

Universidade Federal do Ceará
Faculdade de Economia, Administração, Atuária e Contabilidade
Curso de Ciências Econômicas

METAS INFLACIONÁRIAS:

Uma análise para o caso brasileiro

Verônica Damasceno de Matos
No. de matrícula: 9434062
Orientadora: Prof(a). Ana Maria C. Fontenele

Fortaleza - Ce
Junho 2001

Universidade Federal do Ceará
Faculdade de Economia, Administração, Atuária e Contabilidade
Curso de Ciências Econômicas

METAS INFLACIONÁRIAS:

Uma análise para o caso brasileiro

Verônica Damasceno de Matos
Orientadora: Prof(a). Ana Maria C. Fontenele

Monografia submetida à comissão julgadora do curso de Ciências Econômicas, como exigência parcial para obtenção do grau de Bacharel em Ciências Econômicas, pela Universidade Federal do Ceará

Fortaleza – Ce
Junho 2001

Essa monografia foi submetida como parte dos requisitos à obtenção da graduação em Ciências Econômicas, outorgado pela Universidade Federal do Ceará, e encontra-se à disposição dos interessados na Biblioteca da referida Universidade.

A citação de qualquer trecho dessa monografia é permitida, desde que seja feita de conformidade com as normas da ética científica.

VERÔNICA DAMACENO DE MATOS

Monografia aprovada em 09/07/2001

Média Final-----

BANCA EXAMINADORA

Prof (a). Ana Maria C. Fontenele
Orientadora

Nota

Prof. Antônio Luiz Abreu Dantas

Nota

Prof. Jair do Amaral Filho

Nota

AGRADECIMENTOS

A todos os professores que me ajudaram nessa jornada, que não é finda, mas apenas é o princípio de um longo caminho.

Em especial, a minha orientadora, Prof(a). Ana Maria, que tem sido mais do que uma amiga, tem sido uma verdadeira mãe.

Aos membros da banca, considerados amigos queridos, por todo o apoio e compreensão.

A minha mãe, por ser a pessoa mais importante na minha vida.

Ao meu esposo, por todo o companheirismo e compreensão.

RESUMO

Em Janeiro de 1999, o Brasil sofreu fortes ataques especulativos, o que acarretou pressões significativas sobre as reservas internacionais. Não podendo conter a perda de divisas, o Banco Central do Brasil abandonou a variação do câmbio nominal entre bandas como âncora nominal no combate à inflação. Conseqüentemente, a crise cambial e as expectativas desfavoráveis ao comportamento da economia, colocaram em risco a estabilidade de preços e o Banco Central, para sinalizar aos agentes econômicos seu comprometimento com estabilidade da inflação e evitar a reindexação da economia, em junho do mesmo ano, adotou o regime de metas inflacionárias para orientar a formulação e a execução da política monetária, tendo como âncora nominal a própria taxa de inflação.

Diante de tal acontecimento, fez-se necessário verificar se ocorreu alguma mudança no comportamento da inflação e no perfil do Balanço de Pagamentos, dado que a necessidade de financiamento do mesmo associada ao comportamento da dívida externa brasileira, constitui-se num dos principais problemas à estabilidade econômica do País.

Após a análise das contas externas e dos índices de preços, não se verificou nenhuma mudança significativa no comportamento do Balanço de Pagamentos, enquanto os índices de preços apresentaram trajetória decrescente, condicionada pelo propósito da política monetária. Entretanto os custos de tal política têm sido baixos níveis de crescimento econômico acompanhado de elevadas taxas de desemprego, enquanto a estabilidade econômica, tão enfatizada pelos defensores do regime de metas inflacionárias, ainda não tem sido vislumbrada na economia brasileira. Isso se deve ao fato de que nenhuma política econômica que vise estabilizar a economia logrará êxito enquanto não for reduzida a dependência financeira do País em relação aos capitais externos.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	06
CAPÍTULO 1: Teorias da inflação	08
1.1 - Causas da inflação	08
1.2 - Mecanismos de manutenção da inflação	18
CAPÍTULO 2: Banco Central Independente	28
2.1 - Fundamentações teóricas e empíricas	29
2.2 - As abordagens keynesiana e monetarista	32
CAPÍTULO 3: Metas inflacionárias	37
3.1 - O que é meta inflacionária?	38
3.2 - Vantagens e desvantagens da utilização de metas inflacionárias	41
3.3 - Interação com outros objetivos	44
3.4 - A escolha da meta	45
CAPÍTULO 4: Uma análise do Balanço de Pagamentos	47
CAPÍTULO 5: Uma análise dos índices de preços	66
CONCLUSÃO	76
BIBLIOGRAFIA	79

INTRODUÇÃO

Não se pode negar que o Plano Real, como política de combate à inflação, foi bem sucedido, conseguindo reduzir rapidamente as taxas de inflação da economia brasileira e, o mais importante, conseguiu manter essas taxas de inflação em níveis reduzidos. Na tentativa de manter a estabilidade de preços, o Governo optou por uma política cambial em que a taxa de câmbio tinha certa flexibilidade, porém limitada entre bandas e, com isso, abriu mão da política monetária e adotou uma política de manutenção de juros altos, incorrendo numa série de riscos. Após as sucessivas crises financeiras, em janeiro de 1999 formaram-se expectativas desfavoráveis ao equilíbrio do Balanço de Pagamentos, acarretando fortes pressões sobre as reservas internacionais e perda expressiva de divisas. Nesse contexto, o Banco Central (BC) permitiu a flutuação da taxa de câmbio, o que gerou uma indeterminação quanto à continuidade da política de estabilidade de preços e o obrigou a adotar uma outra âncora nominal. Em junho do mesmo ano o BC anunciou a adoção do regime de metas inflacionárias para orientar a formulação e a execução da política monetária, no qual a âncora nominal é a própria taxa de inflação.

Esse trabalho propõe-se a fazer uma análise do comportamento do Balanço de Pagamentos e dos índices de preços após a implementação da política monetária ancorada na meta inflacionária, um mecanismo de combate à inflação que vem sendo, atualmente, utilizado em vários países desenvolvidos e em desenvolvimento.

Além dessa introdução, esse trabalho é constituído de quatro capítulos e a conclusão. O primeiro capítulo apresenta as diversas teorias da inflação, dando ênfase às causas de sua instalação e manutenção. O objetivo desse capítulo é permitir que o leitor se familiarize com o debate em torno do tema e tenha noções dos fatores responsáveis pela formação e propagação desse fenômeno econômico, permitindo-lhe perceber o que pode pressionar a taxa de inflação na atual conjuntura econômica. O capítulo dois traz a tona o debate em torno da importância da independência do BC. Embora o regime de metas inflacionário não exija que o BC seja explicitamente independente, é necessário que o mesmo tenha total liberdade de atuação, dado que a implementação dessa política monetária está fortemente associada às expectativas dos agentes econômicos. Não é

possível o uso de tal mecanismo se não houver total credibilidade quanto à continuidade da política traçada pelo BC. O capítulo três apresenta as idéias, em debate, sobre metas inflacionárias. Esse capítulo visa permitir que leitor entenda como se constitui esse processo, suas vantagens e desvantagens. O capítulo quatro apresenta o comportamento do Balanço de Pagamentos e dos índices de inflação, visando observar se a utilização da política de metas inflacionárias contribuiu para a estabilidade dos mesmos. Finalmente, na conclusão são apresentados os principais resultados.

CAPÍTULO 1

TEORIAS DA INFLAÇÃO

Inflação é a uma alta persistente e generalizada nos preços, significando que uma elevação esporádica e/ou localizada no nível geral de preços não a caracteriza. Este fenômeno pode representar um problema gravíssimo não só porque provoca uma desorganização generalizada nos preços relativos, dando origem a uma má alocação de recursos, mas também porque corrói o poder aquisitivo dos agentes econômicos. Já uma alta esporádica no nível de preços não acarreta os mesmos problemas porque os mercados ajustam a economia em um novo patamar de preços (restabelece a relação entre os preços relativos) e não há a formação de expectativas desfavoráveis quanto ao funcionamento futuro da economia, o que poderia comprometer o crescimento econômico.

Esse capítulo tem como finalidade fazer com que o leitor se familiarize com as teorias da inflação para melhor compreender o cenário econômico em que se encontrava a economia brasileira quando da adoção de metas inflacionárias, que nada mais tem sido do que uma tentativa de dar continuidade à estabilidade monetária alcançada na vigência do Plano Real.

1.1 - CAUSAS DA INFLAÇÃO

Diversas podem ser as causas responsáveis pela instalação da inflação. Segundo Viana (1998), os fenômenos iniciadores da inflação¹ são os seguintes: os choques de demanda, os choques de oferta, a estrutura do sistema econômico e a ação institucional do governo. Em seu trabalho, Viana relaciona as causas de instalação da inflação a diferentes escolas de teorias econômicas, onde cada uma procura explicar como ocorre o seu processo de formação, quais são suas causas e suas conseqüências e como combatê-la.

¹ Para maiores detalhes ver VIANA (1998).

1.1.1 - INFLAÇÃO DE DEMANDA

A inflação de demanda ocorre quando há um excesso de demanda agregada doméstica frente ao montante de bens e serviços ofertados na economia, no pleno emprego, a um determinado nível de preço. Esse tipo de inflação se caracteriza por um aumento no poder de compra² dos agentes econômicos sem o correspondente aumento da produção. Nessa seção são apresentadas as idéias que estão por trás da teoria da inflação de demanda das escolas clássica, keynesiana e neoclassicista.

1.1.1.1 – INFLAÇÃO DE DEMANDA SEGUNDO ALGUMAS ESCOLAS ECONÔMICAS

Tendo a moeda a função de intermediária de troca, existe uma relação entre sua oferta e o montante de transações que ocorrem na economia e, por conseguinte, entre seu montante e o nível de preços. A primeira tentativa de se estabelecer uma relação entre moeda e bens ocorreu em 1694 quando John Briscoe³ escreveu pela primeira vez a chamada equação de trocas: $M = PY$, onde M é o montante de moeda, P é o nível de preços e Y representa o produto econômico. E embora, em 1755, Richard Cantillon⁴ tenha aprimorado a idéia de Sir William Petty⁵ sobre a velocidade de circulação da moeda, foi somente em 1886 que Simon Newcomb⁶ acrescentou esse conceito àquela expressão⁷. Essa, posteriormente, deu origem a conhecida Teoria Quantitativa da Moeda⁸, ponto básico para a análise monetarista da inflação.

² O aumento do poder de compra está geralmente associado ao déficit público, ao excesso de crédito no sistema financeiro e ao superávit no balanço de pagamentos.

³ BRISCOE (1694), *apud* VIANA (1998).

⁴ CANTILLON (1755), *apud* VIANA (1998).

⁵ PETTY (1682), *apud* VIANA (1998).

⁶ NEWCOMB (1886), *apud* VIANA (1998).

⁷ A expressão assumiu a seguinte forma: $VR = KP$, onde V é o volume de moeda, R é a velocidade de circulação da moeda, K corresponde a circulação industrial à escala de preços e P é o nível de preços.

⁸ Para que essa tautologia se transformasse em teoria, fez-se necessário que se assumisse duas hipóteses: que a velocidade de circulação da moeda é constante e que os fatores determinantes da demanda por moeda são independentes daqueles que determinam sua oferta.

a – Escola Clássica

Os economistas clássicos foram os primeiros a formular uma teoria da inflação (inflação de demanda) e tomou como base a Teoria Quantitativa da Moeda. De acordo com os mesmos, a velocidade da moeda é constante e o produto, função dos fatores de produção e da tecnologia, está em seu nível de pleno emprego. Um aumento na oferta de moeda, que representa um aumento no poder aquisitivo dos agentes econômicos e, por conseguinte, reflete um aumento na demanda agregada, caracterizaria uma situação de desequilíbrio, demanda maior que oferta, e teria como único resultado um aumento generalizado no nível de preço na medida em que se restabelecia o equilíbrio. Portanto, o fator gerador da inflação é o excesso de moeda na economia e o seu mecanismo de combate é a redução da oferta da mesma.

b – Escola Keynesiana

Com a escola keynesiana surgiu uma nova teoria da inflação na qual John Maynard Keynes⁹ acrescentou a equação da demanda por moeda à demanda por moeda para especulação, que é função decrescente da taxa de juros. Dessa forma, a demanda por moeda, que na concepção clássica era dada por $M^d = KPy$, passou a ser expressa por $M^d = KPy + L(r)$, onde o segundo termo do lado direito representa a demanda por moeda para especulação.

Keynes abandonou a Teoria Quantitativa da Moeda e passou a utilizar o princípio da demanda efetiva, que deu origem ao conceito do hiato inflacionário, para explicar a inflação. Ao introduzir a demanda de moeda para especulação na equação quantitativa monetária, Keynes impossibilitou que se estabelecesse uma relação direta entre moeda e preço através daquela teoria. Ele também abandonou a chamada Lei de Say, desconsiderando a hipótese do produto estar sempre em seu nível de pleno emprego e assumiu como fator determinante da inflação o excesso de demanda privada e/ou pública. Ao contrário da teoria clássica, a análise keynesiana está relacionada ao horizonte de curto prazo, em que os preços e salários não são plenamente flexíveis, não podendo se ajustar

⁹ KEYNES (1936), *apud* VIANA (1998).

imediatamente e restabelecer o equilíbrio macroeconômico. O ajuste pode ocorrer exclusivamente através de variações no produto, via ajustamento do nível de estoques, ou nos preços e no produto simultaneamente.

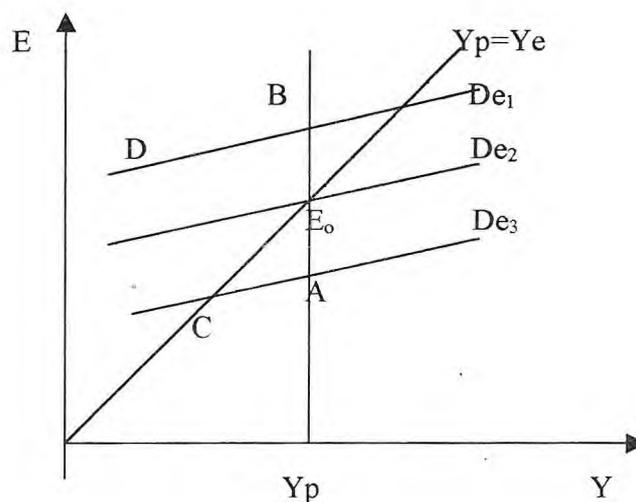
Para explicar a inflação, Keynes parte da definição do que ele chamou de demanda efetiva. No equilíbrio, a demanda efetiva se iguala ao produto potencial, nível de produto quando todos os fatores de produção são plenamente utilizados. O hiato inflacionário, utilizado por Keynes para explicar a inflação, é dado pela diferença entre a demanda efetiva e o produto potencial. No equilíbrio, o hiato inflacionário é igual a zero; quando a demanda efetiva é maior que o produto potencial, tem-se uma situação de inflação; e quando ela é menor que esse nível de produto tem-se uma deflação.

Para uma melhor compreensão observe o Gráfico 1. Quando a demanda efetiva é menor que o produto potencial (ponto A) há uma acumulação de estoques e a tendência é que o nível de preços se retraia até que a variação de estoques seja igual a zero e a demanda efetiva se iguale ao produto potencial (o oposto também é válido – ponto B). Se o produto for igual a demanda efetiva (ponto C), porém em um nível menor que o de pleno emprego, é possível que crescimentos da demanda sejam acompanhados por elevações do nível de produção sem provocar variações no nível de preço. Isso ocorre porque em níveis de produção menores que o de pleno emprego os fatores de produção não estão plenamente empregados, logo um aumento na demanda pelos mesmos não provoca elevações nos preços associados a remuneração desses fatores. Quando a demanda efetiva é maior que a produção e essa, por sua vez, é menor que o produto potencial (ponto D), o hiato inflacionário é maior que aquele existente ao nível do produto de pleno emprego para esse mesmo nível de demanda efetiva. No ponto E_o, o produto potencial é igual a demanda efetiva e a economia está em equilíbrio no longo prazo.

Keynes denominou de “inflação verdadeira”¹⁰ aquela relacionada ao hiato inflacionário, ou seja, quando a economia está em pleno emprego e a demanda agregada é maior que a oferta agregada (ponto B), pressionando o nível geral de preços da economia. A inflação ocorre porque, no nível de pleno emprego, os custos de produção se elevam na medida em que aumenta a demanda por fatores de produção. Nesse caso, o nível geral de preços é determinado pelo comportamentos das variáveis que estão relacionadas a

remuneração dos fatores de produção e não, a quantidade de moeda na economia. Pode-se, então, concluir que o fator gerador da inflação é o excesso de demanda sobre o produto de pleno emprego.

Gráfico 1 – Cruz Keynesiana e o Produto de Pleno Emprego



Para a teoria keynesiana as variações dos níveis de produto e preços da economia são funções de determinantes da demanda agregada, principalmente da demanda por investimento. A moeda é apenas um dos fatores que afetam a demanda por investimento via taxa de juros e seu efeito sobre o nível de investimento da economia está condicionado as sensibilidades do investimento e da demanda por moeda à taxa de juros. Quanto maior a sensibilidade da demanda por moeda à taxa de juros, pequenas variações nessa taxa provocam variações extremamente significativas na demanda de moeda para especulação e, portanto, menor é o efeito da política monetária no combate a inflação. E quanto menor a sensibilidade do investimento à taxa de juros, grandes variações nessa taxa provocam pequenas variações no nível de investimento da economia e, por conseguinte, menor é o efeito da política monetária no combate a inflação. Daí porque os *fiscalistas*, economistas que são a favor da utilização da política fiscal para o ajuste das variáveis macroeconômicas,

¹⁰ A inflação verdadeira, na teoria keynesiana, é aquela decorrente da tentativa de aumentar o investimento quanto o produto está em seu nível de pleno emprego.

defendem o combate a inflação via política fiscal, através da diminuição dos gastos do governo ou através da elevação dos impostos.

c – Escola Neoquantitavista

Na década de 60, com o fenômeno da estagflação, ocorrência simultânea de elevação no nível geral de preços e redução no nível de produção da economia, a teoria keynesiana passou a ser muito criticada. Na estagflação o produto efetivo é menor que o produto potencial e existe elevação generalizada no nível de preços, o que se contrapõe a idéia de “inflação verdadeira” de Keynes.

Para explicar esse fenômeno, as idéias dos neoquantitativistas ou monetaristas ganharam credibilidade junto a um grande número de economistas e autoridades monetárias, sendo Milton Friedman¹¹ um dos principais representantes dessa escola. Cabe ressaltar que os argumentos dos monetaristas baseiam-se nas análises empíricas de Friedman para a economia norte americana e se fundamentam no conceito de *renda permanente*. Por essa teoria, a inflação é decorrente, fundamentalmente, de variações na oferta de moeda e pela taxa de crescimento do produto potencial, a mesma conclusão dos pensadores das escolas clássica e neoclássica.

Essa corrente de pensadores explica as causas fundamentais da inflação a partir do déficits orçamentários financiados através da emissão de moeda e não via expansão da dívida pública ou da captação de recursos externos¹². Da mesma forma que nos modelos clássico e neoclássico, esse aumento na oferta de moeda provoca excesso de demanda frente a uma oferta de bens e serviços fixa, provocando o desencadeamento de um processo inflacionário. Uma outra causa da inflação apontada por essa escola está relacionada à existência de expectativa inflacionária, idéia que será apresentada mais adiante.

¹¹ FRIEDMAN (1953, 1959 e 1968), *apud* VIANA (1998).

¹² A captação de recursos externos pode também ser fonte inflacionária se a taxa de câmbio for fixa, já que nesse caso existe uma relação positiva entre entrada de capital externo e aumento na oferta de moeda na economia. Isso pode não ocorrer se o Banco Central: atuar no *open market* vendendo títulos, elevar a taxa de desconto e elevar a taxa de depósitos compulsórios.

1.1.2 – INFLAÇÃO DE OFERTA

Também conhecida como inflação de custo, a inflação de oferta é aquela relacionada às variações nos determinantes dos custos de produção.

Os custos com pagamento de salários, por serem os de maior representatividade, constituem-se como a principal causa desse tipo de inflação. Existem basicamente duas situações em que pagamentos de salários pressionam custos: 1- quando a demanda por mão-de-obra é inelástica, o sistema produtivo é dependente de um determinado segmento de trabalhadores, permitindo que seus salários sejam constantemente reajustados; e 2 – quando os trabalhadores estão organizados em sindicatos. Em ambos os casos, a inflação só ocorre quando o diferencial de salário supera os ganhos de produtividade.

Dada a importância relativa dos custos com esse fator de produção, os economistas procuraram estabelecer uma relação entre a taxa de variação dos salários e a inflação e entre a taxa de desemprego e a taxa de variação salarial, o que deu origem a Curva de Phillips em sua versão original¹³, que posteriormente foi reformulada passando a representar a relação inversa entre inflação e taxa de desemprego. Baixos níveis de salário nominal são associados a elevadas taxas de desemprego e a baixas taxas de inflação, fazendo com que taxas crescentes de desemprego sejam utilizadas como instrumento de combate a inflação.

Outra causa da elevação de custos é a existência de monopólios e/ou oligopólios fornecedores de bens intermediários, já que esse tipo de estrutura produtiva facilita a formação de cartéis na determinação dos preços dos produtos ofertados por essas empresas. Esse tipo de estrutura produtiva possibilita a formação da chamada *inflação de margem de lucro*, fenômeno associado à manutenção ou elevação dessa margem através da elevação dos preços. Como política de combate a esse tipo de inflação é comum a utilização de políticas de preços administrados e embora seja difícil o governo controlar preços de empresas privadas o mesmo não ocorre para as empresas estatais e concessionárias. Esse controle tem como objetivo principal evitar que os preços desses serviços venham agravar os índices de inflação, mas esse é um mecanismo que não pode se manter por muito tempo,

¹³ A curva de Phillips original estabelece uma relação inversa entre variações do salário nominal e a taxa de desemprego.

dado que os preços desses serviços não podem ficar indefinidamente abaixo daqueles que deveriam vigorar. Surge, então, a necessidade de correção dos mesmos, o que provoca a *inflação corretiva*, aumento de preços provocado pela ação do governo quando este decide reajustar os preços dos bens e serviços produzido por ele, e elevação dos índices de preços.

Muitos dos serviços fornecidos pelo governo constituem-se em insumos importantes em vários setores produtivos. Logo, variações nos preços desses serviços têm tanto efeito direto quanto indireto sobre os índices de inflação já que essas variações de preços representam elevações de custos das empresas que utilizam esses serviços como insumos e essas, por sua vez, repassam as alterações de seus custos para os preços de seus produtos. Esse efeito indireto será tanto maior quanto maior for o encadeamento produtivo existente na economia, o que leva a um outro tipo de inflação de custo, a *inflação setorial*. Essa pode também ocorrer por conta de outras medidas institucionais do governo como, por exemplo, a implementação de uma política habitacional sem uma prévia adaptação da oferta ou de uma política de substituição de importações via proteção tarifária da indústria doméstica.

Um outro fator determinante da elevação de custos é o comportamento dos preços dos insumos importados, principalmente daqueles cuja demanda interna é inelástica ao preço, o que caracteriza a chamada *inflação importada*. A reduzida oferta interna de determinados bens¹⁴, decorrente de incentivos governamentais a sua exportação ou devido ao fato de seus preços serem mais atrativos no mercado externo, pode também constituir-se num fator gerador de inflação importada na medida em que eleva os preços interno desses produtos por conta de sua escassez.

1.1.3 – INFLAÇÃO ESTRUTURAL

Os estruturalista cepalinos¹⁵, economistas aliados à Comissão Econômica para América Latina (CEPAL)¹⁶, afirmam que a inflação tem como causa a insuficiência da

¹⁴ Em seu trabalho, VIANA (1998) não considera adequado designar a escassez de um determinado bem decorrente de seu elevado volume de exportação como inflação importada, mas ele o faz por falta de um melhor conceito de inflação em que esse tipo se enquadre.

¹⁵ Embora essa teoria tenha surgido a partir de trabalhos de economistas da CEPAL, existem duas outras escolas estruturalistas, a escola estruturalista americana e a escola estruturalista escandinava.

¹⁶ Nesse trabalho só será apresentada as idéias cepalinas das causas da inflação já que elas refletem as condições econômicas dos países da América Latina, na qual o Brasil está inserido,

oferta de certos bens que não respondem prontamente à demanda, principalmente os agrícolas. Esse enfoque derivou da tentativa de explicar o subdesenvolvimento da América Latina através da análise da estrutura produtiva, na qual a existência simultânea de setores dinâmicos e não-dinâmicos seria, segundo essa teoria, a causa básica não só do subdesenvolvimento econômico mas também da instabilidade de preços.

Para os cepalinos, a estrutura produtiva do sistema econômico foi determinada pelo passado institucional do país¹⁷, uma vez que a forma de colonização da América Latina possibilitou a concentração da propriedade da terra e dos recursos minerais, dividindo a estrutura produtiva em dois tipos de setores: aqueles relacionados com o comércio internacional (setores dinâmicos) e aqueles relacionados com o setor agrícola de subsistência (setor não-dinâmico). É essa estrutura produtiva a responsável pela incapacidade de vários setores produtivos em atender às pressões de demanda. Isso ocorre porque o país tem forte dependência do setor externo, principalmente no fornecimento de bens intermediários, e porque a relação de troca é desfavorável para os países exportadores de bens primários, cuja demanda é inelástica às variações na renda e no nível de preços. Uma vez que a oferta não é capaz de atender a demanda, ocorre a elevação dos preços dos bens primários e, por conseguinte, uma elevação no nível geral de preços decorrente da rigidez para baixo dos preços nominais dos setores oligopolizados.

Os estruturalistas cepalinos apresentam três tipos de pressões inflacionárias nas economias periféricas¹⁸: 1 - as pressões básicas (estruturais), aquelas decorrentes da estrutura do sistema produtivo; 2 - as pressões circunstanciais, ocasionadas por circunstâncias exógenas ao sistema (choques de oferta e/ou demanda); e 3 - as pressões

e o objetivo desse capítulo é fazer com que o leitor se familiarize com as teorias que possam explicar as causas da inflação brasileira.

¹⁷ Segundo SUNKEL (1967), *apud* VIANA (1998), “tendo em vista a herança da colonização espanhola e portuguesa; as formas pelas quais as economias periféricas (latina-americanas) se incorporam à economia internacional; o processo de industrialização; e o processo de diversificação dessas economias, estabeleceram-se gargalos quase que intransponíveis para solucionar a dicotomia crescimento versus estabilidade”.

¹⁸ Economia periférica é um conceito cepalino similar ao conceito de países subdesenvolvidos. “São países pobres economicamente atrasados com baixa renda per capita, grande dependência das exportações, na sua grande maioria de produtos primários, altos índices de desemprego e subemprego, índice de poupança reduzido e concentrado e altas taxas de natalidade e mortalidade” (SANDRONI, 1989.).

cumulativas, relativas aos mecanismos de propagação do processo de elevação dos preços¹⁹.

As pressões estruturais são ocasionadas por imperfeições de mercado, pontos de estrangulamento no processo de produção, ocasionadas pelo baixo encadeamento entre os setores produtivos da economia²⁰. Os problemas de imperfeições de mercado provocam um processo de elevação dos preços de gêneros alimentícios e, como esses são produtos de elasticidade preço-da-demanda menor que zero, os empresários podem forçar os consumidores a aceitarem níveis elevados de preços.

O mecanismo de comercialização é um outro fator que influencia a elevação de preços e geralmente ocorre por conta da existência de estruturas oligopolizadas na qual os empresários, baseados em expectativas inflacionárias crescentes, antecipam-se elevando seus preços. Nas economias periférica esse procedimento é comum, principalmente porque essa é uma arma à disposição do empresariado e do governo a fim de se protegerem da corrosão inflacionária.

Resumindo: os estruturalistas procuram explicar o processo inflacionário a partir da insuficiência na oferta de produtos básicos, da exportação de produtos primários, das importações de produtos industrializados, da escassez de capital e da insuficiência de poupança. Os preços sofrem variações autônomas devido à existência de pontos de estrangulamento na economia, à inelasticidade da oferta do setor agrícola, e à insuficiência da capacidade de importar e poupar, que constituem obstáculos à ampliação da capacidade econômica. De uma forma geral, para essa corrente de pensadores a inflação é um fenômeno comum ao processo de desenvolvimento (o elemento causador da inflação é a organização do mercado) e por isso eles não propõem um programa de combate à inflação, mas a implementação de políticas que visem eliminar esses problemas.

¹⁹ Esses mecanismos refletem o conflito distributivo entre os agentes econômicos, privado e público. Inclusive essa idéia de conflito distributivo é uma das fundamentações da inflação inercial.

²⁰ Entre as causas estruturais as mais comuns são: a inelasticidade da oferta de alimentos, rigidez das importações, elevada desigualdade de renda e rigidez dos orçamentos públicos.

1.1.4 – INFLAÇÃO INSTITUCIONAL

Denominação cuja origem está associada ao trabalho de Ignácio Rangel²¹, a teoria da inflação institucional explica a inflação a partir da ação do Governo Federal. Esse é um tipo de inflação cujas causas estão estritamente ligadas à política pública. Um exemplo é a emissão de moeda para financiar o déficit público que dá origem ao chamado imposto inflacionário, pago pelo segmento da população que não pode se precaver diante de variações persistentes e generalizadas dos preços. Uma outra causa é a emissão de moeda ou o aumento do crédito para evitar uma recessão ou estagnação econômica. Geralmente isso ocorre devido a pressões que os setores produtivos exercem sobre o Governo, principalmente os setores oligopolizados nos países periféricos. Se, por outro lado, para financiar seu déficit orçamentário, o Governo emite títulos, o resultado é a elevação da taxa de juros, que é um fator de custos. Juros mais altos é sinônimo de preços mais elevados, já que a taxa de juros de mercado é o chamado *preço sombra* da taxa de retorno do investimento. Porém, quando o Governo amplia a oferta de crédito pode haver a redução da taxa de juros e o resultado pode ser a ampliação da demanda agregada.

1.2 – MECANISMOS DE MANUTENÇÃO DA INFLAÇÃO

1.2.1 – INFLAÇÃO PSICOLÓGICA

A inflação psicológica é um dos mecanismos de manutenção da inflação, fundamentada na idéia de expectativas²² dos agentes econômicos, cuja formação pode ocorrer de duas maneiras distintas: 1 – através das expectativas adaptativas ou 2 – através das expectativas racionais.

O modelo de expectativas adaptativas foi desenvolvido nos anos 50 e foi muito utilizado até o início dos anos 70. Nesse modelo a inflação esperada é calculada com base

²¹ RANGEL (1981), *apud* VIANA (1998).

²² "Num ambiente de incerteza, as decisões econômicas são baseadas nas expectativas que os agentes formam sobre as variáveis relevantes. A expectativa do valor futuro de uma variável pode se realizar ou não, o que leva a um processo contínuo de formação e revisão de expectativas ao longo do tempo." (MARTINS LOPES, 1998).

nas informações que os agentes econômicos têm de suas experiências passadas. A taxa de inflação esperada é uma média ponderada das taxas de inflação observadas até o período atual, logo eventuais erros de avaliação cometidos no passado se reproduzem no presente²³. Outra crítica a essa forma de cálculo da inflação esperada é que ela não capta a influência de mudanças atuais da política econômica sobre a formação de preços. Isso ocorre porque a estimação dos coeficientes nesse modelo não incorporam a forma como as regras de política afetam as expectativas dos agentes econômicos. Mas, alterações nessas regras alteram os parâmetro, o que não é captado no modelo, fazendo com que os erros de estimação sejam cada vez maiores.

A idéia de expectativas racionais surgiu na década de 60 como uma nova tentativa de explicar as expectativas dos agentes econômicos quanto a formação de preços²⁴. Nessa nova interpretação as expectativas são elaboradas a partir de duas hipóteses: 1 - que os agentes econômicos conhecem perfeitamente o sistema econômico no qual estão inseridos e 2 - que os agentes econômicos são racionais, capazes de utilizar todas as informações das quais dispõem para determinar suas expectativas. De acordo com essa interpretação variações nas políticas públicas não têm efeitos sobre o nível de produto, mas apenas sobre o nível de preços. Isso ocorre porque os agentes econômicos se antecipam frente a qualquer mudança na política econômica.

Na literatura econômica existem duas versões para expectativas racionais, a fraca e a forte. A versão fraca, ou simples, parte do pressuposto de que os agentes econômicos fazem o melhor uso possível das informações de que dispõem, logo os erros do passado deixam de influir nas expectativas do presente. A versão forte parte da hipótese que os agentes, em expectativas, sempre acertam o valor médio efetivo da variável, no caso a taxa de inflação, o que possibilita o combate à inflação sem recessão. Basta que o Governo apresente um plano de combate a mesma e que os agentes privados confiem nas medidas anunciadas e as considerem adequadas aos fins propostos. Nesse caso, os agentes revêm suas expectativas e a taxa de inflação pode ser reduzida. Como as expectativas são facilmente alteráveis, por conta de mudanças na política econômica, particularmente na

²³ Embora os eventuais erros de cálculo da inflação esperada cometidos no passado se reproduzam no presente, existe embutido nesse cálculo um mecanismo de correção dos erros. "A hipótese é que os agentes corrigem suas expectativas de preços por uma fração do erro de previsão cometido no período anterior" (MARTINS LOPES, 1998).

²⁴ O trabalho de MUTH (1961), *apud* VIANA (1998), foi o primeiro a analisar essa questão.

política monetária, basta mudar as perspectivas dos agentes econômicos quanto ao futuro comportamento da oferta de moeda através dos mecanismos de mercado e o problema será resolvido.

Uma das principais críticas a essa teoria é que ela não incorpora o componente inercial, negando, assim, qualquer efeito dos preços passados sobre os preços atuais. Mas a experiência tem comprovado que nos países subdesenvolvidos esse é um importante determinante das elevadas taxas de inflação, não podendo, portanto, ser negado.

1.2.2 - INFLAÇÃO INERCIAL

A inflação inercial é um tipo de inflação estrutural característica dos países subdesenvolvidos²⁵ e esteve presente na economia brasileira nas últimas décadas, inclusive o Plano Real teve como principal objetivo acabar com o componente inercial existente na economia.

Essa seção está baseada nos trabalhos de Bresser Pereira, André Lara Resende e José Márcio Rego e Yoshiaki Nakano²⁶. As análises de Bresser Pereira e Lara Resende partem do pressuposto de que existem três diferentes fases do processo inflacionário enquanto Rego divide o mesmo em quatro fases distintas: inflação moderada, inflação crônica, inflação acelerada e hiperinflação. A diferença básica é que Bresser Pereira e Lara Resende não separam os períodos de inflação inercial e inflação acelerada, embora eles expliquem o comportamento diferenciado das taxas de inflação nos dois estágios.

Bresser Pereira (A teoria da inflação reexaminada, in: REGO, 1989) distingue três tipos de inflação adotando como critério o seu nível e a sua tendência à aceleração: a inflação comum, a inflação inercial e a hiperinflação. Segundo esse economista, na inflação comum e na hiperinflação não há muita diferença entre os fatores aceleradores e os fatores mantenedores do processo²⁷ enquanto na inflação inercial, também denominada por André Lara Resende de inflação crônica e caracterizada por taxas mensais muito elevadas, essa distinção é extremamente relevante.

²⁵ Esse tipo de inflação é típica de economias que apresenta um quadro estrutural de desequilíbrio de distribuição de rendas.

²⁶ Os trabalhos desses economistas podem ser encontrados in: REGO (1989).

²⁷ No processo de hiperinflação essa distinção perde importância na medida em que a aceleração da inflação torna-se intensa.

A inflação comum é aquela predominante nos países desenvolvidos que raramente ultrapassa os dois dígitos ao ano, que tende a ser flutuante em torno de um determinado nível e que se caracteriza por uma elevação generalizada no nível de preços decorrente do excesso de demanda agregada²⁸ quando a economia está no pleno emprego. Assim como a inflação inercial, esse tipo de inflação apresenta resistência à queda e a redução na taxa é geralmente acompanhada por um período de recessão, caracterizado por quedas na produção e aumento na taxa de desemprego (custos do processo de ajustamento), decorrente da utilização de uma política monetária restritiva. Se não lhe for dada a devida importância, após algum tempo, a inflação moderada pode se transformar numa inflação crônica²⁹.

A hiperinflação se caracteriza por uma aceleração explosiva no nível geral de preços, também denominada de espiral inflacionária, em que os preços de todos os setores da economia estão constantemente se elevando fazendo com que a moeda nacional³⁰ perca suas funções e o governo, todas as suas fontes alternativas de financiamento. Essa aceleração nos preços provoca uma elevada variância nos preços relativos, fazendo com que o cálculo de índices de preços seja inviável³¹, impossibilitando a utilização de indexadores e, portanto, eliminando o aspecto institucional da inércia. Por fim, a desorganização do sistema de preços e de pagamentos impõe dificuldades à atividade econômica fazendo com que a fase final da hiperinflação seja acompanhada de um elevado nível de recessão.

A inflação crônica (inercial) ocorre quando os preços se elevam de forma generalizada e a um ritmo acelerado por um período de tempo longo o suficiente para

²⁸ O excesso de demanda é a causa primária dos processos de inflação moderada.

²⁹ A pressão sobre os preços pode-se prolongar até o desenvolvimento generalizado de contratos indexados quando, então, a inflação adquire um caráter inercial tornando-a extremamente insensível às quedas moderadas da demanda agregada.

³⁰ A moeda perde a capacidade de servir como reserva de valor, unidade de conta (até mesmo por algumas horas) e meio de pagamento. Como consequência os preços deixam de ser cotados em moeda nacional, apesar de seu curso legal, e as transações passam a ser liquidadas em moeda estrangeira.

³¹ Com os preços em aceleração, existe uma defasagem entre o período de coleta dos dados e sua divulgação fazendo com que haja perda do valor real nos contratos quando o índice é utilizado como indexador (mesmo que os reajustes sejam diários). Essa perda é proporcional à velocidade de aceleração da inflação entre os dois períodos. Por menor que seja o prazo entre os reajustes, a perda do valor real médio dos contratos é significativa.

permitir que o sistema econômico desenvolva mecanismos generalizados de indexação³², fazendo com que as variações dos preços adquiram um aspecto menos perturbador da atividade econômica. Isso ocorre porque o indexador tem por função não permitir perdas reais (não permitir variações nos preços relativos) ou pelo menos reduzi-las. Nessas circunstâncias a sociedade aprende a conviver com elevadas taxas de inflação e essas adquirem autonomia. A taxa de inflação se mantém em um certo patamar independente de choques de demanda e/ou de oferta e o processo inflacionário adquire um componente inercial.

Esse tipo de inflação é caracterizado pelo conflito distributivo³³: na tentativa de manter sua participação na renda relativa os agentes econômicos, providos de mecanismos de indexação, repassam para os preços seus aumentos de custos, reproduzindo no presente a inflação passada. Nesse sentido, é o conflito distributivo que define a taxa de inflação.

Quando a teoria da inflação inercial foi inicialmente desenvolvida, a aceleração da inflação era algo associado exclusivamente a fatores exógenos (choques de demanda e/ou choques de oferta), mas, com o passar do tempo, percebeu-se a existência de fatores endógenos ao processo inflacionário que fazia a taxa de inflação passar de um patamar a outro. Segundo Bresser Pereira, isso ocorre porque os agentes econômicos mudam o seu conceito de inflação passada na medida em que a taxa se eleva, fazendo com que o indexador também mude. No primeiro momento³⁴, os agentes econômicos definem a inflação passada com base no aumento de seus custos, mas quando a taxa de inflação passada é maior que a variação de seus custos, os agentes adotam a mesma como indexador. Por outro lado, se um setor relevante da economia apresentar variações de preços superior a inflação média do mês anterior, a taxa de variação dos preços desse setor

³² Isso ocorre porque a convivência com uma elevação prolongada no nível geral de preços gera expectativas negativas quanto ao futuro comportamento dos preços. Os agentes econômicos passam a ter a expectativa de que os preços serão maiores no futuro porque o são no presente.

³³ De acordo com SERRANO (1986), *apud* REGO (1989), existem quatro modelos de inflação inercial que não resultam da hipótese de conflito distributivo. Para maiores detalhes, veja SERRANO (1986),

³⁴ *"No primeiro estágio... a inflação tende a ser estável em um determinado patamar, flutuando os preços relativos... No segundo estágio... a taxa de inflação já será endogenamente crescente [e existem]... dois critérios para os agentes econômicos reajustarem seus preços: a maioria dos agentes econômicos o fará de acordo com a taxa de inflação passada... mas uma minoria cujos custos por algum motivo subirem mais do que essa média, reajustarão seus preços de acordo com seus custos.... Em um terceiro estágio quando a taxa de inflação é ainda mais alta... a aceleração da inflação será ainda maior"* (BRESSER PEREIRA, A aceleração da inflação inercial, in REGO, 1989).

é tomada como indexador. Num estágio mais avançado da inflação acelerada³⁵ é a taxa de juros do *open market*³⁶ que assume o papel de indexador. O último indexador a ser utilizado é o dólar no paralelo, mas uma vez que seu uso se generalize a economia passa de um processo inflacionário crônico para uma hiperinflação, situação em que os agentes econômicos perdem a confiança na moeda local e a substituem por ativos reais ou pelo próprio dólar. Isso ocorre no momento em que os preços das mercadorias passam a ser reajustados diariamente. É possível, então, verificar que a cada mudança de indexador a inflação tende a se acelerar endogenamente.

Para Lara Resende, a tentativa de extrair da sociedade um excedente superior à taxa de poupança voluntária é uma das principais causas do agravamento dos processos inflacionários crônicos. Entre essas tentativas incluem-se os programas de industrialização tardia acelerada, a mobilização militar em situação de guerra e os esforços para obtenção de grandes superávits comerciais externos³⁷. O agravamento do processo inflacionário ocorre porque as políticas de industrialização acelerada e de estímulo a formação de grandes superávits comerciais requerem um excedente que só pode ser gerado através de alterações na configuração dos preços relativos (via redução dos salários reais e desvalorização do câmbio real) e a rigidez para baixo dos mesmos, em termos nominais, provoca um surto inflacionário que leva a reajustes nos preços relativos.

Os inercialistas definem a inflação como um fenômeno econômico real baseado no conflito distributivo e na inflação passada e não como um mero fenômeno monetário, embora existam conseqüências monetárias decorrentes do caráter endógeno da moeda. Nesse sentido, não são as expectativas que definem a taxa de inflação, mas o conflito distributivo. Isto não significa que as expectativas não sejam importantes³⁸. Significa

³⁵ Esse conceito de inflação acelerada, definida por Rego, ocorre quando esses mecanismo endógenos de aceleração da inflação se desencadeiam. Bresser Pereira explica esse mesmo processo mas chama de inflação inercial o que na verdade é inflação acelerada, daí a crítica de Rego a seu trabalho.

³⁶ Num estágio avançado do processo inflacionário crônico, essa taxa tende a ser elevada devido a ação especulativa, o que tende a acelerar ainda mais as variações da taxa de inflação.

³⁷ Esses esforços de obtenção de grandes superávits comerciais externos podem ocorrer por conta da necessidade de pagamentos de reparações de guerra e/ou de pagamentos do serviço da dívida quando se interrompe o acesso às fontes de financiamento.

³⁸ Rego explica a passagem da inflação inercial para a acelerada através das alterações nas expectativas inflacionárias. Enquanto na inflação inercial a taxa de inflação esperada era baseada em informações passadas, na inflação acelerada o que importa são as informações atuais e as expectativas futuras. Ele apresenta dois elementos como fundamentais ao entendimento da aceleração endógena da inflação: as expectativas e o conflito distributivo. O

apenas que as expectativas são adaptativas e refletem a existência de conflito distributivo generalizado, um fenômeno econômico real, e não monetário. Essas expectativas não podem ser facilmente modificadas por conta de alterações no regime de política econômica ou do desempenho fiscal e monetário do Governo³⁹. Como consequência, as políticas monetárias e fiscais são ineficientes no combate a inflação inercial.

As políticas gradualistas de desaceleração da inflação, através da redução do déficit público e de política monetária restritiva, são eficientes em economias com inflação moderada, não ocorrendo o mesmo para a inflação inercial⁴⁰, já que esse tipo de inflação é mais difícil de ser controlada. Como consequência, os custos da implementação de políticas de estabilização são mais elevados para esse último caso. Isso ocorre porque os fenômenos inflacionários prolongados e crônicos provocam a formação de mecanismos generalizados de indexação que torna a inflação forte às medidas de política econômica e, enquanto a inflação moderada impõem custos elevados para a sociedade provocando transferências bruscas de rendas e distorções na alocação de recursos, a inflação crônica impõe custos menores. De fato, processos inflacionários crônicos podem permanecer relativamente estabilizados na ausência de choques inflacionários, mas tornam-se cada vez mais resistentes às medidas gradualistas e propensos à aceleração diante de tais choques⁴¹.

Os custos da adoção de programas de combate a inflação, recessão e desemprego, são relativamente menores que os benefícios de se minimizar as perdas de renda real em economias com inflação moderada. Isso ocorre não só porque nesse estágio inflacionário não existem indexadores na economia, o que torna mais elevado o custo de se conviver com a inflação, mas também porque a taxa de inflação é menor. Como em economias com inflação crônica as taxas são muito elevadas, os sacrifícios envolvidos num programa de estabilização baseado no controle da expansão monetária e no corte na demanda agregada

conflito distributivo continua sendo a causa básica da inflação, mas num período de transição da inflação inercial para a hiperinflação.

³⁹ Os adeptos das expectativas racionais são otimistas quanto à inflação poder ser eliminada sem grandes custos para a sociedade bastando o governo tornar crível sua determinação de fazê-lo.

⁴⁰ "Na ausência de choques adversos, é possível estabilizar um processo inflacionário crônico em seus estágios iniciais por períodos relativamente longos de tempo. É certamente impossível, porém, manter estáveis processos crônicos que se encontrem em estágios avançados" (LARA RESENDE in: REGO, 1989).

⁴¹ Superaquecimento da demanda, necessidade de novos ajustes de preços relativos diante de novos choques de oferta, crises de balanço de pagamentos.

são insuportáveis, provocando uma forte reação de toda a sociedade a favor da convivência com a inflação.

São os fatores⁴² responsáveis pela rigidez de preços e salários que impõem uma dinâmica de ajustamento gradual e demorada dos mesmos em resposta à política monetária ou fiscal. Isto não ocorreria se todos os preços de economia fossem flexíveis e se ajustassem instantânea e sincronizadamente às variações na demanda - a política monetária funcionaria sem custos. Além disso, a estratégia gradualística incorre no risco de desencadear um processo hiperinflacionário, decorrente de variações abruptas nas expectativas dos agentes econômicos. Diante de perspectivas de modificação dos mecanismos de indexação, os agentes podem incorrer em decisões defensivas e reacelerar o processo inflacionário.

Para a estabilização de inflações crônicas é necessário a eliminação do componente inércia (que pode ser feito através da eliminação do elemento de expectativas⁴³ da inércia via estabelecimento de âncoras nominais), o controle da oferta monetária e da expansão do crédito e a redução do déficit público⁴⁴. Faz-se necessário a combinação de políticas heterodoxas e ortodoxas⁴⁵. Isso porque a interrupção do processo inflacionário crônico pode provocar aumento da demanda agregada⁴⁶ decorrente de antecipação especulativa do consumo, gerada pela desconfiança quanto à sustentação da estabilidade dos preços. É isso que justifica a utilização de políticas fiscais e monetárias rígidas, porque, mesmo que os preços relativos estejam razoavelmente equilibrados⁴⁷, restam desequilíbrios decorrentes de reajustes defasados de preços, possíveis pressões reprimidas de custos que podem se constituir em inflação residual. Logo, políticas econômicas rígidas são necessárias na fase inicial do programa de estabilização para que a política heterodoxa tenha credibilidade e as pressões inflacionárias de caráter não inercial sejam eliminadas.

⁴² São esses mesmos fatores que geram a inércia inflacionária.

⁴³ "Dar a devida importância ao elemento expectativa no processo inflacionário não é crédito para classificar uma análise como sendo monetarista" (REGO, 1989).

⁴⁴ O déficit público deve ser compatível com as fontes de financiamento não-monetário dentro dos limites de expansão do crédito doméstico total.

⁴⁵ Em seu trabalho LARA RESENDE (1989) critica os economistas que fazem confusão entre "o caráter complementar e o caráter substitutivo dos elementos ortodoxos e heterodoxos e afirma que essa confusão esteve por trás do fracasso dos primeiros programas de estabilização de corte heterodoxo na América Latina.

⁴⁶ Esse comportamento da demanda agregada não é desejável já que não é garantia de retomada do crescimento sustentável, mas um elemento desencadeador de surtos inflacionários.

⁴⁷ Isso ocorreu com o Plano Verão e com o Plano Cruzado mas não, com o Plano Bresser.

Na análise inercialista, a eliminação do déficit público é também necessária para que os agentes econômicos tenham certeza de que qualquer inflação futura não será sancionada pela emissão de moeda necessária ao seu financiamento, e não porque ele seja a causa da inflação. O déficit público é apenas um fator sancionador⁴⁸ da inflação: com a aceleração da inflação o déficit aumenta e o seu financiamento passa a ser praticamente todo monetizado⁴⁹; o déficit e a sua monetização são conseqüências de altas taxas inflação, e não o contrário. Além disso, a escolha do déficit público como variável de ajuste é decorrente de uma escolha de custos e benefícios presentes nas diversas possibilidades de ajustes. Não existe uma relação de causalidade entre déficit e inflação⁵⁰ e é possível a existência de inflação com o equilíbrio do orçamento do governo se a política monetária for excessivamente folgada. Por outro lado, uma política monetária restritiva pode impedir surtos de inflação moderada mesmo quando há aumento temporário no déficit. Já para os monetaristas, o déficit público não é só uma das causas da inflação, mas também um fator acelerador da mesma, dado que a fragilidade financeira do setor público gera expectativas de que o mesmo será financiado através da emissão de moeda. Dessa forma, para combater a inflação basta reverter as expectativas através da redução do déficit público.

Neste capítulo, o leitor teve uma noção do que é inflação, quais seus determinantes e que fatores são responsáveis por sua manutenção. Foi possível perceber que existem muitas teorias que explicam esse fenômeno econômico e que, dependendo do diagnóstico, a solução apresentada para esse problema está condicionada aos fatores determinantes e/ou mantenedores do mesmo.

Uma vez munido de tais informações o leitor pode passar ao capítulo seguinte que trata do debate em torno da proposta de independência do Banco Central. Esse debate está

⁴⁸ A "relação entre déficit público e inflação é muito menos direta do que a relação entre moeda e inflação. A moeda é um fator sancionador direto da inflação enquanto que o déficit público valida a inflação de forma indireta" (BRESSER PEREIRA, A teoria da inflação inercial reexaminada, in: REGO, 1989).

⁴⁹ Quando a inflação atinge patamares muito elevados a redução dos prazos transforma os títulos em quase-moeda.

⁵⁰ "É importante ressaltar que, tanto no caso de inflação moderada como no caso de inflação crônica, a redução do déficit atua no sentido de reduzir as pressões sobre a alta dos preços, mas nem o déficit é sempre a causa primária da inflação, nem existe relação biunívoca entre a medida do déficit e a taxa de inflação. Taxas de inflação absolutamente díspares podem ser observadas com um mesmo déficit. A inflação crônica toma-se, na medida do grau de desenvolvimento dos mecanismos de indexação, insensível à redução do déficit e até mesmo à superação dos desequilíbrios que a provocam" (LARA RESENDE in: REGO, 1989).

relacionado à capacidade dessa instituição ter maior controle sobre a política monetária, fato que pode contribuir para redução e maior controle sobre o viés inflacionário, conceito apresentado no próximo capítulo.

CAPÍTULO 2

BANCO CENTRAL INDEPENDENTE

A proposta de independência do Banco Central (BC) foi uma entre as propostas de mudanças constitucionais do governo Fernando Henrique Cardoso. Inclusive, o então Presidente do BC em 1994, o economista Pedro Malan, propôs¹ que no texto constitucional ficasse claro que a principal função do BC deveria ser assegurar o poder de compra da moeda nacional através do controle quantitativo de sua oferta. Faz-se, então, necessário compreender em que implica essa proposição e qual sua importância no atual contexto político-econômico.

A importância do debate desse tema na economia brasileira está relacionada não só com a estabilidade de preços alcançada durante a vigência do Plano Real e a sua manutenção, mas também com a busca de taxas de inflação compatíveis com a dos países desenvolvidos. Sob o aspecto institucional essa discussão tem evidenciado a importância de se aumentar o nível de independência de instrumentos² do BC.

Nesse capítulo são apresentados os fundamentos teóricos e empíricos que servem de embasamento para a proposta de independência do BC, os argumentos keynesianos e friedmanianos contrários a essa proposição, e alguma das críticas mais recentes aos principais modelos pró-independência, cujo debate gira em torno das seguintes questões: há necessidade de um Banco Central Independente (BCI) para se obter uma maior estabilidade econômica ou é preferível utilizar a política monetária como medida de curto prazo objetivando amenizar as variações do produto e reduzir o nível de desemprego?

¹ Em entrevista ao jornal Gazeta Mercantil de 11/12/1994.

² "No caso de independência de instrumentos, há a necessidade que o BC tenha a sua disposição os instrumentos necessários para que possa alcançar seus objetivos sem depender de nenhuma outra autoridade política. Por outro lado, a independência de meta refere-se à liberdade que o BC possui de definir qual o objetivo a ser alcançado. Assim, a independência de instrumento torna-se imprescindível para que o BC possa ter a capacidade de utilizar seus instrumentos na busca da meta de inflação" (Mendonça, 2001).

2.1 – FUNDAMENTAÇÕES TEÓRICAS E EMPÍRICAS

A proposta de independência do BC tem como premissa a busca da estabilidade de preços e o principal objetivo dessa instituição deve ser encontrar uma política monetária *ótima* capaz de garantir essa estabilidade, ficando as demais políticas subordinadas a mesma. Essa proposição é apresentada pelos economistas que a defendem como condição necessária à manutenção da estabilidade de preços, uma “(...) *receita ‘científica’ para se obter disciplina monetária*”, como ironizou Carvalho (1995), e os BCs são vistos como instituições cuja função *natural* é garantir essa estabilidade. Além disso, esses economistas argumentam que a existência de um BCI tem a vantagem de acabar com possíveis pressões oriundas da esfera política e faz com que essa instituição seja mais crível na utilização de políticas deflacionárias, já que os agentes privados não teriam dúvidas quanto à continuidade dessas políticas, o que concederia ao BC maior credibilidade e reduziria os custos do processo de desinflação.

Existem dois fundamentos, um teórico e o outro empírico, que sustentam a tese de independência do BC. O argumento teórico parte da hipótese da neutralidade da moeda, por conta da existência de uma taxa *natural* de desemprego (determinada pelos fatores de produção e pelos fatores sociais e institucionais, que só se modificam no longo prazo) que elimina qualquer possibilidade da política monetária ter algum efeito sobre as variáveis reais da economia. O fundamento empírico pressupõe que os BCs têm uma meta *natural*, expressa em termos de uma taxa de inflação.

a - Fundamentação teórica

O debate em torno da independência do BC está relacionado à ideia da minimização de perdas sociais resultantes de medidas políticas que podem ser tomadas ao longo de diferentes períodos. A questão mais relevante em torno do tema é se as autoridades políticas devem agir de acordo com regras que determinam, *a priori*, as ações do BC, (esse adotaria um posicionamento mais conservador quanto à utilização da política monetária) ou se devem combinar diferentes instrumentos políticos na busca de um determinado objetivo econômico (crescimento do PIB, redução da inflação, entre outros).

Defensores de regras não são a favor da utilização da política monetária para a obtenção de resultados de curto prazo, e mostram-se favoráveis à fixação de metas,

geralmente anunciadas pelo Governo e/ou pelo BC, cujo propósito é dar indício dos esforços de manter a inflação próxima a algum nível especificado. Já aqueles a favor de um comportamento discricionário argumentam que não é possível manter regras diante de choques ou mudanças estruturais na economia, daí a necessidade de uma política mais flexível.

A idéia de regras de políticas monetárias fundamenta-se na visão de que o Governo tem uma tendência propícia à utilização de instrumentos incorretos, seja por pressões políticas ou seja por conta de uma percepção *errada* do processo econômico³. O Governo, via BC, na ânsia de manter a taxa de desemprego abaixo da taxa natural, tende utilizar a política monetária como um instrumento expansionista da atividade econômica. Isso tende a desviar o BC de sua função *natural*, subordinando a política monetária aos objetivos de curto prazo, o que acaba provocando distorções nas principais variáveis macroeconômicas. Para os monetaristas, essas medidas são ineficazes porque o público possui expectativas racionais, o que lhes permite antecipar as ações do BC, fazendo com que o novo equilíbrio da economia ocorra para níveis mais elevados de preços, sem que ocorra alteração da taxa natural de desemprego. É o chamado viés inflacionário, intrínseco à ineficácia da política monetária. Essa só afetaria as variáveis nominais, sem nenhum efeito sobre o lado real da economia. Nesse sentido, o uso dessa medida de curto prazo consiste em um grave erro, cabendo ao mercado o melhor resultado. Os monetaristas supõem que só as forças de mercado são capazes de conduzir a economia à sua taxa *natural* de desemprego e que essa posição só se altera no longo prazo, não podendo ser modificada por medidas de curto prazo. Então, é preferível que o BC adote uma política monetária cujo único objetivo seja estabilizar o poder de compra da moeda, criando um ambiente propício à estabilidade econômica, necessária ao processo de crescimento sustentável. O BC deve ter autonomia e ser mantido livre de possíveis pressões políticas, de tal forma que a gestão monetária seja exercida acima de qualquer outro interesse.

³ “Sob o ponto de vista político, os governos em períodos próximos às eleições tendem a preferir maior nível de emprego à menor taxa de inflação, pois acreditam que dessa forma conseguirão se reeleger ou favorecer a eleição dos candidatos de seu partido político. Nesse sentido há uma tendência aos governos pressionarem os policy-makers para que implementem políticas que visam o aumento do produto da economia”. (MENDONÇA, mar.1999).

b - Fundamentação empírica

Em seu trabalho, Mendonça (1999) apresenta os seguintes pontos como fundamentação empírica a favor da independência do BC: 1 - existência de forte correlação negativa entre independência legal e inflação em economias industrializadas; 2 - falta de relação evidente entre independência e inflação em países menos desenvolvidos; 3 - correlação positiva entre taxa de inflação e vulnerabilidade da política do BC; 4 - falta de correlação entre a independência legal dos BC e a média de crescimento real; e 5 - evidência de menores taxas de inflação em países onde a autoridade monetária anuncia suas metas.

Um dos principais problemas da análise empírica está relacionado à dificuldade de medição dos efeitos da maior autonomia do BC sobre a economia. Para isso foram desenvolvidos os índices de independência que em geral se dividem em duas categorias – índices de independência legal e índices de dependência com base em questionários. Os índices baseados em atributos legais geralmente procuram avaliar o grau de independência política e econômica do BC. No primeiro caso, verifica-se qual é o procedimento para a nomeação dos membros da diretoria dessa instituição, qual a duração do mandato do Conselho e se há a presença de diretrizes que imponha a busca de estabilidade monetária. No caso dos índices de independência econômica, verifica-se o quanto a lei permite a autoridade monetária emprestar ao Governo e se a supervisão do sistema bancário encontra-se sob a responsabilidade da mesma. De uma forma geral, procura-se verificar qual a influência do Governo sobre as decisões operacionais do BC, se esse tem capacidade de neutralizar as pressões oriundas do Governo e se está comprometido com a estabilidade de preços ou com outros objetivos⁴.

Carvalho (1995) é um crítico veemente à utilização desses índices. Ele afirma que: 1 - mandato fixo não impede que haja renúncia; 2 - ausência de representantes do poder executivo na diretoria não elimina todos os canais de influência do Governo sobre as decisões do BC; e 3 - a maior duração dos mandatos não significa necessariamente

⁴ Um índice desenvolvido por Cukierman, Webb e Neyapti em 1992 analisa as seguintes características: "a – a nomeação, demissão e duração legal do mandato do principal funcionário executivo do banco (normalmente o presidente); b – a localização institucional da responsabilidade final pela política monetária e os procedimentos para a resolução de conflitos entre o governo e o BC; c – a importância da estabilidade de preços em comparação com outros objetivos, como o nível elevado de emprego e estabilidade financeira; d – o rigor e a universalidade das limitações da capacidade do governo de tomar empréstimos do BC, a taxas de mercado ou subsidiadas, ou de instruir a emprestar a

que o Executivo não tenha poderes para substituir diretores do BC; pode ser que os diretores sejam tão subservientes que não haja a necessidade de substituí-los.

Mendonça (1999), por sua vez, apresenta a fragilidade associada a esses índices em demonstra correlação entre o maior grau de independência do BC e baixas taxas de inflação⁵. Sem a independência legal, o BC torna-se dependente das autoridades políticas e isso se reflete nos índices de independência com base em questionários, dado que a independência legal é pré-requisito para a existência de um ambiente institucional adequado que se reflete nos índices de questionários. Como resultado, esse tipo de índice acaba tendo uma tendência inerente em refletir alta correlação negativa entre a independência do BC e a taxa de inflação. Uma vez que haja a preocupação do BC em estabilizar preços, existe baixo viés inflacionário, o que acarreta alto grau de independência. Dessa forma, observa-se um caráter endógeno nos índices: quando a economia apresenta baixo nível de inflação, há uma propensão dos índices revelarem maior nível de independência do BC, ao passo que quando a inflação é elevada, os mesmos índices apresentam baixo grau de independência. Logo, é o nível de inflação que determina o grau de independência do BC e não o contrário.

Outra fragilidade da análise empírica está relacionada à concepção do que é independência em cada índice; se ela mudar de índice para índice os resultados podem ser inconclusivos.

2.2 – AS ABORDAGENS KEYNESIANA E MONETARISTA

a - Análise keynesiana para BCIs

A teoria keynesiana se opõe à proposta de um BCI partindo de dois pontos básicos: 1 - a política monetária não deve ter prioridade frente às demais políticas; e 2 - a moeda não é neutra. Variações na oferta de moeda é capaz de afetar as decisões dos agentes privados, o que invalida a hipótese da taxa *natural* de desemprego, fundamental para a proposta de independência dos BCs.

terceiros" (CUKIERMAN, A. *A economia do Banco Central*. Revista Brasileira de Economia, Rio de Janeiro, 50 (4), out./dez. 1996). Para maiores detalhes veja: CUKIERMAN, 1992.

⁵ Esse assunto foge ao propósito desse capítulo e, portanto, não será discutido. Para maiores detalhes, veja MENDONÇA (1999).

Keynes⁶ não admite a neutralidade da moeda, uma vez que no curto prazo variações no estoque monetário têm efeito sobre as variáveis reais. Isso permite que a política monetária possa ser utilizada pelo Governo como um importante instrumento na tentativa de evitar maiores oscilações nos níveis de produto e de emprego. Nesse sentido, a política monetária tem um caráter estabilizante e, no âmbito de sua função social⁷, o Governo pode utilizá-la para manter a taxa de desemprego abaixo de sua taxa *natural*. A política monetária não é dependente nem independente de outras políticas, mas é uma entre as que devem contribuir para se atingir objetivos específicos. Um dos seus principais objetivos consiste em dar uma maior estabilidade ao ambiente econômico ao minimizar as incertezas que afetam os agentes privados em suas tomadas de decisões.

Uma vez que para a teoria keynesiana não existe uma posição única de equilíbrio capaz de frustrar qualquer política adotada pelo Governo, essas políticas não podem ser vistas como antagônicas ao interesse dos agentes privados. Não sendo a política monetária ineficaz e não havendo viés inflacionário inerente a condução dessa política, não há espaço para a defesa de um BCI. Além disso, a hipótese de um viés inflacionário é teoricamente deficiente, já que parte da suposição irrealista de uma estrutura econômica conhecida, onde qualquer alteração nas expectativas dos agentes econômicos pode criar um ambiente econômico no qual o elemento incerteza pode ser distinto daquele que os formuladores de políticas utilizaram em seus modelos, e os resultados podem ser completamente distintos.

b - Uma análise monetarista para BCIs

Nessa seção são apresentadas as idéias de alguns economistas ortodoxos que se posicionam contrários à proposta de independência do BC, o que é importante já que a mesma é fundamentada na teoria quantitativa da moeda. Além das argumentações de

⁶ Para uma noção mais completa das idéias de Keynes (1936), *apud* MENDONÇA (mar.1999).

⁷ Essa teoria destaca o papel intervencionista do Estado, que deve ser responsável por coordenar as ações dos agentes privados no processo de tomada de suas decisões por conta da existência do elemento incerteza. A questão democrática recebe especial atenção na teoria keynesiana e sob essa perspectiva a independência do Banco Central deve ser limitada de tal forma que os responsáveis pela política monetária não se desviem daquilo que os agentes privados esperam que seja feito. Além disso a autonomia do BC, via maior independência no uso de instrumentos na busca da estabilidade de preços, é vista como a possibilidade de que alguns elementos democráticos sejam violados. Faz-se, então, necessário que a autonomia do BC seja acompanhada de uma maior transparência de suas ações, cabendo ao Governo determinar o que é estabilidade de preços e ao BC alcançá-la.

Friedman, um dos principais defensores da corrente monetarista, são apresentadas as críticas de Posen e McCallum.

Embora a literatura que discute o tema em torno da independência do BC tenha tomado como referencial teórico o enfoque monetarista e Friedman como um dos seus principais representantes, ele não é um entusiástico dessa proposta. Segundo Friedman o BCI é “(...) *um mau sistema para os que acreditam na liberdade (...) porque dá a poucos homens um poder muito grande sem que seja exercido nenhum controle efetivo pelo corpo político (...) Erros (...) não podem ser evitados em sistemas que dispensam a responsabilidade e dão poderes amplos a um pequeno grupo de homens e (...) tornam ações políticas importantes altamente dependentes de acidentes de personalidade.*”⁸

Friedman está entre os que consideram a ineficácia da política monetária no longo prazo, mas reconhece que ela é um importante instrumento a disposição da autoridade monetária, cuja principal função deve ser garantir o bom funcionamento da economia, garantir o nível de liquidez adequado à atividade econômica.

De acordo com a teoria monetarista, a política monetária tem efeitos retardados sobre a atividade econômica, o que pode agravar ainda mais os desequilíbrios temporários, que o mercado se encarregaria de eliminar se não houvesse a interferência do BC. Friedman concorda que a autoridade monetária deve evitar oscilações bruscas no comportamento da política monetária, mas rejeita a idéia de uma meta *natural* para os BC (estabilizar os preços da economia). Ele afirma: “(...) *uma diretriz legislativa às autoridades monetárias para manterem um nível de preço estável (...) se trata de uma norma errada, por ser estabelecida em termos de objetivos para cujo alcance as autoridades não dispõem de poderes claros e diretos. E, conseqüentemente, sobrevém o problema da dispersão das responsabilidades, deixando as autoridades muito à vontade. Há de fato uma conexão estreita entre ações monetárias e o nível de preço. Mas a conexão não é tão invariável ou tão direta que o objetivo de alcançar um preço estável possa constituir uma direção apropriada para as atividades diárias das autoridades*”⁹.

Friedman estava, de fato, interessado em encontrar uma estrutura que fosse capaz de evitar flutuações econômicas decorrentes da ação da política monetária, o que o levou a sugerir a adoção de uma taxa fixa de crescimento da oferta monetária que possibilite, em média, uma inflação ou deflação moderada. Além disso ele propôs que a

⁸ FRIEDMAN (1962), *apud* MENDONÇA (mar. 1999).

⁹ --- (1962), *apud* MENDONÇA (mar. 1999).

possibilite, em média, uma inflação ou deflação moderada. Além disso ele propôs que a autoridade monetária determinasse as taxas de câmbio através do volume de moeda em circulação em resposta ao fluxo do Balanço de Pagamentos e evidenciou a ineficácia da política monetária no deslocamento da economia de sua posição *natural*.

Posen¹⁰, por sua vez, considera o BC como uma instituição endógena, cuja independência política é função da competição entre grupos pelo poder. A partir de testes econométricos, ele constatou que nos países onde o conjunto de interesses é de cunho antiinflacionário, constroem-se instituições para sustentar sua aversão, e em países onde predominam interesses coniventes com a inflação, não se desenvolvem tais instituições. Não existe, necessariamente, uma relação de causalidade entre as taxas de inflação e o grau de independência do BC, mas existiu uma relação causal entre interesses antiinflacionários mais efetivos e a maior independência do BC.

Já McCallum¹¹ afirmou que a existência de contratos entre o Governo e o BC não se sustentam em períodos em que o desemprego encontra-se acima da média, dado que a existência do contrato, em si, não é suficiente para superar a inconsistência dinâmica. No que diz respeito à utilização de regras, ele critica o fato das mesmas não constituírem restrições a todos os tipos de choques possíveis, podendo ser preferível violá-las parcialmente quando for necessário. Ele também nega a existência de um *trade-off* entre flexibilidade e compromisso e enfatiza que se não houver um conjunto ótimo de penalidades à realização dos diversos tipos de contratos, o contrato ótimo do Banco Central não terá credibilidade.

Neste capítulo o leitor conheceu o debate em torno da proposta de independência do BC e verificou que não há consenso quanto à independência dessa instituição ser condição imprescindível ao maior controle da política monetária. Além do que, até mesmo alguns economistas quantitativistas conceituados no meio acadêmico, como Milton Friedman, se opõem a essa proposição.

O fato é que essa tem sido uma prática adotada em muitos países desenvolvidos e em desenvolvimento, entre eles o Brasil, como mecanismo de maior controle da política monetária por parte dos BCs visando não só um maior controle da inflação mas também a busca de uma maior estabilidade econômica. A proposta de independência está baseada na idéia de que os BCs são menos propícios a formação do viés inflacionário, dado que eles estariam livres de possíveis pressões políticas.

¹⁰ POSEN (1995), *apud* MENDONÇA (mar.1999).

¹¹ Ao analisar os trabalhos de Person-Tabellini (1993) e Walsh (1995) .

Prática comum também tem sido a adoção do regime de metas inflacionárias associadas a essa maior independência dos BCs, visando um maior controle inflacionário. Esse é o assunto do próximo capítulo.

CAPÍTULO 3

METAS INFLACIONÁRIAS

A utilização do regime de metas inflacionárias¹ está relacionada a uma política monetária cujo principal objetivo é a estabilidade de preços. A recente discussão referente a esse tema decorre do contexto político-econômico que vem se formando desde os anos 70. Os repetidos insucessos da implementação de regimes de metas monetárias na década de 70, a maior ênfase ao combate à inflação na década de 80 e a maior independência dos Bancos Centrais nos anos 90 são os principais elementos que impulsionaram e têm impulsionado essas mudanças. *“A experiência infeliz dos países latino americanos (...) com regimes de âncora cambial, que, (...) se acharam em profunda crise financeira nos anos noventa, conduziram as economias de mercado emergente a procurar âncoras nominais alternativas”*².

O debate em torno da escolha da melhor política a ser utilizada no combate à inflação tem levado os formadores de política macroeconômica à controvérsia sobre qual a melhor âncora nominal³ e, embora a taxa de inflação e a taxa de crescimento do produto nominal tenham sido apresentadas como possíveis âncoras nominais, a utilização de metas inflacionárias é a que tem recebido maior destaque, não só no meio acadêmico como também por parte dos formuladores de política macroeconômica.

O objetivo deste capítulo é apresentar as principais idéias em torno desse tema, fazendo com que o leitor possa ter o suporte teórico necessário à compreensão da atual política monetária utilizada na economia brasileira desde junho de 1999.

¹ “A análise teórica sobre metas de política econômica teve origem em TINBERGEN (1952), sendo desenvolvida posteriormente por MUNDELL (1960) e BRAINARD (1967). Dentre as diversas estruturas existentes para metas, há quatro que são consideradas básicas: taxas de câmbio, agregados monetários, taxa de inflação e taxa de crescimento do produto (MCDONOUGH - 1997, MISHKIN & POSEN - 1997)” (MENDONÇA, mar.1999).

² MISHKIN (2000). Em sua análise, o autor considera os países de transição na Europa Oriental e na antiga União Soviética e os países em desenvolvimento na América Latina.

3.1 – O QUE É META INFLACIONÁRIA?

Meta inflacionária é uma estratégia de política monetária que vem sendo recentemente utilizada em alguns países industrializados e emergentes⁴ e é caracterizada 1 - pelo anúncio oficial de uma meta quantitativa para a taxa de inflação na forma de uma banda para flutuação ou pontual, 2 - pelo reconhecimento de que o principal objetivo da política monetária deve ser a manutenção da estabilidade dessa taxa em níveis reduzidos; 3 - pelo uso da previsão de inflação, por parte do BC, como meta intermediária; e 4 - pelo maior grau de transparência e de monitoramento do desempenho do BC, o que geralmente é feito através da publicação de relatórios de inflação. Tais relatórios apresentam a meta, seus valores numéricos, como esses foram determinados, como a meta é obtida (dada a conjuntura econômica) as razões para os possíveis desvios da mesma e os limites da política monetária.

Conforme dito acima, a meta inflacionária pode ser pontual, a chamada meta inflacionária rígida, ou flutuar entre bandas de confiança. Numa situação em que a economia não sofre choques de oferta, uma meta inflacionária rígida funciona bem, mas na presença de choques ela não é capaz de conter os efeitos negativos sobre o emprego e o produto. Além do que, quando a meta anunciada tem como base um único número, as expectativas dos agentes econômicos podem ser formadas para uma única taxa de inflação próxima à anunciada. Daí a desvantagem da utilização da meta pontual frente a adoção de bandas para meta, na qual há flexibilidade da taxa de inflação num determinado intervalo. A principal vantagem no uso de bandas de confiança é que pequenas flutuações na taxa de inflação não precisam ser justificadas à população, não comprometendo a credibilidade do BC. Na realidade, o anúncio de bandas para meta tem sido a prática mais comum entre os diversos países que têm adotado esse regime.

No que se refere às bandas, há ainda a questão da determinação do seu intervalo de variação. Esse debate reflete o *trade-off* entre o anúncio de uma banda estreita e uma mais

³ Para maiores detalhes veja ASCHHEIM & TAVLAS (1994), *apud* MENDONÇA (2001).

⁴ Entre os países que adotaram o regime de metas inflacionárias explícitas estão: Nova Zelândia (1990), Canadá (1991), Reino Unido (1992), Suécia (1992), Finlândia (1993), Espanha (1994), Israel, Chile e Brasil (1999). Entre os que utilizam metas inflacionárias implícitas estão a Áustria, a Bélgica, a Dinamarca, a França, a Alemanha, a Irlanda, a Itália, a Holanda, Portugal, Japão, Coréia, México, Suíça e EUA.

larga. O primeiro caso pode ser interpretado pelo público como um maior comprometimento por parte da autoridade monetária com a estabilização da inflação, mas seu rompimento pode comprometer a credibilidade da política. Uma banda mais larga, por sua vez, implica em maior flexibilidade e numa maior probabilidade da meta ser alcançada, mas também pode contribuir para a formação de expectativas desfavoráveis à meta ao ser interpretada como um sinal de indolência do BC na busca da estabilidade de preços. Esta estrutura não se constitui num bom guia para a formação das expectativas porque na medida em que houver falta de credibilidade o público pode incorporar às expectativas o limite superior da banda, podendo significar mais tempo para a obtenção da estabilidade de preços. No início pode ser preferível fixar uma banda estreita por essa poder “(...) trazer benefícios de longo prazo que compensem os custos de manter a inflação no interior da banda (... mas) se a credibilidade for baixa e os efeitos da política monetária na inflação excessivamente incertos, pode ser melhor estabelecer inicialmente uma banda larga, ganhar a credibilidade ao longo do tempo, para só depois estreitar a banda. É possível também que seja mais fácil estreitar a banda inicial do que alargá-la” (RIGOLON E GIAMBIAGI, 1999).

A implementação desse regime requer o uso de previsões de inflação do BC como meta intermediária, o que faz da qualidade das previsões um importante elemento na determinação da credibilidade da política monetária. De fato, o BC geralmente utiliza a combinação de diversas técnicas de previsão da inflação⁵, usando todas as informações relevantes e disponíveis, de tal forma que seja possível avaliar todos os potenciais impactos da política monetária sobre a demanda agregada e sobre a inflação. Essas previsões são

⁵ Entre as diversas técnicas utilizadas pelo BC para prever a inflação estão os modelos estruturais, os modelos de vetores auto-regressivos, as análises de indicadores antecedentes e as pesquisas de expectativas. O modelo de vetores auto-regressivos é, entre os modelos não estruturais, o modelo macroeconômico mais utilizados para estimar a inflação no regime de metas inflacionárias e “corresponde a um resumo estatístico das relações entre diversas variáveis sem uma interpretação econômica explícita, cujas previsões são razoáveis para o caso de economias que se encontram em uma situação de equilíbrio estacionário(... Os modelos estruturais) são construídos com a preocupação de revelar uma relação de causa e efeito a partir de relações teóricas conhecidas entre algumas variáveis macroeconômicas. Existem três pontos principais que justificam o uso de modelos estruturais (...) a) que a teoria econômica é capaz de explicar os principais elementos presentes no mecanismo de transmissão monetária; b) que há estabilidade suficiente entre algumas das principais relações na economia que são sensíveis a uma base estimada ou à calibração de um modelo sobre elas; e c) que é necessária à condução da política monetária, na busca de meta inflacionária, a avaliação, em termos quantitativos, do impacto

apresentadas nos relatórios de inflação, devendo ser justificado qualquer descumprimento da meta, além de forçar o BC a melhorar sua metodologia.

Esse regime tem as seguintes funções: funcionar como âncora nominal para a fixação de preços e salários e para a formação de expectativas. Essa última está relacionada à promoção de uma política monetária transparente com um objetivo bem definido, baixas taxas de inflação, de tal forma que influencie a formação das expectativas. Os defensores de metas para inflação afirmam que a escolha de um objetivo específico por parte do BC, ao qual os demais objetivos estão subordinados, e o comprometimento dessa instituição com a continuidade dessa política permitem que os agentes econômicos formulem suas expectativas de tal forma que contribuam para o alcance da meta preestabelecida. A teoria das expectativas racionais é o principal instrumental teórico que fundamenta o regime de metas inflacionárias.

Esse modelo de combate a inflação tem sido apresentado como uma solução para os problemas relativos à condução da política monetária no que se refere ao *trade-off* entre inflação e desemprego, principalmente porque os formuladores de política macroeconômica acreditam que essa é uma estrutura capaz de neutralizar as expectativas inflacionárias dos agentes econômicos. Inclusive, a estabilidade de preços no longo prazo, principal objetivo do regime de metas, é apresentada como a melhor contribuição da política monetária para o crescimento econômico. Nesse sentido, a estabilidade de preços deve preceder o crescimento econômico para que esse seja estável e sustentável no longo prazo e a introdução de metas inflacionárias deve ser interpretada como uma tentativa de aumentar a credibilidade da política monetária em estabilizar a economia. Teoricamente, é o BC que produz uma previsão da taxa de inflação, que deve ser comparada com a meta inflacionária, e eventuais diferenças devem ser corrigidas através do ajustamento da taxa de juros nominal de curto prazo.

Em geral, a meta é anunciada pelo BC, fato particularmente ligado à independência do mesmo, e endossada pelo Governo. Fato extremamente relevante, já que um anúncio unilateral da meta pelo BC pode comprometer a eficiência da política monetária ao reduzir a credibilidade no regime.

proveniente de mudanças nas condições monetárias sobre os valores futuros da variável sob

3.2 – VANTAGENS E DESVANTAGENS DA UTILIZAÇÃO DE METAS INFLACIONÁRIAS

a - Vantagens

Esse regime tem a vantagem de permitir que a política monetária se direcione, de forma prioritária, ao objetivo especificado pelo BC, uma inflação baixa e estável. O argumento em prol do mesmo é a necessidade de se reduzir os custos sociais da inflação, já que altas taxas de inflação têm custos sociais elevados sem que haja nenhuma variação no produto de longo prazo. A manutenção da estabilidade de preço também tem a vantagem de reduzir as incertezas, aumentar a eficiência alocativa, estimular o investimento e o crescimento da produtividade e, por conseguinte, o crescimento econômico (RIGOLON & GIAMBIAGI, 1999).

Quando comparado a outros regimes, tais como fixação da taxa de câmbio ou dos agregados monetários, a utilização do regime de meta para inflação tem a vantagem de garantir a existência de uma política monetária independente e mais flexível, capaz de responder prontamente a choques domésticos e externos, constituindo-se num mecanismo de ajuste da economia. O BC pode responder de forma eficiente aos efeitos de choques no curto prazo, podendo reduzir a variância da inflação e do produto ao longo dos ciclos econômicos (RIGOLON & GIAMBIAGI, 1999). Quando comparada à meta monetária, a meta inflacionária tem ainda a vantagem de não necessitar de uma relação estável entre moeda e inflação para a ocorrência de seu sucesso.

Esse é facilmente compreendido pelo público, o que dá maior credibilidade à política do BC e torna a condução da política monetária mais transparente quando comparado aos demais regimes. A implementação de metas inflacionárias possibilita uma melhor avaliação não só do desempenho da política monetária mas, também da credibilidade dessa junto ao público. A primeira pode ser feita através da comparação entre a inflação efetiva e a meta inflacionária enquanto a segunda, pela comparação entre as expectativas inflacionárias e a meta. Essa maior transparência pode ser reforçada pelo aumento da comunicação entre a autoridade monetária e o público, feita através de

análise" (MENDONÇA, 2001).

relatórios de inflação, o que faz dessa estratégia um mecanismo de controle do desempenho do BC. Inclusive, o sucesso contínuo na condução da política monetária pode ser um instrumento favorável a obtenção do apoio público a um BCI. Em geral, a adoção de metas inflacionárias é acompanhada por um aumento da independência do BC.

A credibilidade é um elemento essencial à condução da política antiinflacionária, cujo sucesso depende do nível de confiança que os agentes econômicos têm quanto à continuidade da política anunciada e implementada pela autoridade monetária. Essa credibilidade é resultante de uma credibilidade operacional e de uma credibilidade política. A credibilidade operacional refere-se à habilidade do Banco Central em cumprir a política monetária e é afetada pela condução da mesma. A credibilidade política reflete o julgamento dos investidores sobre a probabilidade de uma mudança de regime e depende mais do suporte político e menos da condução da política monetária (ANDERSON & BERG, *apud* MENDONÇA, 2001).

A utilização do regime de meta inflacionária explícita ainda tem a vantagem de aumentar o grau de responsabilidade do BC e reduzir a probabilidade de que pressões políticas a favor de uma política monetária expansionista conduzam essa instituição à mudança de objetivo. O fato é que, embora o controle da inflação seja considerado o principal objetivo da política monetária, o BC pode possuir objetivos de curto prazo e não é incomum sua interferência sobre o produto e o emprego. Então, para um melhor desempenho do regime de meta inflacionária, é necessário que o BC tenha comprometimento com a continuidade da política monetária anunciada.

b - Desvantagens

Em contraste com os regimes de metas para o câmbio ou para os agregados monetários, a taxa de inflação não é tão facilmente controlada pelo BC, o que gera um problema significativo, principalmente em países emergentes com taxas de inflação muito elevadas. Nessa situação, existe uma grande probabilidade de se incorrer em erros de previsão de inflação, fazendo com que o regime de meta inflacionária perca sua funcionalidade e o BC; sua credibilidade. A meta inflacionária é uma estratégia mais eficiente quando ela é implementada após alguma próspera redução na inflação.

Outra questão que tem gerado dúvidas, é se a inflação é previsível e controlável o suficiente para se estabelecer uma meta. Há dificuldade no cálculo preciso da previsão da inflação e isso pode implicar em dois problemas potenciais. O primeiro é de natureza operacional: existe uma defasagem entre a ação da política monetária e a resposta da inflação, o que pode dificultar a determinação da meta inflacionária. Além disso, choques inesperados no nível de preços podem gerar uma variância significativa entre as previsões do nível de preços no longo prazo e a inflação efetiva, o que dificulta o planejamento do setor produtivo podendo gerar expectativas desfavoráveis à execução da meta estabelecida (BERNANKE & MISHKIN, 1997, *apud* MENDONÇA, mar.1999). O segundo refere-se à credibilidade do BC: é difícil para o público avaliar o comprometimento dessa instituição com a consecução da meta anunciada já que a inflação é imprevisível. Inclusive, a questão da previsibilidade tem gerado dúvidas quanto a funcionalidade dessa política.

Há também a necessidade de uma completa interação entre os objetivos da política monetária e a política fiscal; as políticas devem convergir para uma mesma estratégia, no caso a estabilidade da inflação. Porém, o regime de metas inflacionárias pode não ser suficiente para assegurar a disciplina fiscal já que, mesmo sob o regime de metas para inflação, o Governo pode adotar uma política fiscal expansionista, correndo o risco de comprometer a meta. Na verdade, grandes déficits fiscais podem levar a monetização da economia ou a corrosão da dívida pública por uma grande desvalorização, fazendo com que a taxa de inflação permaneça em patamares elevados. Então, o controle fiscal é condição imprescindível ao sucesso tanto de um regime de meta para inflação quanto de qualquer outra estratégia de política monetária.

Um outro fator que afeta o controle da inflação, principalmente nas economias em desenvolvimento, é a incidência de preços administrados no índice utilizado para o cálculo da inflação, o que exige, em regime de meta inflacionária, um alto grau de correlação entre as autoridades monetárias e fiscais no cronometrar e nas alterações desses preços ou a exclusão dos mesmos no cálculo do índice de preços utilizado para a previsão da meta (MISHKIN, 2000).

Um sistema financeiro saudável é outra condição prévia para que o regime de metas seja bem sucedido, pois qualquer problema no sistema financeiro mundial pode provocar uma sobretenção, levando a efeitos terríveis sobre as taxas de inflação das economias em

desenvolvimento, onde os mercados financeiros não são tão desenvolvidos. Por outro lado, um alto grau de dolarização da economia é um problema potencial para os países que queiram usar o regime de metas inflacionárias. Isso ocorre porque esse requer, necessariamente, flexibilidade da taxa de câmbio nominal e depreciações, grandes e abruptas, podem provocar um crescimento insustentável da dívida externa em dólar, podendo aumentar os riscos de uma crise financeira. De fato, em muitos países emergentes não só a dívida externa está expressa em dólar, mas também os orçamentos das empresas, famílias e bancos. Logo, esses países não podem ignorar o papel da taxa de câmbio sob um regime de meta inflacionária. O papel da política cambial deve estar subordinado ao objetivo da política monetária e deve haver uma regulamentação estritamente preventiva e uma supervisão rigorosa das instituições financeiras que assegure ao sistema a capacidade de suportar choques cambiais.

Outra desvantagem do uso desse regime é que o mesmo tem o potencial de aumentar a instabilidade do produto da economia e, por conseguinte, comprometer o crescimento econômico. Além disso, o comportamento de todas as variáveis macroeconômicas deve estar subordinado à política de controle da inflação. Se a economia entrar em uma profunda recessão, o Governo deve utilizar outros mecanismos de estímulo ao crescimento econômico, mas esses não devem comprometer a estabilidade das taxas de inflação⁶. Outro fato importante é que a flexibilidade da taxa de câmbio requerida pela meta de inflação pode causar instabilidade financeira, fato relevante no contexto dos países em desenvolvimento.

3.3 – INTERAÇÃO COM OUTROS OBJETIVOS

Conforme mencionado anteriormente, num regime de meta para inflação, o principal objetivo da política monetária é realizar a meta estabelecida, enquanto os outros objetivos ficam subordinados àquele. Portanto, esses outros objetivos só podem ser buscados se forem consistentes com a meta inflacionária.

⁶ Esse problema tem levado alguns economistas a defender a utilização de metas de crescimento do PIB nominal. Para maiores detalhes veja: MCCALLUM (1995), *apud* MENDONÇA (1º trabalho BCI).

Por exemplo, a busca do pleno emprego não é necessariamente inconsistente com o regime supracitado, já que no longo prazo o cumprimento da meta inflacionária é a melhor contribuição da política monetária ao objetivo de crescimento econômico. Uma vez alcançada a estabilidade do nível de preços é mais fácil o produto da economia crescer de forma estável até o ponto de se atingir o pleno emprego. Sob esse regime também é possível a interação entre os objetivos das política monetária e fiscal. É, por exemplo, o caso da implementação de uma política fiscal contracionista quando há uma dívida pública excessiva. Nessa situação, uma eventual elevação da taxa de juros de curto prazo aumenta os custos tanto do serviço da dívida quanto do seu estoque, podendo levar a um círculo vicioso no qual as taxas de juros reais e a dívida se elevam de forma contínua. Isso pode gerar expectativas inflacionárias elevadas, o que comprometeria a capacidade do BC em cumprir a meta inflacionária no curto prazo. Nesse caso, a política fiscal contracionista contribui para a formação de expectativas favoráveis à meta inflacionária. Por outro lado, uma meta inflacionária não é consistente com um regime de câmbio fixo porque a política monetária sob esse regime é endógena, o que dificulta a busca de uma inflação no médio prazo muito diferente daquela do país a cuja moeda o câmbio está fixado.

3.4 – A ESCOLHA DA META

Uma das dificuldades para a implementação de meta inflacionária consiste na escolha de uma meta ótima que seja capaz de minimizar os possíveis efeitos negativos sobre o produto. Na verdade, não existe um consenso entre os economistas quanto ao nível de inflação mais adequado a melhor performance da economia. Alguns sugerem uma meta igual a zero enquanto outros são a favor de uma inflação positiva, porém baixa. Esses últimos alegam que uma inflação baixa não gera problemas de expectativas quanto ao comportamento da taxa de inflação ou problemas de credibilidade para o BC. Portanto, é preferível adotar uma meta positiva a, uma nula, já que, no longo prazo, essa pode provocar uma pressão permanente sobre o aumento da taxa *natural* de desemprego, reduzir a flexibilidade dos salários reais e a eficiência alocativa do trabalho além de desencadear problemas de natureza recessiva sobre a economia, como pro exemplo uma deflação capaz de interferir no funcionamento do mercado financeiro. O fato é que, a utilização do regime

de metas tem efeitos tanto sobre a inflação como sobre o lado real da economia (MENDONÇA, 2001).

Metas em torno de 2%⁷ tem sido buscada por economias industrializadas que já tenham alcançado a inflação de um dígito. Mesmo para aquelas economias que ainda não alcançaram esse patamar, é desejável buscar taxas de inflação cada vez menores, dados os custos alocativos e as perdas de crescimento econômico associadas às taxas elevadas.

Nesse capítulo o leitor pôde conhecer as características do regime de metas inflacionárias, regime monetário adotado no Brasil desde junho de 1999, quando o regime cambial, implementado desde julho de 1994, foi abandonado por não haver mais condições de sustentabilidade.

De posse desse conhecimento o leitor pode, então, passar ao capítulo seguinte que trata da análise do comportamento do Balanço de Pagamentos e dos índices de preços, com destaque para o IPCA.

⁷ Por exemplo: Austrália, 2% a 3%; Canadá, 1% a 3%; Finlândia, 2%; Nova Zelândia, 0 a 3%; e Reino Unido, 2,5% ou menos.

CAPÍTULO 4

UMA ANÁLISE DO BALANÇO DE PAGAMENTOS

O Plano Real, lançado em julho de 1994, foi bem sucedida na estabilização da inflação, conseguindo reduzir rapidamente as taxas inflação brasileira. Mas, com a crise cambial e com a formação de expectativas desfavoráveis ao equilíbrio do Balanço de Pagamentos, que acarretaram fortes pressões sobre as reservas internacionais e perda expressiva de divisas, em janeiro de 1999, o BC permitiu a flutuação da taxa de câmbio, abandonando definitivamente o câmbio como âncora nominal no combate à inflação. Para não permitir que a inflação fugisse do controle do Governo e evitar a formação de expectativas desfavoráveis quanto ao comportamento da economia, em junho do mesmo ano, o BC anunciou a adoção do regime de metas inflacionárias para orientar a formulação e a execução da política monetária, no qual a âncora nominal é a própria taxa de inflação.

O sistema de metas para a inflação, instituído no Brasil pelo decreto n.º 3.088, de 21 de junho de 1999, caracterizou-se pelo estabelecimento formal de metas e intervalos de tolerância para as taxas de inflação, em horizonte de tempo determinado, cabendo à autoridade monetária executar as políticas necessárias ao cumprimento das metas estabelecidas para o período. Com a adoção dessa sistemática, foram definidas as metas para a inflação, tendo como referência as variações anuais do IPCA. Para 1999, 2000, 2001 e 2002 as metas foram fixadas em 8%, 6%, 4% e 3,5%, respectivamente, admitindo-se desvios de dois pontos percentuais.

A principal variável de ajuste dessa política é a taxa de juros de curto prazo, no Brasil a taxa Selic, taxa de juros básica da economia. Se a previsão indica que a meta de inflação pode não ser atingida, o BC altera a taxa Selic, para cima se a previsão indica que taxa de inflação ficará acima da meta ou para baixo se a sinalização for de taxas de inflação abaixo da meta.

Até o início de março de 1999, a taxa Selic era estabelecida diariamente pelo mercado interbancário a partir da faixa de flutuação da taxa de juros fixada pelo COPOM em cada reunião. Mas, no primeiro trimestre desse ano, por conta de crise cambial, houve

uma reestruturação das regras operacionais da política monetária - as taxas básicas de juros de mercado passaram a ser ajustadas por meio de intervenções consistentes com a meta anunciada pelo COPOM.

Tabela 4.1 - Taxa de Juros Selic (1999-mar.2001)

Período	1999	2000	2001
Janeiro	31,19	18,94	15,49
Fevereiro	38,97	18,87	15,19
Março	43,25	18,85	15,39
Abril	36,12	18,62	
Maió	27,11	18,51	
Junho	22,01	18,04	
Julho	20,74	16,85	
Agosto	19,51	16,52	
Setembro	19,38	16,56	
Outubro	18,91	16,60	
Novembro	18,95	16,51	
Dezembro	18,99	16,19	

Fonte : Banco Central do Brasil – Relatório trimestral, fev.2000 e mai.20.01.

O aumento dessa taxa, nos primeiros meses de 1999, objetivou elevar o custo de oportunidade do posicionamento em moeda estrangeira e reduzir a volatilidade da taxa de câmbio, de forma a reverter as expectativas de trajetória ascendente da inflação. A partir de março evidenciou-se tendência de queda, dado que as taxas de câmbio e de inflação foram menores que as esperadas. No segundo semestre, houve continuidade dessa tendência, embora em velocidade menor que a registrada no segundo trimestre do ano e isso foi possível por causa do esforço de ajustamento de desequilíbrios fiscais e cambiais. Um fator que contribuiu para que a taxa de juros não fosse reduzida no período de outubro de 1999 a março de 2000, quando ela situava-se em torno de 19%, foi a tendência à elevação das taxas de juros nos países desenvolvidos e dos preços internacionais do petróleo.

A partir do segundo semestre de 2000, as taxas voltaram a cair, dada a inexistência de pressões sobre o nível de preços, mas de forma lenta ainda devido a eminente elevação das taxas de juros nos Estados Unidos. O quarto trimestre de 2000 foi caracterizado pelo crescimento do produto, sem pressões de demanda ou restrições setoriais de oferta que pudessem elevar o nível de preços, desviando-o das metas estabelecidas. Isso foi resultante de fatores internos (política fiscal contracionista, política de alongamento do perfil da dívida mobiliária federal) e externos (não havia expectativas de reduções imediatas nos juros americanos, houve redução nos preços internacionais do petróleo, houve o aporte de

capitais externo suficiente para financiar o saldo de transações correntes do Balanço de Pagamentos e foi anunciado o programa de assistência financeira à Argentina). Esses mesmos condicionantes se verificaram no início de 2001, mas a incerteza quanto ao comportamento da conjuntura externa inibiram a continuidade das reduções na taxa.

4.1 - BALANÇO DE PAGAMENTOS

Nessa seção é apresentado o comportamento do Balanço de Pagamentos de 1999 ao primeiro bimestre de 2001. O objetivo é verificar como o mesmo se comportou após a mudança do regime cambial e a implementação da meta inflacionária.

Tabela 4.2 - Balanço de Pagamentos

Discriminação	US\$ milhões					
	1998			1999		
	1º Sem	2º Sem	Ano	1º Sem	2º Sem	Ano
Balanço Comercial	-1 840	-4 754	-6 593	-619	-589	-1 207
Exportações	25 982	25 158	51 140	22 451	25 560	48 011
Importações	27 821	29 912	57 733	23 070	26 149	49 219
Serviços (líquidos)	-12 424	-16 377	-28 801	-12 684	-12 523	-25 207
Juros	-5 214	-6 734	-11 948	-7 706	-7 457	-15 164
Outros Serviços ^{1/}	-7 210	-9 643	-16 853	-4 977	-5 066	-10 043
Transferência unilaterais	875	903	1 778	1 090	951	2 040
Transações correntes	-13 388	-20 227	-33 616	-12 213	-12 161	-24 374
Capital	36 900	-16 236	20 664	1 314	10 734	12 048
Investimentos líquidos ^{2/}	16 010	4 612	20 622	13 981	16 169	30 150
Emprês. e financ. à médio e longo prazos	27 824	5 247	33 072	-6 740	1 071	-5 669
Capitais de curto prazo	-6 460	-24 711	-31 171	-4 639	-5 225	-9 864
Outros capitais	-475	-1 385	-1 859	-1 288	-1 280	-2 569
Erros e omissões	-4 725	392	-4333	-437	2 023	1 586
Resultado	18 786	-36 072	-17 285	-11 336	596	-10 740
Financiamento	-18 786	36 072	17 285	11 336	-596	10 740

Fonte: Boletim Anual do BACEN, 1999.

1/ Inclui lucros reinvestidos.

2/ Inclui reinvestimentos.

Após a alteração cambial, as expectativas eram de superávit comercial em 1999, mas o comportamento desfavorável dos preços das principais mercadorias de exportação

associado à retração da demanda internacional, e à elevação no preço do petróleo, a partir do segundo semestre, contribuíram para que isso não ocorresse.

As exportações de 1999 foram 6,1% menores que as de 1998, dado que a redução de 12,8% nos preços foi maior que o aumento no quantum, 7,7%. Os índices de preços das exportações de produtos básicos, manufaturados e semimanufaturados reduziram-se em 16,1%, 10,8% e 15,7%, respectivamente. Efeitos esses atenuados pelas variações positivas de 8,7%, 16,8% e 4,3% nos *quantums* exportados das três categorias respectivamente.

Tabela 4.3 -Exportações brasileira – FOB

US\$ milhões

Discriminação	1998	1999
Total	51 140	48 011
Básicos	12 976	11 828
Industrializados	37 507	35 312
Semimanufaturados	8 120	7 981
Manufaturados	29 387	27 330
Transações especiais	656	872

Fonte: Boletim Anual do BACEN, 1999.

Tabela 4.4 - Índice de preço e *quantum* de exportações

Variação % sobre mesmo período do ano anterior

Discriminação	1998		1999	
	Preços	Quantum	Preços	Quantum
Total	-6,8	3,5	-12,8	7,7
Básicos	-16,1	6,7	-16,1	8,7
Semimanufaturados	-7,7	3,6	-15,7	16,8
Manufaturados	-1,4	2,0	-10,8	4,3

Fonte: Boletim Anual do BACEN, 1999.

As importações também diminuíram, 17,1% no primeiro semestre em resposta a desvalorização, e 14,7% no restante do ano, totalizando queda de 14,8% em 1999, relativamente a 1998, reflexo da queda de 15,0% na quantidade importada. Os bens de consumo foram os mais atingidos pela desvalorização cambial e pela retração da demanda doméstica, por serem menos essenciais e mais facilmente substituíveis por similares nacionais. Os bens de consumo duráveis foram os que mais contribuíram para esse

resultado, com redução de 49,7% na quantidade exportada e de 2,3% nos preços; os não duráveis apresentaram retração de 22,6% no quantum e de 4,6% nos preços. As importações de matérias primas foram 10,3% menores (redução de 8,4% no *quantum* e de 1,6% nos preços). Os bens de capital, apesar de não serem de fácil substituição por produtos nacionais e apresentar maior defasagem à alteração do regime cambial, ficou em terceiro lugar entre as importações que apresentaram maior retração no *quantum*.

Tabela 4.5 - Importações brasileira – FOB

US\$ milhões

Discriminação	1998	1999
Total	57 733	49 219
Bens de consumo	10 712	7 356
Duráveis	5 242	3 182
Não-duráveis	5 470	4 174
Matérias-primas	26 813	24 051
Combustíveis e lubrificantes	4 107	4 257
Bens de capital	16 101	13 555

Fonte: Boletim Anual do BACEN, 1999.

Tabela 4.6 - Índice de preço e *quantum* de importações

Variação % sobre mesmo período do ano anterior

Discriminação	1998		1999	
	Preços	Quantum	Preços	Quantum
Total	-5,3	1,8	0,3	-15,0
Bens de capital	0,3	-2,9	1,2	-20,0
Bens intermediários	-4,9	5,0	-1,6	-8,4
Bens de consumo duráveis	3,0	-4,3	-2,3	-49,7
Bens de consumo não-duráveis	2,4	0,4	-4,6	-22,6
Combustíveis e lubrificantes	-31,9	2,3	20,6	-7,5

Fonte: Boletim Anual do BACEN, 1999.

A crise econômica internacional reduziu o intercâmbio comercial com os principais parceiros comerciais em 1999, com destaque para os países da América Latina. Apesar disso houve melhora no Balanço Comercial, com redução no déficit de US\$ 6,5 bilhões em 1998 para US\$ 1,2 bilhões em 1999. Observando-se a tabela 4.7, é possível verificar que esse comportamento é explicado pela redução mais acentuada nas importações da maioria

dos blocos econômicos, com exceção da Opep – devido a elevação nas cotações do petróleo.

Tabela 4.7 - Intercâmbio comercial do Brasil – FOB

US\$ milhões

Discriminação	1998			1999		
	Exportação	Importação	Saldo	Exportação	Importação	Saldo
Total	51 140	57 733	-6 593	48 011	49 219	-1 207
Aladi ^{1/}	12 620	11 601	1 019	9 958	8 475	1 482
Mercosul	8 878	9 424	-546	6 778	6 721	57
Argentina	6 748	8 031	-1 283	5 364	5 814	-450
Outros ^{2/}	2 130	1 392	737	1 414	907	507
Demais ^{3/}	2 026	1 800	227	1 964	1 335	630
União Européia	14 748	16 850	-2 102	13 736	14 984	-1 248
Europa Central e do Leste ^{4/}	1 163	808	354	1 175	704	471
Ásia ^{5/}	5 369	7 682	-2 313	5 511	6 281	-769
EUA ^{6/}	9 872	13 695	-3 824	10 849	11 872	-1 024
Opep	2 752	3 151	-399	2 374	3 764	-1 391
Outros	4 615	3 945	671	4 409	3 138	1 271

Fonte: Boletim Anual do BACEN, 1999.

1/ Venezuela incluída na Opep.

2/ Paraguai e Uruguai.

3/ Chile e México.

4/ Albânia, Bulgária, Hungria, Polónia, República Eslovaca, República Tcheca, Roménia e países da ex-União Soviética.

5/ Exclui Oriente Médio e Indonésia incluída na Opep.

6/ Inclui Porto Rico.

No Balanço de Serviços também houve redução no déficit, resultado da diminuição nas despesas com viagens ao exterior (devido ao aumento nos custos em reais), de menores despesas líquidas com transportes, 14% (devido a redução de gastos com viagens internacionais, que resultaram em queda de 30,6% nas aquisições de passagens aéreas, e a retração de importações de bens, implicando em diminuição de 14,8% em pagamentos de fretes) e do menor envio de lucros e dividendos, -43,5%. Esse resultado mais que compensou o aumento nas remessas de juros.

Os gastos líquidos com serviços diversos relativos a fatores de produção diminuíram 32,2%. Houve aumento nas receitas, que concentrou-se em lucros com transações mercantis, e reduções nas despesas, que se distribuíram em vários itens, destacando-se aquelas relativas a comissões contratuais, fornecimento de tecnologia e aquisições de programas de computador.

Tabela 4.8 - Serviços

US\$ milhões

Discriminação	1998			1999		
	Receitas	Despesas	Saldo	Receitas	Despesas	Saldo
Total	13 220	42 021	-28 801	12 020	37 227	-25 207
Viagens internacionais	1 586	5 732	-4 146	1 623	3 059	-1 437
Turismo	1 550	5 491	-3 941	1 588	2 852	-1 263
Outras	35	240	-205	35	208	-173
Transportes	1 863	5 124	-3261	1 685	4 489	-2 804
Fretes	473	2 138	-1665	444	1 822	-1 379
Demais	1 390	2 986	-1 596	1 242	2 667	-1 425
Seguros	390	309	81	165	292	-127
Renda de capitais	4 382	23 635	-19 253	3 708	22 930	-19 222
Juros	3 895	15 843	-11 948	2 230	17 394	-15 164
Lucros e dividendos	488	7 669	-7 181	1 478	5 536	-4 058
Lucros reinvestidos	...	124	-124
Governamentais	548	933	-385	308	802	-494
Diversos	4 451	6 288	-1 837	4 530	5 654	-1 124

Fonte: Boletim Anual do BACEN, 1999.

Tabela 4.9 - Serviços diversos

Discriminação	1998			1999		
	Receitas	Despesas	Saldo	Receitas	Despesas	Saldo
Relativos a fatores de produção	3 957	5 536	-1 579	4 127	5 197	-1 071
Não relativos a fatores de produção	494	752	-258	403	457	-54
Total	4 451	6 288	-1 837	4 530	5 654	-1 124

Fonte: Boletim Anual do BACEN, 1999.

As receitas de transferências unilaterais líquidas foram 14,7% maiores do que em 1998, em função do aumento de 5,2% de transferências estrangeiras ao país e redução de 33,2% das transferências de residentes ao exterior.

A mudança de política cambial e a retração da atividade econômica, em 1999, não alteraram a trajetória dos investimentos de risco de longo prazo no país. Os investimentos estrangeiros diretos líquidos totalizaram US\$ 30 bilhões, suficiente para financiar o déficit em transações correntes. Desse total, apenas US\$ 8,8 bilhões foram relativos a investimentos de privatizações e concessões públicas, revelando autonomia dos investimentos diretos relativamente ao processo de privatização. Os investimentos estrangeiros em carteira apresentaram captação líquida de US\$ 1,5 bilhões em 1999. Os

desinvestimentos em ações, expressivo em dezembro de 1998 e em janeiro de 1999, diminuíram logo após a desvalorização. Os investimentos no exterior foram 59,7% menores do que em 1998, consequência da redução de investimentos diretos, 58,1%, devido a queda de 54% em investimentos líquidos em subsidiárias e de 76,1% em investimentos em participações no exterior.

Tabela 4.10 - Investimentos diretos

Discriminação	US\$ milhões					
	1998			1999		
	1º Semestre	2º Semestre	Ano	1º Semestre	2º Semestre	Ano
Estrangeiro	8 303	17 569	25 871	12 934	17 063	29 996
Ingressos	9 379	19 101	28 480	13 870	17 528	31 397
Saídas	1 076	1 533	2 609	936	465	1 401
Brasileiros	-467	-2 254	-2 721	-458	-683	-1 141
Ingressos	77	76	153	200	117	318
Saídas	544	2 330	2 874	658	801	1 459

Fonte: Boletim Anual do BACEN, 1999.

Tabela 4.11 - Investimentos em carteira

Discriminação	US\$ milhões					
	1998			1999		
	1º Semestre	2º Semestre	Ano	1º Semestre	2º Semestre	Ano
Estrangeiros	8 251	-10 103	-1 851	1 163	359	1 522
Brasileiros	-77	-600	-677	342	-569	-227

Fonte: Boletim Anual do BACEN, 1999.

Verificou-se também uma redução nos empréstimos e financiamentos à médio e longo prazos e uma redução nas saídas de capitais de curto prazo. As amortizações de financiamentos de médio e longo prazos somaram US\$ 21,4 bilhões. Os pagamentos a organismos internacionais aumentaram US\$ 779 milhões, contribuindo para o aumento do total de amortizações. Os pagamentos às agências governamentais registraram diminuição de US\$ 108 milhões e somaram US\$ 2 bilhões.

Pode-se verificar um melhor comportamento do Balanço de Pagamento em 1999, quando comparado a 1998, em virtude de uma melhora nos saldos comercial e de serviço, o que caracterizou uma menor necessidade de financiamento externo.

O desempenho do Balanço de Pagamentos em 2000 apresentou melhores resultados trimestrais, quando comparados a 1998. Também não se registraram pressões adicionais, já que, relativamente a 1999, o saldo anual em transações correntes apresentou redução, os investimentos estrangeiros diretos aumentaram, os empréstimos de médio e longo prazos apresentaram maiores taxas de rolagem e as emissões de bônus da República alongaram o perfil de vencimento da dívida externa, sem que houvesse elevação nos custos. Tudo isso contribuiu para a redução da necessidade de financiamento do Balanço de Pagamentos.

Tabela 4.12 - Saldo do Balanço de Pagamento

US\$ milhões

1999				2000			
I Trî	II Trî	III Trî	IV Trî	I Trî	II Trî	III Trî	IV Trî
-10 456	-898	1 226	-630	3 148	-595	4 008	1 501

Banco Central do Brasil: Dados e Estatísticas – Boletim do BCB, Histórico Quadros Estatísticos, fev.2000 e mar.2001

O resultado das transações correntes melhorou no ano de 2000 porque a redução no déficit comercial foi maior que o aumento no déficit do Balanço de Serviços. O resultado do Balanço Comercial deveu-se ao crescimento de 14,8% nas exportações e de 13,8% nas importações. Essa melhor evolução das exportações foi decorrente, em grande parte, da recuperação das vendas para os principais parceiros comerciais, embora o crescimento tenha sido menor que o esperado. O resultado no Balanço de Serviços foi devido a maiores pagamentos de serviços não fatores. O déficit em transações correntes anual, totalizou US\$ 24,6 bilhões, US\$ 800 milhões a menos que registrado em 1999.

Durante todo o ano, as exportações apresentaram comportamento mais favorável do que em 1999. As vendas de produtos industrializados comandaram o crescimento das exportações brasileiras, resultado do crescimento no *quantum* exportado de manufaturados e nos preços dos semimanufaturados, devido ao crescimento da demanda por matérias primas em resposta ao desempenho da economia mundial. Mas, o ritmo de expansão das exportações foi, de fato, ditado pelas quantidades embarcadas dos produtos manufaturados e básicos, produtos beneficiados pela elevação de sua competitividade e pela recuperação da economia mundial, em particular a América Latina.

Tabela 4.13 - Transações correntes

Discriminação	US\$ bilhões	
	1999	2000
	Ano	Ano
Transações correntes	-25,4	-24,6
Balanço comercial	-1,3	-0,7
Exportações	48,0	55,1
Importações	49,3	55,8
Serviços	-7,0	-7,5
Transporte	-3,1	-3,3
Viagens internacionais	-1,5	-2,1
Computação e informações	-1,0	-1,1
Aluguel de equipamentos	-0,6	-1,2
Demais	-0,8	0,1
Rendas	-18,8	-17,9
Juros	-14,9	-14,6
Lucros e dividendos ^{1/}	-4,1	-3,3
Salários e ordenados	0,1	0,1
Transferências correntes	1,7	1,5

Fonte: BACEN –Relatório trimestral, mar.2001.

Tabela 4.14 - Exportações por fator agregado (FOB)

Variação % sobre mesmo período do ano anterior

Discriminação	2000				1999	
	Jan-Fev	Jan-Mai	Jan-Ago	Jan-Nov	Jan-Ago	Jan-Nov
Básicos	0,5	3,5	9,0	8,0	-13,4	-10,4
Industrializados	28,1	22,1	22,3	19,1	-11,1	-7,4
Semimanufaturados	22,1	11,9	11,5	8,8	-8,5	-4,5
Manufaturados ^{1/}	30,0	25,0	25,4	22,0	-11,8	-8,2
Total	21,9	17,4	18,9	16,4	-11,7	-8,2

Fonte: BACEN – Boletim trimestral, mar.2000, jul.2000, set.2000 e dez.2000..

1/ Inclui operações especiais.

As contrações de 4,3% e 5,1% no *quantum* dos semimanufaturados, nos acumulados janeiro-julho e janeiro-outubro, foram resultantes da diminuição nas quantidades embarcadas de açúcar, em cenário de expansão do consumo interno e redução nas vendas (devido à quebra na safra brasileira da cana-de-açúcar, em virtude da seca ocorrida no Centro-Sul do país) e da menor venda externa de óleo de soja bruto, dada a menor demandas mundial.

Tabela 4.15 - Índices de preço e *quantum* de Exportação (FOB) - 2000

Variação % sobre o mesmo período do ano anterior

Discriminação	Janeiro – Abril		Janeiro – Julho		Janeiro – Outubro	
	Preço	Quantum	Preço	Quantum	Preço	Quantum
Básicos	-6,6	10,7	-3,5	9,0	-2,5	9,5
Semimanufaturados	10,0	3,5	13,9	-4,3	13,8	-5,1
Manufaturados	-3,9	29,1	-1,3	24,9	-1,0	21,3
Total	-1,6	19,2	1,2	15,1	2,7	13,3

Fonte: BACEN – Boletim trimestral, jun.2000, set.2000 e dez.2000.

Os preços das exportações reduziram-se 1,6%, de janeiro a abril, como resultado da redução dos preços dos básicos e manufaturados, mas apresentou crescimentos de 1,2% e 2,7%, nos acumulados janeiro-julho e janeiro-outubro, respectivamente, graças ao aumento nos preços dos semimanufaturados e ao melhor comportamento dos preços dos outros dois grupos. A desvalorização das moedas europeias frente ao dólar norte-americano dificultou a recuperação dos preços dos produtos básicos, fazendo com que a recuperação dos preços das principais mercadorias de exportação ocorresse de forma lenta. Quanto aos preços dos manufaturados, cujo declínio em 1999 esteve associado à deterioração da situação econômica de vários países da América Latina, observou-se desaceleração em sua trajetória de queda a partir do último trimestre de 1999.

A recuperação das vendas para importantes mercados consumidores contribuiu positivamente para a evolução favorável do fluxo de exportação. No acumulado janeiro-novembro, ocorreu crescimento das exportações para os principais países e blocos econômicos, com exceção da África e do Oriente Médio. Para a Aladi, a expansão foi de 24,4%, devido ao crescimento das exportações de produtos industrializados, principalmente do setor automotivo e de aparelhos transmissores e receptores, além de minério de ferro. Os EUA também adquiriram produtos industrializados, com destaque para aviões, calçados, aparelhos transmissores e receptores, semimanufaturados de ferro e aço e celulose. Para a União Européia e para a Ásia, destacaram-se as vendas de produtos básicos (soja, minério de ferro, café e carne bovina e de frango) e alguns produtos semimanufaturados (semimanufaturados de ferro e aço, celulose, couro e peles e madeira compensada) também apresentaram significativo incremento.

Tabela 4.16 – Intercâmbio comercial do Brasil (FOB) – Jan - Nov

US\$ milhões

Discriminação	Exportações			Importações			Saldo	
	1999	2000	Var. %	1999	2000	Var. %	1999	2000
Total	43.338	50.427	16,4	44.798	50.863	13,5	-1.460	-436
Aladi	9.444	11.748	24,4	6.474	10.738	26,7	970	1.010
EUA ^{1/}	9.799	11.673	19,1	10.846	11.882	9,6	-1.047	-209
UE	12.482	13.738	10,1	13.744	12.777	-7,	-1.263	961
Europa Oriental ^{2/}	996	879	-11,8	618	1.069	73,0	378	-190
Ásia	5.261	5.779	9,8	5.904	7.874	33,4	-643	-2.095
Demais blocos	5.357	6.611	23,4	5.213	6.522	25,1	145	88

Fonte: BACEN – Relatório trimestral, dez.2000.

1/ Inclui Porto Rico

2/ Albânia, Bulgária, Hungria, Polónia, República Eslovaca, República Tcheco, Roménia e países da ex-União Soviética.

Tabela 4.17 - Importações por categoria de uso (FOB)

US\$ milhões

Discriminação	Jan – Fev			Janeiro – Maio			Janeiro – Novembro		
	1999	2000	Var %	1999	2000	Var %	1999	2000	Var %
Bens de Consumo	1.072	990	-7,7	2.989	2.712	-9,3	6.698	6.673	-0,4
Duráveis	445	390	12,5	1.327	1.171	-11,8	2.893	3.082	60,5
Não-duráveis	626	600	-4,2	1.662	1.541	-7,3	3.805	3.591	-5,6
Matérias-primas	3.308	4.033	21,9	8.875	10.865	22,4	21.975	26.136	18,9
Combustíveis e lubrificantes	382	683	78,9	1.400	2.095	49,6	3.788	5.855	54,6
Bens de Capital	2.048	1.886	-7,9	5.349	5.020	-6,1	12.337	12.200	-1,1
Total	6.809	7.592	11,5	18.613	20.691	11,2	44.798	50.863	13,5

Fonte: BACEN – Boletim trimestral, mar.2000 e jun.2000 e dez.2000.

Tabela 4.18 - Índice de preço e *quantum* de importação (FOB) – 2000

Varição % sobre o mesmo período do ano anterior

Discriminação	Janeiro – Abril		Janeiro – Julho		Janeiro – Outubro	
	Preço	Quantum	Preço	Quantum	Preço	Quantum
B. Consumo Duráveis	-7,1	-32,7	-5,9	-18,8	-5,8	0,1
B. Não-duráveis	-13,2	-1,9	-10,2	-2,3	-10,1	0,9
Mat. Prim. e interm.	-10,5	31,7	-9,3	31,5	-8,5	28,9
Comb. e lubrificantes	134,8	-20,3	103,2	-15,9	80,9	-8,3
Bens de Capital	-4,8	-7,2	-2,3	-11,5	-1,1	-5,7
Total	-0,5	1,0,4	0,2	10,8	0,4	13,1

Fonte: BACEN – Boletim trimestral, jul.2000, set.2000 e dez.2000.

As importações, durante o ano 2000, foram impulsionadas pelas compras de matérias primas e combustíveis e lubrificante. A elevação nas importações de combustíveis e lubrificantes foi associada à majoração nos preços do petróleo no mercado internacional (sustentado pelos baixos níveis de estoque na Europa e nos EUA), dado que o *quantum* apresentou variação negativa ao longo do ano. O crescimento das importações de matérias primas, por sua vez, foi determinado pelo *quantum*, reflexo da maior demanda da indústria doméstica, cuja produção foi dinamizada também pelo crescimento das exportações de produtos manufaturados (eletroeletrônicos e material de transporte, em que certas componentes são importados para facilitar a sua reposição nos países de destino). Embora o nível da produção industrial tenha se situado em patamar elevado, comparado a 1999, a quantidade importada de matérias-primas e bens intermediários não atingiu o nível alcançado em 1998, sinalizando a intensificação do processo de substituição de importações. Nos últimos meses do ano também se verificou crescimento significativo das importações de bens de consumo duráveis. As importações de bens de capital apresentaram variações negativas no *quantum* e nos preços, resultado da desvalorização das moedas européias frente ao dólar, dada a importância da região no fornecimento desses produtos.

Tabela 4.19 - Serviços

Discriminação	US\$ bilhões						
	2000					1999	
	Jan-Fev	Jan-Mai	Jan-Jul	Jan-Nov	I Sem	I Sem	Jan-Nov
Total	-2,4	-10,1	-14,7	-23,2	-13,1	-12,0	-22,4
Juros	-1,6	-6,3	-8,9	-14,0	-7,8	-7,8	-13,7
Lucros e div.	-0,1	-1,4	-2,0	-3,1	-2,0	-2,4	-3,1
Transportes	-0,4	-1,2	-1,8	-3,0	-1,5	-1,3	-2,8
Viagens Intern.	-0,2	-0,6	-1,1	-1,9	-0,8	-0,6	-1,3
Serviços diversos	-0,1	-0,5	-0,8	-0,7	-0,6	-0,6	-1,1
Demais ^{1/}	0,0	-0,1	-0,2	-0,4	-0,2	-0,3	-0,5

Fonte: BACEN – Boletim trimestral, mar.2000, jul.2000, set.2000 e dez.2000.

1/ Inclui lucros reinvestidos

O Balanço de serviços apresentou déficits durante todo o ano, principalmente por conta das despesas com juros. O aumento nas despesas ocorreu em serviços não relativos a fatores de produção, em especial viagens internacionais e transportes, cuja demanda foi impulsionada pelo aumento da atividade econômica no País. Os serviços relativos a fatores

de produção mantiveram-se praticamente inalterados, com o aumento no pagamento de juros tendo sido compensado pela redução em remessas líquidas de lucros e dividendos. As despesas com serviços diversos relativos a fatores de produção apresentaram crescimento ao longo do ano, comportamento que refletiu a baixa sensibilidade do item à variação de preços ocorrida em 1999, uma vez que a aquisição de tais serviços (assistência técnica, fornecimento de tecnologia e compras de programas de computadores) foram estimuladas pelos novos investimentos estrangeiros e pela modernização da economia.

Como no ano anterior, o ingresso de investimentos estrangeiros diretos foi suficiente para financiar o déficit em transações correntes, enquanto os ingressos relativos às privatizações mantiveram sua reduzida participação nessa modalidade de capital. A média mensal de investimentos estrangeiros diretos, registrada nos cinco primeiros meses de 2000 reduziu-se em relação a do mesmo período de 1999 devido à diminuição nos ingressos vinculados à privatizações. Até novembro de 2000, essa modalidade de capital proporcionou ingresso líquidos de US\$ 28,3 bilhões, superando o déficit em transações correntes do período, US\$ 22 bilhões. Excluindo os recursos destinados às privatizações, os investimentos diretos atingiram US\$ 21,5 bilhões, financiando quase a totalidade do déficit em conta corrente. Líquida de privatização, a média mensal dos investimentos, US\$ 2 bilhões, superou em 17,5% a média de igual período de 1999. Os investimentos em carteira acumularam US\$ 2,3 bilhões de ingressos líquidos até novembro, mas desde setembro apresentou saída média de US\$ 202 milhões mensais.

Os empréstimos de médio e longo prazos também se destacaram como importante fonte de financiamento, além do que eles apresentaram melhores taxas de rolagem e diversificação nas formas de captação, com destaque para as operações com Bônus da República. Mas, os custos de captação permaneceram altos, refletindo o processo de alta das taxas de juros internacionais.

Também houve alongamento dos vencimentos em relação a 1999, o que reduziu as pressões sobre os compromissos externos do país. Os prazos médios de vencimento alcançaram 26,1 anos em 2000, ante 6 anos em 1999. Até novembro, os lançamentos de bônus da República somaram US\$ 11,4 bilhões, dos quais US\$ 6,1 bilhões emitidos por troca de bônus da dívida externa reestruturada, sem falar que as amortizações foram menores em 2000

Quanto aos capitais de curto prazo, os empréstimos a residentes acumularam desembolsos líquidos de US\$ 2,3 bilhões, até novembro, traduzindo a maior disponibilidade de crédito em 2000, na medida em que o saldo de empréstimos de curto prazo em 1999 foi praticamente nulo.

Tabela 4.20 - Usos e fontes de recursos externos

US\$ bilhões

Discriminação	2000			
	Jan-Fev	Jan-Mai	Jan-Jul	Jan-Nov
Usos	-7,0	-19,5	-28,6	-47,1
Transações correntes	-2,2	-8,8	-12,7	-22,0
Amortizações	-4,8	-10,7	-15,9	-25,2
Empréstimos	-2,1	-4,2	-7,3	-11,8
Público	-0,1	-0,6	-1,6	---
Privado	-2,0	-3,5	-5,7	---
Financiamentos	-2,7	-6,5	-8,6	-13,4
Públicos	-0,3	-0,9	-1,4	---
Privados	-2,4	-5,7	-7,1	---
Fontes	7,0	19,5	28,6	47,1
Investimentos diretos ^{1/}	4,9	9,7	17,8	**28,3
Investimentos em carteira	-0,1	-0,1	1,8	2,3
Financiamento de importações	1,6	5,3	7,3	10,4
Empréstimos de longo prazo	4,5	9,1	13,5	22,4
Capitais de curto prazo (líquido)	-0,7	---	---	---
Demais ^{2/}	-0,9	* -3,0	* -8,0	* -8,3
Var. de reservas (=aumento)	-2,3	-3,0	-3,8	-8,7
Reservas líquidas	26,1	26,5	27,3	31,6
Operações de regulamentação	0,0	-10,3	-10,3	-10,3
Liquidez internacional	38,3	28,6	29,2-	32,5

Fonte: BACEN - Boletim trimestral, Jun.2000, set.2000, dez.2000 e mar.2001.

1/ Inclui reinvestimentos

2/ Inclui investimentos brasileiros no exterior, constituição de colateral, financiamentos brasileiros ao exterior, outros capitais, erros e omissões e obrigações do Banco Central.

* Inclui capitais de curto prazo

** Não inclui refinanciamentos

--- Dados não disponíveis

Embora em 2000, o Balanço de Pagamentos tenha apresentado melhor resultado que em 1999, ele ainda é muito dependente da disponibilidade de capitais externos e não se tem feito praticamente nada para se reverter essa situação.

O Balanço Comercial, no primeiro bimestre de 2000, registrou um déficit de US\$ 399 milhões, maior que o de 2000. Esse resultado decorreu de um déficit de US\$ 479 milhões em janeiro e de um superávit de US\$ 80 milhões em fevereiro, o primeiro desde agosto de 2000.

Tabela 4.21 - Balanço Comercial (FOB)

		US\$ milhões			
Período		Exportações	Importações	Saldo	Corrente de comércio
Jan. – Fev..	2001	8.621	9.020	-399	17.641
	2000	7.576	7.616	-40	15.192
Variação %		13,8	18,4		16,1

Fonte: BACEN - Relatório trimestral, mar.2001.

Tabela 4.22 - Exportações por fator agregado (FOB)

Discriminação	US\$ milhões					
	Janeiro – Fevereiro					
	Acumulado			Média diária		
	2000	2001	Var %	2000	2001	Var %
Básicos	1.415	1.851	30,8	33,7	46,3	37,4
Industrializados	6.001	6.346	5,7	142,9	158,6	11,0
Semimanufaturados	1.402	1.452	3,5	33,4	36,3	8,7
Manufaturados ^{1/}	4.599	4.894	6,4	109,5	122,3	11,7
Operações especiais	160	424	164,9	3,8	10,6	178,1
Total	7.576	8.621	13,8	180,4	215,5	19,5

Fonte: BACEN - Relatório trimestral, mar.2000.

1/ Inclui operações especiais.

As exportações cresceram 13,8%, com destaque para produtos básicos, crescimento de 30,8%. O crescimento da média diária das exportações atingiu 19,5% devido a expansão de 37,4% nas vendas dos produtos básicos e de 11% nas exportações dos produtos industrializados, principalmente manufaturados (as vendas de automóveis para passageiros cresceram em média 53,6%, e as de óleo combustíveis, 526%). Considerando-se os principais mercados de destino, destacaram-se os crescimentos de 14,5%, 7% e de 3,5% nas exportações destinadas aos EUA, União Européia e Aladi, respectivamente.

Tabela 4.23 – Intercâmbio comercial do Brasil (FOB) – Jan - Fev

US\$ milhões

Discriminação	Exportações			Importações			Saldo	
	2000	2001	Var. %	2000	2001	Var. %	2000	2001
Total	7.576	8.621	13,8	7.616	9.020	18,4	-40	-399
Aladi	1.715	1.775	3,5	1.528	1.739	13,8	186	36
EUA ^{1/}	1.964	2.249	14,5	1.849	2.062	11,5	115	187
UE	2.023	2.164	7,0	2.090	2.341	12,0	-67	-177
Europa Oriental ^{2/}	163	218	33,3	141	136	-3,0	23	81
Ásia	857	896	4,6	1.082	1.535	41,9	-225	-638
Demais blocos	855	1.318	54,2	827	1.207	30,2	-72	111

Fonte: BACEN – Relatório trimestral, mar.2001.

1/ Inclui Porto Rico

2/ Albânia, Bulgária, Hungria, Polónia, República Eslovaca, República Tcheca, Romênia e países da ex-União Soviética.

Tabela 4.24 - Importações por categoria de uso (FOB)

US\$ milhões

Discriminação	Janeiro – Fevereiro					
	Acumulado			Média diária		
	2000	2001	Var %	2000	2001	Var %
Bens de Consumo	986	1.108	12,4	23,5	27,7	18,0
Duráveis	386	562	45,6	9,2	14,0	52,9
Automóveis	76	223	193,6	1,8	5,6	208,3
Não-duráveis	600	546	-9,0	14,3	13,7	-4,4
Matérias-primas	4.060	4.519	11,3	96,7	113,0	16,9
Combustíveis	683	965	41,3	16,3	24,1	48,3
Petróleo	377	467	23,9	9,0	11,7	30,1
Demais	306	498	62,6	7,3	12,5	70,7
Bens de Capital	1.887	2.428	28,7	44,9	60,7	35,1
Total	7.616	9.020	18,4	181,3	225,5	24,4

Fonte: BACEN – Relatório trimestral, mar.2001.

As importações cresceram 18,4%, mantendo o mesmo ritmo observado no segundo semestre de 2000, determinado pelos mesmos fatores. Adicionalmente, os preços do petróleo não cederam no período, contribuindo para elevação de 41,3% nos gastos com combustíveis e lubrificantes. A média diária das importações, 24,4%, foi bem maior que a das exportações, sinalizando uma tendência a piora no saldo do Balanço Comercial.

O Balanço de serviços, no primeiro bimestre de 2001, apresentou déficit superior ao registrado em 2000, resultado do aumento de US\$ 276 milhões nas despesas líquidas.

Verificou-se aumento tanto nos gastos com serviços fatores quanto com serviços não-fatores. O expressivo aumento nas remessas líquidas de renda ao exterior, US\$ 1,2 bilhões, não foi interpretado como reversão no padrão de comportamento, já que esteve associado a antecipação no pagamento de juros.

Tabela 4.25 - Transações correntes

Discriminação	US\$ bilhões	
	2000	2001
	Janeiro - Fevereiro	Janeiro - Fevereiro
Transações correntes	-2,1	-4,0
Balanço comercial	0,0	-0,4
Exportações	7,6	8,6
Importações	7,6	9,0
Serviços	-0,8	-1,1
Transporte	-0,4	-0,5
Viagens internacionais	-0,2	-0,3
Computação e informações	-0,2	-0,2
Aluguel de equipamentos	-0,1	-0,3
Demais	0,1	0,1
Rendas	-1,5	-2,7
Juros	-1,5	-2,0
Lucros e dividendos ^{1/}	-0,1	-0,7
Salários e ordenados	0,0	0,0
Transferências correntes	0,2	0,2

Fonte: BACEN - Relatório trimestral, mar.2001.

As transações correntes acumularam déficit de US\$ 4 bilhões, aumento de US\$ 1,8 bilhões em comparação ao relativo ao mesmo período de 2000. A necessidade de financiamento externo acumulada em doze meses até fevereiro de 2001 totalizou 0,5% do PIB, redução de 0,11 ponto percentual ante a taxa relativa ao mesmo mês do ano anterior.

A conta financeira registrou ingresso líquido de US\$ 3,6 bilhões nos dois primeiros meses de 2001, representando declínio de US\$ 1,8 bilhões ante o ocorrido no mesmo período de 2000. Os investimentos estrangeiros diretos totalizaram US\$ 2,6 bilhões, frente aos US\$ 4,2 bilhões no mesmo período de 2000. Esse resultado decorreu da retração de US\$ 2,5 bilhões nos ingressos destinados a aquisições de participação em empresas brasileiras, compensada, em parte, pelo aumento de US\$ 442 milhões em empréstimos

inter-companhias líquidos. Os investimentos em carteira cresceram US\$ 595 milhões. As aplicações de recursos no exterior por brasileiros voltaram a crescer no primeiro bimestre de 2001, implicando saídas líquidas de US\$ 327 milhões, aumento esse compensado, parcialmente, pela redução de US\$ 358 milhões no retorno para o exterior de recursos aplicados no país.

Tabela 4.26 - Conta financeira – Janeiro – Fevereiro

Discriminação	US\$ bilhões	
	2000	2001
Conta financeira	5,5	3,6
Investimentos diretos	4,2	2,6
Investimentos em carteira	1,8	2,3
Derivativos	0,0	0,0
Outros investimentos	-0,4	-0,9

Fonte: BACEN – Relatório trimestral, mar.2001.

No primeiro bimestre de 2001, houve piora nas constas externas, com aumento no déficit das transações corrente, devido deterioração do saldo do Balanço Comercial e elevação no déficit do Balanço de Serviço, caracterizado por maiores envios de renda ao exterior. Também se verificou uma maior dificuldade na captação de recursos externos, dos quais o Brasil depende para fechar o Balanço de Pagamentos.

Verificou-se que não houve mudança significativa no comportamento do Balanço de Pagamentos após a implementação do regime de metas inflacionárias. Esse pode ter contribuído para que os resultados não fossem piores, mas o país ainda é dependente dos capitais externos e o Balanço Comercial não tem conseguido amenizar a necessidade de financiamento externo.

CAPÍTULO 5

UMA ANÁLISE DOS ÍNDICES DE PREÇOS

A partir de 1994, com a implementação do Plano Real, houve uma modificação no comportamento do nível de preços. Entre junho e julho do referido ano, o IPCA reduziu-se de 47,43% para 6,84%, uma variação de 86% em apenas um mês. Mais significativa foi a variação anual entre 1994 e 1995, quando o índice passou de 2075,89% para 66,01%, redução de 97% (os demais índices apresentaram comportamento semelhante). Desde então as taxas de inflação mantiveram-se baixas. Nesse capítulo, observa-se o comportamento dos índices de preços de janeiro de 1999 a maio de 2001, como destaque para o IPCA, objetivando-se verificar se houve alguma mudança no comportamentos das taxas de inflação com a nova política monetária.

Tabela 5.1 – Variação do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA)

1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
1 431,35	2 947,68	432,79	951,96	1 927,36	2 075,89	66,01	15,75	6,93	3,20	4,86

Fonte: Boletim mensal do Banco Central do Brasil

Um fator relevante na implantação do regime de metas para a inflação é a definição do índice de preços no qual a meta é baseada. No Brasil, o IPCA, calculado pelo IBGE, foi o escolhido pelo Conselho Monetário Nacional (CMN). Apurado desde 1980, esse índice abrange nove regiões metropolitanas, o município de Goiânia e o Distrito Federal, tendo como população-objetivo famílias com renda de 1 a 40 salários mínimos.

5.1 – UMA IDÉIA GERAL DO COMPORTAMENTO DOS PREÇOS

A trajetória descendente da inflação, observada ao longo de 1998, alterou-se no início de 1999, devido à desvalorização cambial. Seus efeitos foram mais intensos em fevereiro, sobretudo sobre os preços no atacado, por causa da maior participação de

produtos importados. O comportamento da taxa de câmbio e episódios de âmbito institucional, como as Comissões Parlamentares de Inquérito do Sistema Financeiro e do Poder Judiciário, também contribuíram para a deterioração das expectativas relacionadas à evolução da economia e ao comportamento dos preços nos meses seguintes.

A partir do segundo trimestre, houve redução nas taxas mensais dos índices de preços, resposta ao esgotamento dos efeitos da desvalorização cambial. Esses efeitos foram menores devido ao comportamento da demanda, que não permitiu o repasse total do aumento nos preços para o atacado. As mudanças na condução da política monetária, com fixação de meta para a taxa Selic, que passaram a declinar a partir de março, e o melhor comportamento do câmbio também contribuíram para esse resultado. No fim do primeiro semestre e início do segundo, a inflação voltou a apresentar tendência crescente devido ao reajuste das tarifas públicas e a elevação nos preços dos combustíveis, dos medicamentos e dos produtos agrícolas, em decorrência da entressafra.

No terceiro trimestre, o comportamento dos índices de preços foi influenciado pelos aumentos nos preços dos bens e serviços administrados, tarifas de energia elétrica e de telefonia fixa, serviços que, em 1999, situaram-se significativamente acima das variações dos índices de preços ao consumidor. Os preços dos combustíveis foram novamente majorados, devido efeito desvalorização e a contínua elevação das cotações internacionais do petróleo. De modo indireto, o óleo diesel também influenciou os indicadores de preços ao consumidos, ao pressionar os custos com transportes urbanos. Essa trajetória ascendente da inflação manteve-se em outubro e em novembro, em consequência do aumento dos preços dos produtos agrícolas, reflexo da redução de sua oferta (provocada pela sazonalidade desfavorável da entressafra), do aumento no volume de sas exportações e do baixo nível de seus estoques. Em outubro e novembro, como no terceiro trimestre, os fatores inflacionários adversos foram predominantemente localizados e transitórios, especialmente no que se refere aos preços agrícolas. Inclusive, o encarecimento dos produtos agrícolas, característico nos últimos meses do ano, fez-se sentir de forma intensa em 1999. No último trimestre do ano, cerca de um terço das variações dos índices de preços por atacado e em torno da metade das relativas aos índices de preços ao consumidor deveram-se às altas nos preços de produtos agropecuários.

Apesar dos fatores adversos, a evolução dos preços em 1999 não comprometeu o programa de estabilização. As taxas de inflação situaram-se em patamares inferiores às previsões. Também não se concretizaram as expectativas de aumentos generalizados nos preços, decorrentes do efeito câmbio, e o retorno do processo de reindexação. Esse comportamento foi atribuído às restrições da demanda, causadas pela redução do emprego e dos rendimentos reais, que não sancionaram a propagação dos efeitos da desvalorização cambial e provocaram a continuidade do arrefecimento dos preços dos produtos e serviços não-comercializáveis com o exterior. Esse fato foi determinante para conter a aceleração do ritmo inflacionário, especialmente no âmbito dos preços ao consumidor (a inflação medida por esses indicadores situou-se significativamente abaixo da aferida pelos índices de preços no atacado). Além disso, o gerenciamento de expectativas via política monetária e o cumprimento de metas para o desempenho fiscal foram importantes para amenizar o quadro desfavorável que se formou no início de 1999.

O arrefecimento do ritmo inflacionário, iniciado em dezembro, intensificou-se nos dois primeiros meses de 2000, favorecido pela safra recorde de grãos e pela redução da sazonalidade nos preços dos artigos de vestuário. A evolução dos preços, verificada no primeiro trimestre de ano, estendeu-se nos meses seguintes, em razão dos mesmos condicionantes, que contribuíram para que os impactos do reajuste dos combustíveis e do salário mínimo não alterassem o ritmo da inflação.

O comportamento dos preços no primeiro semestre de 2000 não se verificou nos meses seguintes. Para a maior parte dos índices de preços ao consumidor, as taxas observadas em julho superaram a inflação acumulada no primeiro semestre, como consequência de pressões que, embora temporárias, ainda persistiram em agosto. A entressafra agrícola, agravada nesse ano por condições climáticas adversas, e os reajustes dos preços administrados foram os fatores que determinaram o ritmo da inflação no período. Os aumentos das taxas de inflação associadas aos principais índices de preços estiveram condicionadas a choques de oferta em setores localizados, consistindo em determinantes temporários. Também não se verificou tendência de crescimento generalizado de preços, revelando adequação entre demanda e oferta agregadas. Por outro lado, as taxas de inflação mostraram expressivo arrefecimento no trimestre encerrado em novembro. Além do esgotamento dos efeitos dos reajustes dos preços administrados,

ocorridos em julho e agosto, o comportamento dos preços agrícolas, favorecido pela antecipação das chuvas do ano, contribuiu para a queda da inflação. Os novos reajustes dos preços administrados, concedidos durante novembro, influenciaram tanto a inflação desse mês quanto a taxa de inflação de dezembro.

O comportamento da inflação em 2000 refletiu as acentuadas elevações dos preços dos bens administrados e a evolução favorável dos preços dos alimentos, especialmente no primeiro semestre. No início do segundo semestre, os índices de preços apresentaram sensível elevação, reflexo da entressafra agrícola (pressões sazonais dos alimentos *in natura*) e da elevação dos preços dos combustíveis, absorvidos até o final do terceiro trimestre. As taxas de inflação voltaram a crescer no último mês desse ano, evidenciando, principalmente, as pressões decorrentes dos novos aumentos de preços administrados, sobretudo do reajuste dos combustíveis. Apesar da aceleração em dezembro, as variações anuais situaram-se abaixo das expectativas, devido, em parte, ao recuo dos preços dos alimentos no segmento varejista.

Nos dois primeiros meses de 2001, os índices de preços foram influenciados principalmente por fatores sazonais – entressafra e aumento dos gastos com mensalidades escolares – bem como pelos reajustes dos preços de transportes públicos, no âmbito dos governos municipais. Os índices de inflação de março a maio refletiram a variação dos preços dos alimentos, impactados por fatores como a entressafra, dificuldades climáticas e expansão da demanda externa de carnes. Destacaram-se, ainda, os reajustes nas tarifas de energia em capitais importantes no cálculo dos índices.

5.2 – ÍNDICE DE PREÇOS AO CONSUMIDOR AMPLIADO (IPCA)

Nos primeiro trimestre de 1999, o comportamento do IPCA é explicado pela mudança do regime cambial e pelas expectativas desfavoráveis que se formaram a partir de janeiro. O bom comportamento desse, nos meses de abril e maio, é explicado principalmente pela redução nos preços do grupo alimentação e bebidas e pela desaceleração nos preços de aparelhos eletroeletrônicos, veículos, mobiliário, artigos de limpeza, higiene e beleza e de vestuários. Isso contribuiu para que os preços dos bens comercializáveis mantivessem variações reduzidas. Os preços dos bens não

comercializáveis apresentaram variações negativas principalmente devido a diminuição nos preços dos alimentos *in natura*, dos aluguéis e dos serviços médicos e pessoais.

Tabela 5.2 - Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA)

Descrição	1999											
	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez
Mês	0,7	1,1	1,1	0,6	0,5	0,2	1,1	0,6	0,3	1,2	0,9	0,6
Acumulado no ano (anualizado)	8,7	11,0	12,0	10,7	9,3	8,1	8,9	8,6	8,1	8,8	9,1	8,9
12 meses	1,6	2,2	3,0	3,3	3,1	3,3	4,6	5,7	6,3	7,5	8,6	8,9

Fonte: Banco Central do Brasil – Relatórios trimestrais: set.19.99, dez.1999 e mar.2000.

A pressão altista nos meses de junho e julho de 1999 adveio dos produtos e serviços com preços administrados. Resultado dos reajustes autorizados para combustíveis e para serviços públicos, cujos impactos se deram com maior intensidade em julho. Em movimento contrário, os preços do grupo alimentação e bebidas permaneceram em queda por quatro meses até julho, o que, acrescido à desaceleração nos preços de aparelhos eletroeletrônicos, veículos, mobiliário, artigos de limpeza, higiene e beleza e de vestuário permitiu que os preços dos bens comercializáveis mantivessem variações reduzidas, não obstante os aumentos verificados nos custos de medicamentos. As variações negativas nos preços dos produtos não-comercializáveis podem ser explicadas, principalmente, pela diminuição dos preços dos alimentos *in natura*, dos aluguéis e dos serviços médicos e pessoais.

Em outubro desse mesmo ano, a aceleração desse índice deveu-se, sobretudo, às altas nos preços dos alimentos industrializados (açúcar, panificados, cereais e carnes) e dos automóveis novos. Esse impacto contribuiu também para a maior variação dos preços dos bens comercializáveis. As quedas nos preços dos alimentos *in natura*, dos aluguéis e dos serviços pessoais contribuíram para a manutenção das baixas variações nos preços dos bens e serviços não-comercializáveis. Em novembro, o IPCA foi impactado principalmente pelas altas nos preços da gasolina e do álcool.

O IPCA registrou taxa de 8,94% em 1999, ante 1,65% em 1998. Além dos fatores que determinaram o comportamento dos preços, já mencionados, deve-se considerar o impacto decorrente do encarecimento de 22,79% dos automóveis novos, com o término do acordo automotivo no fim de setembro. Em função desse aumento e dos reajuste de 52,23%

da gasolina e de 37,25% do álcool, o item transportes acumulou a maior alta, 20,73%. No item alimentação e bebidas, o crescimento foi de 8,2% e em comunicação, 9,61%, devido aos reajustes de telefonia fixa. No item saúde e cuidado pessoais, houve variações positivas de 8,76% nos preços, devido aos aumentos nos custos dos remédios, produtos farmacêuticos e planos de saúde. A elevação de 8,08% nos artigos de residência é explicada, principalmente, pelos preços dos produtos eletroeletrônicos. Houve comportamento favorável dos grupos habitações, 6,27%, vestuários, 4,17%, educação, 4,16%, e despesas pessoais, 2,8%, que agrupam maior número de itens não influenciáveis por variações cambiais.

Tabela 5.3 - Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA)

Descrição	2000											
	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez
Mês	0,6	0,1	0,2	0,4	0,0	0,2	1,6	1,3	1,2	0,1	0,3	0,6
Acumulado no ano (anualizado)	7,7	4,6	3,9	4,2	3,4	3,3	5,7	7,0	6,5	6,1	5,9	6,0
12 meses	8,9	7,9	6,9	6,8	6,5	6,5	7,1	7,9	7,8	6,7	6,0	6,0

Fonte: Banco Central do Brasil - Relatórios trimestrais: jun2000, set.2000, dez.2000 e mar.2001.

No primeiro bimestre de 2000, a evolução do IPCA esteve associada, principalmente, a queda dos preços dos gêneros alimentícios, embora em janeiro esses tenham sido pressionados pela elevação dos preços dos produtos *in natura*. O índice foi influenciado também pelo aumento sazonal nas despesas educacionais e pela elevação das tarifas de telefonia fixa em São Paulo. Em fevereiro, a desaceleração do índice deveu-se à queda generalizada nos preços dos alimentos, aliada a retração dos custos do vestuário, à estabilidade das despesas habitacionais e ao esgotamento das pressões dos grupos educação e comunicação. A trajetória dos componentes do IPCA, nesse bimestre, evidenciou o comportamento mais favorável dos preços dos bens comercializáveis, relativamente ao dos não-comercializáveis e a variação negativa dos preços administrados, em fevereiro, originou-se, principalmente, da queda dos preços dos combustíveis.

Entre março e maio de 2000, o comportamento do IPCA foi influenciado pela oferta de produtos *in natura*, dada a regularidade climática do período, e de produtos semielaborados, como proteína animal e cereais. Além disso, a menor oscilação dos preços

dos artigos de vestuário, entre as liquidações dos artigos de verão e os lançamentos de inverno, contribuíram para a trajetória declinante dos bens comercializáveis, em contrapartida ao aumento dos preços dos combustíveis, em março, e do reajuste do salário mínimo em abril. O IPCA por razões metodológicas é mais sensível a variações no salário mínimo, sendo entre os índices de preços ao consumidor o que apresentou a maior variação, 0,4%, ante 0,1% e 0,2% do IPC-Fipe e do IPC-Br, respectivamente.

Os gêneros alimentícios e os itens administrados foram os principais determinantes da evolução do IPCA nos meses de julho e agosto. Os preços dos alimentos mostraram em julho elevação que se acentuou em agosto, sobretudo em função dos efeitos da geada sobre os preços dos legumes, hortaliças e verduras, raízes e tubérculos. Além disso, o agravamento da estiagem ocasionou aumento nos preços, superiores aos esperados para o período, em itens relevantes na composição do índice, como leite e seus derivados e carnes. Em agosto, mantiveram-se os efeitos da menor oferta de produtos agrícolas, com os gastos com alimentação expandindo-se. Quanto aos itens administrados, em julho houve reajuste das tarifas de telefonia fixa e aumento nos preços dos combustíveis e das tarifas de energia elétrica em São Paulo e Curitiba. Os preços dos produtos administrados apresentaram os maiores crescimentos em julho e agosto, dada a concentração de reajustes nesta época do ano. Os bens comercializáveis também mostraram elevação mais acentuada nesses dois meses devido, principalmente, aos aumentos decorrentes da entressafra agrícola. A evolução dos preços no grupo alimentação e nos itens administrados foi responsável por 88% da taxa de 2,94% acumulada pelo IPCA no bimestre julho-agosto. Os preços administrados é o componente com maior participação relativa no cálculo do IPCA, razão pela qual qualquer variação naquele tem forte influência nesse.

A evolução dos preços dos gêneros alimentícios, ao longo do segundo semestre de 2000, caracterizou a influência do setor agrícola sobre o comportamento da inflação no período. O item alimentação e bebidas, segmento com maior participação no grupo dos bens comercializáveis, registrou variação média de 2,48% no bimestre julho-agosto e de 0,21% no trimestre encerrado em novembro, com destaque para as quedas dos preços de cereais e leguminosas. Os itens administrados evoluíram de forma semelhante, registrando taxas médias de 3,5%, no período julho-agosto, e de 0,3%, nos três meses subseqüentes. As despesas com transportes, refletindo os reajustes de combustíveis, e com habitação,

influenciada pelos reajustes de energia elétrica, foram os principais responsáveis pelo comportamento dos preços administrados. Esse grupo apresentou alta em novembro, em virtude dos aumentos dos preços da gasolina e do álcool e dos reajustes nas tarifas de ônibus urbanos.

Em dezembro de 2000, a contribuição dos preços administrados para a taxa do IPCA atingiu 0,6%, superando a própria variação do índice, 0,59%. No ano, eles foram responsáveis por cerca de 58% da variação do IPCA, equivalente a 3,46 pontos percentuais. Contribuíram para essa variação o comportamento dos preços dos combustíveis, das tarifas de ônibus urbanos, de telefonia fixa e de energia elétrica. Mesmo registrando aceleração no último mês do ano, o IPCA acumulou variação de 5,9% em 2000, percentual inferior ao apontado pelo mercado em novembro, 6,07%, e ao estabelecido pelo regime de metas para a inflação para o ano.

Tabela 5.4 - Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA)

Descrição	2001				
	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai
Mês	0,6	0,5	0,4	0,6	0,4
Acumulado no ano (anualizado)	7,1	6,4	5,8	6,1	5,9
12 meses	5,9	6,3	6,4	6,6	7,0

Fonte: Banco Central do Brasil – Relatórios trimestrais: jun2001.

No início de 2001, o comportamento do índice foi influenciado por fatores sazonais, registrando-se taxas de variação de 0,57% em janeiro e de 0,46% em fevereiro. Nesses meses houve aumento nos preços administrado, decorrente de reajustes nas tarifas de energia elétrica e de ônibus urbanos, além dos gastos com educação, que subiram 1,41%, ante 0,21% em dezembro de 2000. No mês de fevereiro, o item educação registrou alta de 2,88%, os aumentos dos preços de remédio, 1,77%, e dos transportes públicos, 1,64%.

No segundo bimestre, a elevação nos preços dos alimentos foi provocada pela estiagem e pela entressafra. No cálculo do IPCA, esse impacto sobre os preços de produtos agrícolas relevantes na composição do índice respondeu por cerca de 70% das variações registradas em março e abril de 2001. O grupo Alimentação e Bebidas contribuiu com 0,26 pontos percentuais da variação de 0,38% do índice em março e de 0,4 pontos percentuais da elevação de 0,58% em abril. Além desses focos de pressão, houve impactos adicionais dos

reajustes das tarifas de energia elétrica em Belo Horizonte, Porto Alegre, Recife, Fortaleza e Salvador. Movimento inverso foi provocado pelo preço da gasolina, redução de, 1,73%. O aumento da oferta de produtos *in natura* provocou a reversão na tendência de elevação do IPCA, reduzindo a contribuição do grupo Alimentação e Bebidas na variação do índice em maio, comparativamente a março e abril. Assim, nos primeiros cinco meses do ano o IPCA acumulou variação de 2,4%, patamar superior ao ocorrido em igual período de 2000, 1,42%.

A participação dos preços administrados, que chegou a quase 36% na variação do IPCA no primeiro bimestre do ano, manteve-se abaixo de um quarto desse percentual na variação acumulada de março a maio. Em 30 de março e ao longo do mês de abril, registraram-se os reajustes de energia elétrica, com impacto de 0,14 pontos percentuais nesses dois meses. Em sentido oposto e proporcionando impacto em magnitude similar, houve redução no preço da gasolina

Comparando-se os cinco primeiros meses de 2001 aos de 2000, verifica-se taxas de inflação mais elevadas, o que pode refletir alguma expectativa negativa quanto ao comportamento da economia argentina e seus efeitos sobre a economia brasileira, principalmente sobre o Balanço de Pagamentos e o nível de atividade.

A mediana das expectativas da taxa de inflação para 2001, medida pelo IPCA, evidenciou pequeno movimento de queda no primeiro trimestre, variando entre 4,3% e 4,24%, mas a partir do terceiro decênio de março, houve reversão na trajetória, atingindo 5,3% a.a.. Para o ano de 2002, a mediana das expectativas elevou-se de 3,66% a.a., na pesquisa realizada em 20 de março, para 3,81% a.a., na pesquisa de 5 de junho.

As taxas de inflação no Brasil vêm apresentando comportamento favorável desde a implementação do Plano Real. Mesmo após o fim da âncora cambial, as taxas médias mensais de inflação têm se mantidas em patamares reduzidos principalmente devido a conjuntura econômica, caracterizada pelos níveis reduzidos de demanda agregada associada às altas taxas de desemprego e aos reduzidos níveis de rendimentos, associada à intervenção do BC. Além disso, o crescimento do produto vem ocorrendo sem evidenciar pressões sobre os preços, dada o nível de capacidade ociosa e o ganho de produtividade, embora pequeno. Por outro lado, a evolução do crédito, bem como o comportamento da taxa de câmbio, enquanto componente de custos da produção, têm adquirido maior

relevância. Em relação ao comportamento do preço dos combustíveis, um dos itens de maior peso na composição do IPCA, a partir de fevereiro as cotações internacionais do petróleo voltaram a apresentar acentuada volatilidade, podendo continuar sendo um importante fator de variação do índice.

Ao longo dos anos de 1999 e 2000 e primeiros meses de 2001, a inflação foi condicionada por fatores sazonais e choques externos. Não se verificou mudança no comportamento dos índices de preços, traçado desde o Plano Real, podendo-se concluir que a atual política monetária contribuiu não só para a manutenção das taxas em níveis reduzidos, mas também tem permitido sua redução.

CONCLUSÃO

Em 1999, o PIB brasileiro cresceu 1% devido as conturbações provocadas pela crise cambial no início do ano, que tiveram reflexo sobre a economia no decorrer de todo o período. A economia funcionou com um nível de capacidade ociosa em torno de 20%. O fraco desempenho da economia também foi explicado pelo comportamento da demanda agregada, que foi fortemente influenciada pelo alto nível de desemprego e o baixo nível de salários e rendimentos, sem falar nas elevadas taxas de juros que inibiram os investimentos. Esses fatores também foram importantes para a manutenção dos níveis das taxas de inflação, uma vez que nem a oferta nem a demanda agregada constituíram-se como elementos causadores de variações nos preços.

O comportamento do déficit público também corroborou para que a meta inflacionária de 1999, 8%, fosse alcançada. O governo federal apresentou em 1999, superávit primário de R\$ 21,5 bilhões no conceito “acima da linha”. Como proporção do PIB, o superávit do governo central elevou-se de 0,6%, em 1998, para 2,1% em 1999, evolução consistente com o empenho do governo federal em cumprir as metas de desempenho fiscal. As receitas cresceram 14,8%, comparativamente às de 1998, e as despesas foram equivalentes a 18,7% do PIB, com crescimento nominal de 5,9% em relação aos dispêndios efetuados em 1998.

Em 2000, o PIB a preços de mercado cresceu 4,2%. Essa taxa confirmou a recuperação do nível de atividade associada a menores taxas de juros, comparativamente a 1999. O resultado decorreu do crescimento em todos os setores, principalmente na indústria, que apresentou crescimento negativo em 1999. Também se verificou uma recuperação, embora pequena, dos indicadores de salários e rendimentos, que associada ao comportamento das taxas de juros e ao crescimento econômico no decorrer do ano, constituíram fatores de estímulo à demanda, mas essa não se configurou como fonte de pressão inflacionária, dado que a mesma ainda se encontrou em nível significativamente baixo. Do lado da oferta, verificou-se ainda nível significativo de capacidade ociosa e uma retomada dos investimentos, principalmente na indústria.

Quanto à política fiscal, no período 1999-2000, os superávits primários evitaram que o crescimento da relação dívida/PIB fosse expressivo após a desvalorização e o aumento da taxa de juros em janeiro de 1999, assinalando-se a contribuição dos resultados relativos às empresas estatais e governos regionais. Em 2000, a política de redução da taxa de juros e a relativa estabilidade da taxa de câmbio contribuíram para a redução das necessidades de financiamento, de 10,3% do PIB, em 1999, para 4,5% do PIB em 2000, e para a manutenção da relação dívida/PIB em 49,5%.

A política monetária tem dado continuidade ao modelo de desenvolvimento econômico baseado na maior participação do setor privado no dispêndio total. Nesse contexto, o papel dessa política tem sido o de dinamizar o mercado de crédito, reduzindo custos de captação do sistema financeiro e margens praticadas sobre os custos e exigindo o aprimoramento no gerenciamento de riscos na intermediação financeira.

Um fato que não pode ser ignorado é o montante da dívida pública brasileira, que vem crescendo de forma significativa desde a implementação do Plano Real devido às altas taxas de juros. Embora essas estejam em patamares menores ainda é significativamente alta, podendo comprometer a capacidade de financiamento da dívida. Como o Brasil não consegue financiar sua dívida através da emissão de títulos de longo prazo, esse constitui-se num dos principais possíveis problemas que pode comprometer o desempenho da política monetária, dado que qualquer crise externa deixa o País em situação difícil. A política adotada tem sido a redução dos déficits primários associada a captação de recursos externo.

Verificou-se que, após a implementação do regime de metas inflacionárias, não houve mudança significativa no comportamento do Balanço de Pagamentos, enquanto os índices de preços apresentaram trajetória decrescente, condicionada pelo propósito da política monetária. Entretanto o custo de tal política tem sido muito elevado, baixos níveis de crescimento econômico acompanhado de elevadas taxas de desemprego, e a estabilidade econômica, tão enfatizada pelos defensores do regime de metas inflacionárias, ainda não tem sido vislumbrada na economia brasileira.

O País é totalmente dependente do ingresso de capitais externos devido tanto ao comportamento do Balanço Comercial quanto do Balanço de Serviços, principalmente desse por conta do envio de rendas ao exterior. Logo a disponibilidade desses capitais tem sido um fator crucial ao desempenho da política monetária e apesar do Brasil ter, com a

BRASIL

implementação do regime de metas, modificado o perfil das expectativas quanto ao desempenho da economia, isso não se constituiu em fator determinante da captação de recursos externo. O fato é que o País tem conseguido fechar o Balanço de Pagamentos graças ao ingresso de capitais externos, principalmente sob a forma de investimentos diretos.

Embora tenha havido ganhos de competitividade das exportações brasileiras nos últimos anos e os produtos industrializados tenham significativa participação na pauta de exportações, ainda é necessário que a produção de bens incorpore tecnologias mais avançadas. O processo de substituição de importações ainda é limitado à produção de bens de consumo e bens intermediários, deixando o país totalmente dependente da importação de bens de capital, essenciais à ampliação da capacidade produtiva. Quanto ao Balanço de Serviços, o envio de juros tem sido o principal fator determinante dos déficits, situação que se agrava ainda mais com os níveis elevados da taxa de juros, que contribuem para o aumento da dívida pública e do pagamento de juros.

O pagamento do serviço da dívida pública é um dos principais problemas da economia brasileira, dado que o conjunto de políticas macroeconômicas tem sido utilizado principalmente para evitar qualquer crise financeira provocada por uma possível incapacidade do País em saldar suas obrigações com os credores. Tal fato provocaria ataques especulativos e geraria expectativas desfavoráveis ao desempenho da economia, provocando uma série de problemas, entre eles o aumento no nível de preços. Dessa forma, a política monetária torna-se limitada: embora seu objetivo, reduções nas taxas de inflação, venha sendo alcançado, ela não tem conseguido estabilizar a economia. Isso ocorre porque a economia brasileira, dependendo do comportamento do fluxo de capitais financeiros e do comportamento da economia mundial, encontra-se em situação eminente de desequilíbrio de suas contas externas.

BIBLIOGRAFIA

- ANDERSON, K & BERG, C. The inflation target in Sweden. In: Haldane, A. G. (ed.), **Targeting inflation**. Bank of England, 1995.
- ACKLEY, Gardner. **Macroeconomic Theory**. Collier. Macmillan Student Editions. New York, 1961.
- ALMONACID, Rubens D.; SCRIMINI, Gabriel A. Preços relativos e competitividade externa. **REVISTA DE ECONOMIA POLÍTICA**, São Paulo, v.17, n.2 (66), abr./jun. 1997.
- ARIDA, Pérsio (Org.). **Brasil, Argentina, Israel – inflação zero**. Rio de Janeiro: Editora Paz e Terra, 1986.
- AKHTAR, M. A. **Monetary Policy Goals and Central Bank Independence**. BNL Quarterly Review, n.195, p.434, December 1995.
- ASCHHEIM, J & TAVLAS, G. S. **Nominal anchors form monetary policy: a doctrinal analysis**. BNL Quarterly Review, n. 191, Dezembro 1994.
- BACHA, Edmar Lisboa. O fisco e a inflação: uma interpretação do caso brasileiro. **REVISTA DE ECONOMIA POLÍTICA**, São Paulo, v.14, n.1 (53), jan./mar. 1994.
- BARBOSA, Fernando de Holanda. Hiperinflação e estabilização. **REVISTA DE ECONOMIA POLITICA**, São Paulo, v.13, n.4 (52), out./dez. 1993.
- BARROS, José Mendonça de; GOLDENSTEIN, Lídia. Avaliação do Processo de Reestruturação Industrial Brasileiro. **REVISTA DE ECONOMIA POLÍTICA**, São Paulo, v.17, n.2 (66), abr./jun. 1997.
- BRAINARD, W. Uncertainty and the Effectiveness of Policy. **American Economic Review**, May 1967.
- BERNANKE, B.S. & MISHKIN F.S. Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy? **Journal of Economic Perspectives** - Vol. 11, N. 2 - Spring 1997.
- BRISCOE John. **Discourse on the Late Funds**. London, 1694.
- CANTILLON, Richard. **Ensayos sobre la Naturaleza del Comercio em Geral**. Fundo de Cultura Econômica. México, 1972.

- CARDOSO, Fernando Henrique, et. al. Plano Real. **REVISTA DE ECONOMIA POLÍTICA**, São Paulo, v.14, n.3 (55), jul./set. 1994.
- CARVALHO, F. **The Independence of Central Banks: a Critical Assesment of the Arguments**. *Journal of Post Keynesian Economics*, v.18, n. 2., p.172, Winter 1995-1996.
- A independência do Banco Central e a disciplina monetária: observações céticas. **REVISTA DE ECONOMIA POLÍTICA**, São Paulo, v. 15, n.4 (60), out/dez. 1995
- CUKIERMAN, A., WEBB,S., E NEYAPTY, B. **Measuring the Independence of Central Banks and Its Effects on Policy Outcomes**. *Word Bank Economic Review*, 6 (3), 1992.
- CUKIERMAN, A. **A Economia do Banco Central**. *Revista Brasileira de Economia*, Rio de Janeiro, 50(4), out./dez. 1996.
- FARHI, Maryse; CINTRA, Marcos Antonio Macedo. Convivendo com o Câmbio Flutuante. **REVISTA DE ECONOMIA POLÍTICA**, São Paulo, v.20, n.3 (79), jul./set. 2000.
- FRIEDMAN, Milton. The Effects of Full Employment Policy on Economic Stability. In: M. Friedman, **Essays in Positive Economics**. The University of Chicago Press. Chicago, 1953.
- The Demand for Money: Some Theoretical and Empirical Results. In: **The Journal of Political Economy**, v.67, n.4, August 1959.
- (1962). **Capitalismo e Liberdade. Os economistas**. 2. ed., p.54. São Paulo: Nova Cultural, 1985.
- The Role of Monetary Policy. In: **The American Economia Reviw**, v. 58, n.1, March 1968.
- GOMES, Clayton J. Monteiro. **Inflação: Teorias Gerais e Mensuração no Brasil**. Tese de Monografia – Faculdade de Economia do Ceará, jul. 2000.
- KEYNES, J. M.A. **The General Theory of Employment, Interest and Money**. Londres: Macmillan Press, 1936.
- LOPES, Francisco. **Choque heterodoxo – combate à inflação e reforma monetária**. 5. ed. Rio de Janeiro: Editora Campus Ltda., 1986.

- LUQUE, Carlos Antonio. - Observações sobre o processo inflacionário brasileiro: 1986-1991. **REVISTA DE ECONOMIA POLÍTICA**, São Paulo, v.13, n.2, abr-jun. 1993.
- MACHADO, Ana Flávia; MACLHADO, Danielle Carusi. Análise de dois setores no mercado de trabalho: efeitos do Plano Real. **REVISTA DE ECONOMIA POLÍTICA**, São Paulo, v.18, n.4 (72), out./dez. 1998.
- MARINHO, Henrique. **Política Monetária no Brasil – da teoria à prática**. 4^a ed. Rio de Janeiro: Editora Campus, 1986.
- MARTINS LOPES, Luiz (Org.). **Manual de Macroeconomia – Básico e intermediário**. 1^a ed. São Paulo: Editora Atlas S.A., 1998.
- McCALLUM, B. T. Two Fallacies Concerning Central Bank Independence. **The American Economic Review**, May 1995.
- McDonough, W.J. A Framework for the Pursuit of Price Stability. Federal Reserve Bank of New York - **Economic Policy Review**. V.3, N.3 August 1997.
- MENDONÇA, H. F. Críticas à Proposição de Independência do Banco Central. **ANAIS DA SEP**. Mar. 1999.
- A Medida do Grau de Independência do Banco Central: uma reflexão sobre sua fragilidade. **ANAIS DA SEP**. 1999.
- Metas de inflação: uma análise preliminar para o caso brasileiro. **ECONOMIA APLICADA**, v.5, n.1. 2001.
- MINEIRO, Adhelmar dos Santos (Org.). **Visões da Crise**. 1. ed. Rio de Janeiro: Editora Ltda, 1998.
- MISHKIN, F. & POSEN, A. Inflation targeting: lessons from four countries. **Economic Policy Review**, Federal Reserve Bank of New York, v.3, n.3, august 1997.
- MISHKIN, Frederic S. Inflation Targetin in emerging market countries. **NBER WORDING PAPER SERIES**, Boston Mass, mai. 2000. 12p. Disponível em: <http://www.nber.org/paper/w7618>. Acessado em 5 de fevereiro de 2000.
- MORIRA, Maurício Mesquita; CORREA, Paulo Guilherme. Abertura comercial e industrial: o que se pode esperar e o que se vem obtendo. **REVISTA DE ECONOMIA POLÍTICA**, São Paulo, v.17, n°2 (66), abr./jun. 1997.
- MUNDELL, R. The Monetary Dynamics of International Adjustment under Fixed and Flexible Exchange Rates. **Quaterly Journal of Economics**, may1960.

- MUTH, J. F. **Rational Expectations and the Theory of Price Movements**. Em: *Econometria*, v.29, July 1961.
- NEWCOMB, Simon. **Principles of Political Economy**. Harper and Row. New York, 1886.
- PEREIRA, Luiz Carlos Bresser. As três formas de desvalorização cambial. **REVISTA DE ECONOMIA POLÍTICA**, São Paulo, v.17, n.1 (65), jan./mar. 1997.
- PETTY, William. **The Quantulumcunque, a Tract Concerning Money**. London, 1682.
- POSEN, A. Declarations are Not Enough: Financial Sector Sources of Central Bank Independence. **NBER Macroeconomics Annual**, 1995.
- RANGEL, Iganácio. **A inflação Brasileira**. 4ª edição. Editora Brasileira S.C. São Paulo, 1981.
- REGO, José Márcio (Org.). **Aceleração Recente da inflação – a teoria da inflação inercial**. São Paulo: Editora Bional, 1989. 196p.
- RELATÓRIO TRIMESTRAL DE INFLAÇÃO**, de jun/1999 a jun/2001. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br>. Acessado em 04 de julho de 2001.
- RIGOLON, Francisco; GIAMBIAGI, Fábio. A Atuação do Banco Central em uma Economia Estabilizada: É Desejável Adotar Metas Inflacionárias no Brasil? **REVISTA DE ECONOMIA POLÍTICA**, São Paulo, v.19, n.3 (75), jul./set. 1999.
- SACHS, Jeffrey; ZINI JR., Álvaro. A inflação brasileira e o Plano Real. **REVISTA DE ECONOMIA POLÍTICA**, São Paulo, v.15, n.2 (58), abr./jun. 1995.
- SAMOHYL, Robert Wayne; MEURER, Roberto. Comportamento da base monetária e seus fatores condicionantes no Brasil no período de janeiro de 1992 a março de 1996. **REVISTA DE ECONOMIA POLÍTICA**, São Paulo, v.17, n.3 (67), jul./set. 1997.
- SANDRONI, Paulo (Org.). **Dicionário de Economia**. 5 ed., São Paul, Editora Best Seller, 1989.
- SERRANO, Franklin L. Peres. **Inflação e Desinflação Neutra**. Mimeo. Fundação UNESP, 1986.
- SICSÚ, João. A URV e sua função de alinhar preços relativos. **REVISTA DE ECONOMIA POLÍTICA**, São Paulo, v.16, n.2 (62), abr./jun. 1996.
- A Tese da Independência do Banco Central e a Estabilidade de Preços: Uma Aplicação do Método Cukierman à História do FED. **Estudos Econômicos**, v. 26, n.1, p.26, 1996.

----- O dólar na Argentina e a URV no Brasil: objetivos, funcionalidade e resultados obtidos. **REVISTA DE ECONOMIA POLÍTICA**, São Paulo, v.18, n.4 (72), out./dez. 1998.

SUNKEL, O. **El Transfondo Estructural de los Problemas del Desarrollo Latinoamericano**. Em *El Trimestre Económico*. V.34, n.1, jan.- mar. 1967.

TINBERGEN, J. **Economic Policy: Principles and Design**. 4^a ed., Amsterdam, North-Holland Publishing Company e Chicago, Rand McNally & Company, 1967.

VIANA, Pedro Jorge R. **Causas e Efeitos do Processo Inflacionário**. Projeto de Pesquisa n. 03101593. Relatório Final. Universidade Federal do Ceará, dez. 1998.