria diminuição de renda das famílias, visto que o ritmo de atividade econômica não permitia aos consumidores a absorção de grandes repasses. A prova disso foi a grande diferença entre o índice no atacado (IPA-M) e no varejo (IPCA), que foi de 18,75%.

A inflação medida pelo IPCA em 1999 encerrou o ano apontando para um aumento de preços da ordem de 8,94%. A meta de inflação foi, portanto, cumprida com sucesso, ficando situada dentro do limite superior de 10%.

No ano seguinte, em 2000, a taxa SELIC se manteve estável nos três primeiros meses do ano, sofrendo uma redução no decorrer do mesmo ano. As variações do IPCA no mesmo período tiveram uma elevação no segundo semestre. Ainda assim, a inflação, medida pelo IPCA, registrou aumento de 5,97%, contra os 8,94% em 1999. O centro da meta de inflação para o ano era de 6%.

O sucesso do regime de metas no ano e a trajetória da inflação, que convergiu para a meta estabelecida, assim como o encaminhamento das expectativas inflacionárias para níveis toleráveis têm várias explicações. Provavelmente as mais relevantes podem ser apontadas como sendo a estabilidade do câmbio ao longo do ano e a completa ausência de choques externos, sejam eles advindos de outros países emergentes ou de aumentos em preços de commodities importadas, como o petróleo e o trigo. A recuperação econômica ocorrida, além de contar com os fatores estabilizadores acima descritos, foi também proporcionada pela própria retomada do controle sobre a situação monetária. Sendo assim, os empresários conseguiram planejar e investir em suas empresas, assim como os consumidores puderam refazer seus planos de consumo, principalmente de bens duráveis (THÁ, 2004).

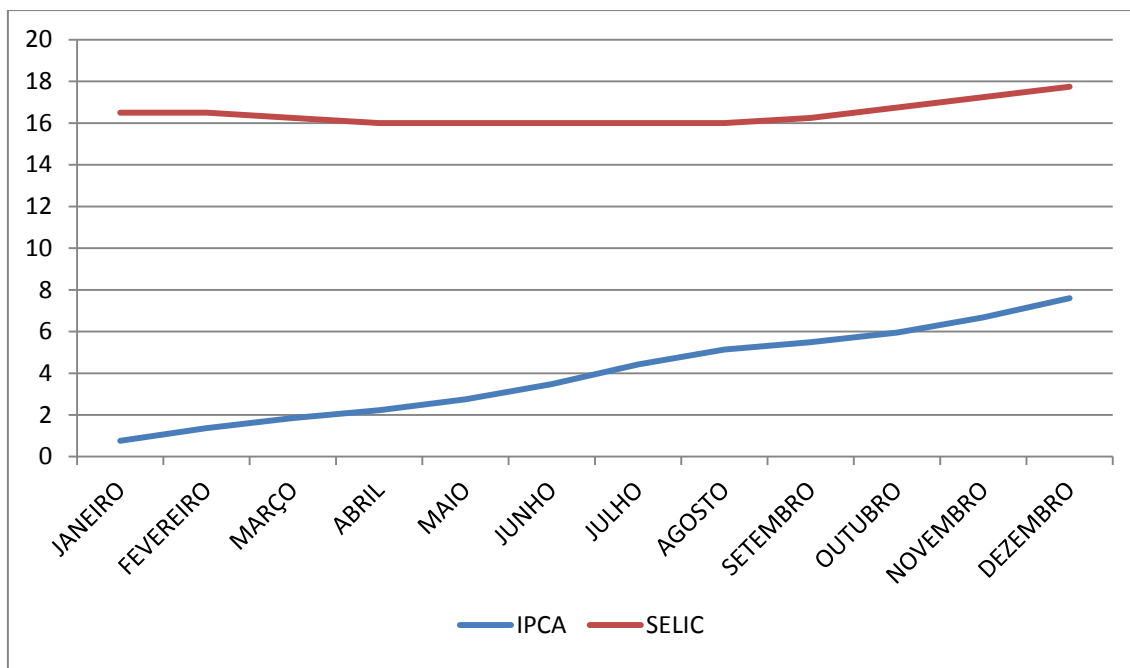
Mesmo com o sucesso do sistema no ano, a inflação continuou sendo pressionada temporariamente pelos ajustes de preços relativos referentes aos preços monitorados. O núcleo da inflação continuou variando em patamares aceitáveis, de 5%, provando que a pressão dos preços monitorados era passageira. Apenas os preços monitorados, como sendo em sua maioria monopólios ou preços cuja demanda é perfeitamente inelástica, conseguiram ser repassados. Foi o segundo ano consecutivo em que os preços controlados pelo próprio governo apresentam aumentos significativamente superiores aos preços livres da economia.

Para o ano de 2000 foi encontrado um fator de determinação da inflação pela taxa de juros maior que em 1999. Com a estabilização das expectativas dos agentes, o Banco Central conseguiu manusear a taxa de juros de acordo com as expectativas da inflação (BÊRNI, 2002).

O autor ainda comenta que, tendo o país, entre os anos de 2004 e 2006, reconquistado a confiabilidade tanto interna quanto externa e não tendo sentido de perto os choques de oferta, a meta de inflação alcançou as metas em todos os anos e a taxa

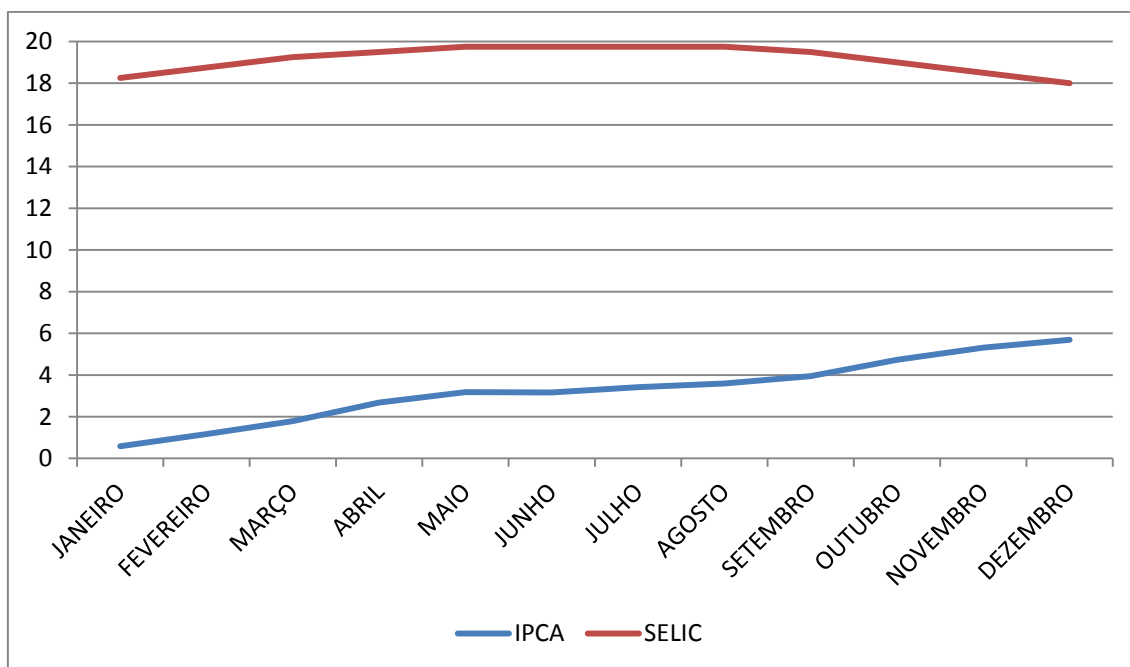
SELIC apresentou uma inclinação contínua percebida ao longo prazo, conforme apresentado nos gráficos 6, 7 e 8, logo abaixo.

**GRÁFICO 6 - Variação do IPCA e SELIC no ano de 2004**

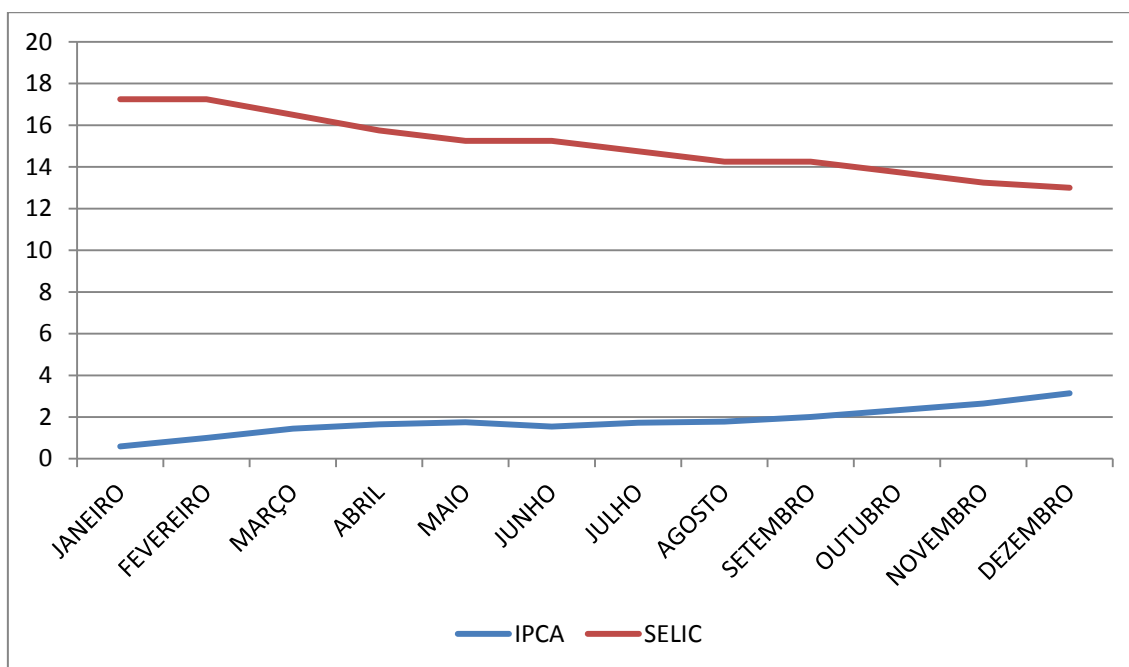


Fonte: Elaborado pela autora com base nos dados do IBGE (2014) e BCB (2014).

**GRÁFICO 7 – Variação do IPCA e SELIC no ano de 2005**



Fonte: Elaborado pela autora com base nos dados do IBGE (2014) e BCB (2014).

**GRÁFICO 8 – Variação do IPCA e SELIC no ano de 2006**

Fonte: Elaborado pela autora com base nos dados do IBGE (2014) e BCB (2014).

De acordo com o que foi exposto nos gráficos 6, 7 e 8, os resultados conquistados nos anos de 2004 e 2005 podem ser elucidados pela degradação das perspectivas dos agentes privados, que inicialmente resultou da depreciação cambial ocorrida ainda no segundo trimestre, persistindo ainda no terceiro pela escalada dos preços do petróleo bem como as revisões para o índice IGP-DI e também para os preços controlados e monitorados (FORTUNA, 2002).

Assim, embora tenha ocorrido um movimento entre o IPCA e a taxa SELIC nesses dois anos, a estabilidade dos mercados financeiros foi de suma importância para a manutenção da taxa de inflação dentro da meta, reduzindo a taxa de juros no IPCA.

No ano de 2006, os resultados aceitáveis em relação ao cumprimento da meta de inflação são decorrentes dos fatos de que parte das incertezas referentes a fluxos da inflação foram progressivamente dissolvidas.

Assim sendo, o equilíbrio das perspectivas colaborou para que os movimentos da taxa de juros apresentadas no primeiro semestre do ano de 2006 fossem convergentes com os movimentos de elevada da inflação de maneira relativamente lenta, consentindo o Banco Central a reduzir a taxa de juros ponderadamente.

## 5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Esta pesquisa procurou alcançar os objetivos que propôs, tendo em vista que apresentou os mecanismos de transmissão da política monetária, o regime de metas no contexto nacional e internacional, a relação entre a taxa de juros e a inflação no regime de metas inflacionárias, assim como os motivos que impediram e possibilitaram o alcance das metas entre os anos de 1999 a 2006.

A adoção do regime de metas inflacionárias no Brasil foi definitivamente acertada. O sistema, dentro de toda a sua estrutura, é flexível suficiente para que se possam trabalhar metas secundárias de emprego e de crescimento. O não cumprimento das metas no triênio de 2001, 2002 e 2003 poderia ter sido evitado caso as mesmas houvessem sido flexibilizadas na medida em que a realidade econômica, na qual o sistema está inserido, mostrasse sinais de alteração profunda e permanente. A estrutura das metas deve ser alterada para se moldar à realidade do país, e não o país se moldar a estrutura do regime.

Observou-se a experiência de metas de inflação no cenário nacional e internacional, onde, baseada nessa discussão, enumerou-se os diversos problemas na estrutura de governança da política monetária no Brasil, expondo ainda quais os que estão diretamente relacionados ao “problema dos juros”.

Desta forma, objetivam-se informações atuais específicas desse assunto, disponibilizando as principais maneiras empíricas, bem como a função do regime de metas de inflação no Brasil, na presença ou não de choques internos e externos, assim como também examinar durante todo o período de validade do sistema em questão, as resoluções do Banco Central executadas de forma eficaz, no que diz respeito à obtenção da meta de inflação determinada para cada ano.

Embora as metas de inflação não tenham sido atingidas em todos os anos citados neste trabalho, percebeu-se que tal diretriz, no que se refere à política monetária, foi favorável no sentido de impedir que a taxa de inflação se apresente num índice ainda mais elevado.

Alterações no regime de metas para a inflação, como a adaptação do centro da meta à realidade macroeconômica do país, o expurgo de preços monitorados do índice balizador do sistema e um horizonte de mais longo prazo permitiria um significativo grau de flexibilização na condução da política monetária.

Assim, deixa-se como recomendação para trabalhos futuros, uma análise mais profunda dos motivos que possibilitaram ou impediram o alcance das metas de inflação no Brasil dos anos de 1999 a 2006.

## 6. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Banco Central do Brasil. Disponível em: < <http://www.bcb.gov.br/?SELICDIARIOS>>  
Acesso em 10 de setembro de 2014.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Resolução n. 2.744, de 28 de junho de 2000.  
Disponível em: <  
<http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/normativo.asp?tipo=res&ano=2000&numero=2744>> Acesso em 15 de setembro de 2014.

BÊRNI, Duílio de Ávila et al. Técnicas de pesquisa em economia. **São Paulo: Saraiva**, 2002.

BLANCHARD, O., MUET, A. Competitiveness through disinflation: an assessment of the French macroeconomic strategy. **Economic Policy**, v. 16, 1993

BOGDANSKI, Joel; TOMBINI, Alexandre A.; WERLANG, Sergio R. da C. Implementing inflation targeting in Brazil. **Banco Central do Brasil Working Paper**, n. 1, 2000.

BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos; GOMES, Cleomar. O regime de metas de inflação no Brasil e a armadilha da taxa de juros/taxa de câmbio. **Política monetária, bancos centrais e metas de inflação: teoria e experiência brasileira**. Rio de Janeiro: FGV, p. 21-51, 2009.

Carta Aberta de 2001. Banco Central do Brasil, 2002. Disponível em <  
<https://www.bcb.gov.br/htms/relinf/carta.pdf>> Acesso em 18 de setembro de 2014.

CARVALHO, F. J. C. *et al.* *Economia monetária e financeira: teoria e política*. **Campus: Rio de Janeiro**, 2000.

FACHADA, Pedro. Inflation targeting in Brazil: reviewing two years of monetary policy 1999/00. **Banco Central do Brasil working paper**, n. 25, 2001.

FITOUSSI, J.-P., ATKINSON, A. B., BLANCHARD, O. E., FLEMING, J. S., MALINVAUD, E., PHELPS, E. S., SOLOW, R. M. Competitive disinflation. The mark and budgetary politics in Europe. Cambridge: Cambridge University Press, 1993.



FORTUNA, Eduardo. **Mercado financeiro: produtos e serviços**. Qualitymark Editora Ltda, 2002.

GOLDFAJN, Ilan; DA COSTA WERLANG, Sergio Ribeiro. **The pass-through from depreciation to inflation: a panel study**. Pontifícia Universidade Católica de Rio de Janeiro, Departamento de Economía, 2000.

HILLBRECHT, Ronald. **Economia monetária**. Atlas, 1999.

Histórico de Metas para a Inflação no Brasil, Banco Central do Brasil. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/pec/metas/tabelametaseresultados.pdf> Acesso em 15 de setembro de 2014.

MEIRELLES, Henrique de Campos. Carta Aberta, 21 de janeiro de 2003, para o Ministro da Fazenda, Antônio Palocci Filho enviado pelo Presidente do Banco Central do Brasil. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br>. Acesso em: 25 de setembro de 2014.

MISHKIN, Frederic S. **Inflation targeting in emerging market countries**. National Bureau of Economic Research, 2000.

MISHKIN, Frederic S.; POSEN, Adam S. **Inflation targeting: lessons from four countries**. National Bureau of Economic Research, 1997.

NETO, Alexandre Assaf. Mercado financeiro. **São Paulo: Atlas**, v. 200, p. 150, 2001.

PORTELA, Fábio. 19 anos de Plano Real... o que mudou no país de lá pra cá? **O pequeno investidor**, 2013. Disponível em <http://www.opequenoinvestidor.com.br/cpy/2013/07/19-anos-de-plano-real-o-que-mudou-no-pais-de-la-pra-ca/> Acessado em 13 de novembro de 2014.

PASTORE, J. Metas de Inflação - **Estado de São Paulo**. 06/07/1999.

SANTOS, S. Metas de inflação como instrumento de política monetária. **Resenha BM&F**, n.º 161, 2004.

Séries Históricas e Estatísticas, Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística. Disponível em: <http://seriesestatisticas.ibge.gov.br/default.aspx> Acesso em 10 de setembro de 2014.

SICSÚ, João. Teoria e evidências do regime de metas inflacionárias. **Revista de Economia Política**, v. 22, n. 1, p. 85, 2002.

DA SILVA, Edilean Kleber; MAIA, Sinézio Fernandes. METAS INFLACIONÁRIAS: UM ESTUDO EMPÍRICO PARA O BRASIL. **Revista Economia e Desenvolvimento**, v. 4, n. 2, 2005.

SVENSSON, Lars EO. Inflation targeting as a monetary policy rule. **Journal of monetary economics**, v. 43, n. 3, p. 607-654, 1999.

SVENSSON, Lars EO. Open-economy inflation targeting. **Journal of international economics**, v. 50, n. 1, p. 155-183, 2000.

THÁ, Daniel. Uma análise da performance do sistema de metas inflacionárias do Brasil. **Curitiba**, 2004.

ZETTEL, Ana Paula França Vieira. A experiência de Chile, México e Brasil sob o regime de metas de inflação: uma comparação internacional. 2006.

## ANEXOS

TABELA 1 – IPCA acumulado mensalmente (em %)

Mês/Ano	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Janeiro	0,70	0,62	0,57	0,52	2,25	0,76	0,58	0,59
Fevereiro	1,76	0,75	1,03	0,88	3,86	1,37	1,17	1,00
Março	2,88	0,97	1,42	1,49	5,13	1,85	1,79	1,44
Abril	3,45	1,40	2,00	2,30	6,15	2,23	2,68	1,65
Mai	3,76	1,41	2,42	2,51	6,80	2,75	3,18	1,75
Junho	3,96	1,64	2,96	2,94	6,64	3,48	3,16	1,54
Julho	5,09	3,28	4,32	4,17	6,85	4,42	3,42	1,73
Agosto	5,68	4,63	5,06	4,85	7,22	5,14	3,59	1,78
Setembro	6,01	4,87	5,35	5,60	8,05	5,49	3,95	2,00
Outubro	7,27	5,02	6,22	6,98	8,37	5,95	4,73	2,33
Novembro	8,29	5,35	6,98	10,22	8,73	6,68	5,31	2,65
Dezembro	8,94	5,97	7,67	12,53	9,30	7,60	5,69	3,14

Fonte: Elaboração da autora com base nos dados do IBGE (2014)

TABELA 2 – Taxa SELIC (% a.a.)

Mês/Ano	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Janeiro	25,00	19,00	15,25	19,00	25,50	16,50	18,25	17,25
Fevereiro	25,00	19,00	15,25	18,75	26,50	16,50	18,75	17,25
Março	42,17	19,00	15,75	18,50	26,50	16,25	19,25	16,50
Abril	30,63	18,50	16,25	18,50	26,50	16,00	19,50	15,75
Mai	23,50	18,50	16,75	18,50	26,50	16,00	19,75	15,25
Junho	21,50	17,50	18,25	18,50	26,00	16,00	19,75	15,25
Julho	19,50	16,75	19,00	18,00	24,50	16,00	19,75	14,75
Agosto	19,50	16,50	19,00	18,00	22,00	16,00	19,75	14,25
Setembro	19,25	16,50	19,00	18,00	20,00	16,25	19,50	14,25
Outubro	19,00	16,50	19,00	21,00	19,00	16,75	19,00	13,75
Novembro	19,00	16,50	19,00	22,00	17,50	17,25	18,50	13,25
Dezembro	19,00	15,75	19,00	25,00	16,50	17,75	18,00	13,00

Fonte: Elaboração da autora com base nos dados do BCB (2014).

