

UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ

NEWTON GRACIA DA SILVA

O PAPEL DA INCERTEZA NA POLÍTICA MONETÁRIA DO BRASIL DURANTE O
REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO

CURITIBA
2015

NEWTON GRACIA DA SILVA

**O PAPEL DA INCERTEZA NA POLÍTICA MONETÁRIA DO BRASIL DURANTE O
REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO**

Dissertação apresentada ao Curso de Pós-Graduação em Políticas Públicas, Área de Concentração em Economia Política do Estado Nacional e da Governança Global, Setor de Ciências Sociais Aplicadas, Universidade Federal do Paraná, como requisito parcial à obtenção do grau de Mestre.

Orientador: Professor Dr. Fabiano Dalto.

Co-Orientador: Professor Dr. Fábio Scatolin.

CURITIBA
2015

UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ. SISTEMA DE BIBLIOTECAS.
CATALOGAÇÃO NA FONTE

Silva, Newton Gracia da

O papel da incerteza na política monetária do Brasil durante o regime de metas de inflação / Newton Gracia da Silva. - 2015.

110 f.

Orientador: Fabiano Dalto.

Co-orientador: Fábio Scatolin.

Dissertação (mestrado) - Universidade Federal do Paraná, Setor de Ciências Sociais Aplicadas, Programa de Pós-Graduação em Políticas Públicas.

Defesa: Curitiba, 2015.

1. Política monetária - Brasil. 2. Metas de inflação. 3. Processo decisório. I. Dalto, Fabiano Abranches Silva. II. Scatolin, Fábio Dória. 1956-. III. Universidade Federal do Paraná. Setor de Ciências Sociais Aplicadas. Programa de Pós-Graduação em Políticas Públicas. IV. Título.

CDD 332.41

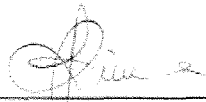
ATA

Os membros da Comissão Examinadora designados pelo Colegiado do PPPP – Programa de Pós-Graduação em Políticas Públicas da Universidade Federal do Paraná aprovaram a dissertação de Mestrado com o título "**O Papel da Incerteza na Política Monetária do Brasil durante o Regime de Metas de Inflação**", apresentada pelo mestrando **NEWTON GRACIA DA SILVA**, no dia 28 de abril de 2015.

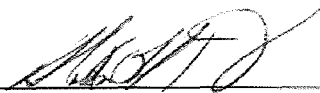
Curitiba, 28 de abril de 2015



Prof. Dr. Fabiano Abranches Silva Dalto
Presidente/Orientador/UFPR



Profª Drª Iara Vigo de Lima
Examinadora/UFPR



Prof. Dr. Alexandre Teatini Ottoni Salles
Examinador/UFES

AGRADECIMENTOS

Agradeço a Deus pela oportunidade de concluir este Mestrado.

Ao Professor Fabiano Abranches Silva Dalto, PhD. Pela sua orientação desde o inverno de 2008. Assim como, por sua amizade e incentivo ao meu desenvolvimento acadêmico, mesmo em tempos difíceis como 2013. Ademais, admiro e parablenizo a sua dedicação exclusiva à Universidade Federal do Paraná, comportamento raro na atualidade.

Ao Professor Fábio Dória Scatolin, PhD. Por me proporcionar uma intensa e repentina inserção no ofício da Economia em 2013. Uma experiência de vida desafiadora, porém, de aprendizado incomensurável. Ademais, pelo aceite da mudança de tema e orientação. O que lhe posicionou enquanto “co-orientador” de uma dissertação em política pública de moeda.

Aos meus pais, Maria Cristina Lagos de Gracia e Jorge Luiz Tinoco da Silva, pelo apoio e incentivo aos meus estudos desde o ensino fundamental até a graduação em Economia na Universidade Federal do Paraná. Aos meus avós pelo cuidado e atenção dispensados ao longo de minha vida.

Ao Professor Dr. Igor Zanoni Constant Carneiro Leão. Por seu incentivo à leitura dos clássicos da Ciência Econômica e Social como base para a formação de um economista e pesquisador. Mas, principalmente, por sua amizade fraterna.

À doutoranda Danielle Guizzo Archela, Me. Pela orientação acadêmica na fase final desta dissertação, assim como, pela sua amizade de longa data. Eximindo-a, naturalmente, de qualquer equívoco ou imprecisão no texto a seguir.

À todos que tornaram possível a organização da coletânea “A Nostalgia do Futuro: pensamento original e políticas públicas no Brasil”, publicada em dezembro de 2013, durante o meu curso de mestrado.

Enfim, registro o meu agradecimento aos seguintes amigos e colegas, cuja memória me permite lembrar: Thiago Quadros, André e Anderson Pressendo, Nelson Granato, Fátima Louro, Ronald Wegner, Felipe Huergo, Otávio Barancelli e Stéfanie Bilicki.

EPÍGRAFE

“O fato de que exista uma mensagem embutida em muitas teorias econômicas não implica a inexistência de uma ‘ciência econômica’, no sentido de um corpo sistemático de conhecimentos que nos arma para atuar mais eficazmente sobre a realidade”.

Celso Monteiro Furtado, 1982.

RESUMO

O presente trabalho tem o objetivo de analisar o papel da incerteza na elaboração da política de juros brasileira. A fim de conseguir isso, ele analisa o comportamento do Comitê de Política Monetária (Copom) através de várias ferramentas de comunicação, mas especialmente as suas atas de 1999 a 2013. Em primeiro lugar, discute-se o regime de metas inflacionárias e, especialmente, como as funções reação da política monetária funcionam enquanto mecanismo de decisão. Em segundo lugar, o trabalho aborda o tema da "política de juros e incerteza", mas, com foco em três categorias: incerteza paramétrica, modelo e global. Esta etapa é consideravelmente teórica e fornece subsídios para a análise posterior. Certamente, essa análise do processo decisório tem como objetivo compreender, mais detalhadamente, o papel da incerteza na política de juros do Brasil. Esta fase acessa diretamente a informação usada, critérios de decisão aplicados e os resultados expressos nas atas. Os resultados indicam que a incerteza levou a uma heurística responsável pela manutenção de altas taxas de juros após a implementação das "metas de inflação" no Brasil. No entanto, a mesma incerteza favorece decisões mais suaves, menos intensas e mais constantes ao longo do tempo. Isso significa que: sinalizando a incerteza na forma de uma comunicação constante, a prática de suavização pode levar a uma política monetária mais estável. Tal política permite uma maior autonomia da autoridade monetária para movimentos e decisões futuras.

Palavras chave: Política monetária, Incerteza, Processo decisório.

ABSTRACT

The present work has as its main objective to analyze the role of uncertainty in the Brazilian interest rate policy making. In order to accomplish this, it analyzes the behavior of the Monetary Policy Committee (Copom) through various communication tools, but specially its minutes from 1999 through 2010-2013. Firstly, it discusses the Inflation Targeting system and, specially, the monetary policy reaction functions as a decision mechanism. Secondly, it approaches the theme of Monetary Policy and the Uncertainty but, focusing on three uncertainty categories: parametric, model and global. This stage is highly theoretical and provides subsidies for later analysis. Certainly, this detailed analysis of the decision-making process aims to understand more closely the role of uncertainty in the interest rate policy of Brazil. This stage focuses on the information used, decision criteria applied and the results dispatched as it appears in the minutes. The results indicate that uncertainty led to a heuristic responsible for the maintenance of high interest rates after the implementation of 'inflation targeting' in Brazil. However, the same uncertainty favors a softer, less intense and more constant decisions over time. This means that, over time, signaling the uncertainty in the form of a constant communication and smoothing practice can lead to a more stable monetary policy. This allows for greater autonomy of the monetary authority for future movements and decisions.

Key-words: Monetary Policy, Uncertainty, Decision Making Process.

LISTA DE TABELAS

| | |
|--|----|
| TABELA 1 – AS METAS, A INFLAÇÃO E A TRAJETÓRIA DO CÂMBIO: 1999 a 2014..... | 17 |
| TABELA 2 – O MOVIMENTO DA POLÍTICA DE JUROS (1999-2013)..... | 53 |
| TABELA 3 – DURAÇÃO MÉDIA DA TAXA DE JUROS (1999-2013)..... | 53 |

LISTA DE FIGURAS

| | |
|--|----|
| FIGURA 1 – AS TRÊS DIMENSÕES DA INCERTEZA..... | 44 |
| FIGURA 2 – AS BASES DA DECISÃO NA POLÍTICA DE JUROS, ANO DE 1999.... | 61 |
| FIGURA 3 – AS BASES DA DECISÃO NA POLÍTICA DE JUROS, ANO DE 2000.... | 63 |
| FIGURA 4 – AS BASES DA DECISÃO NA POLÍTICA DE JUROS, ANO DE 2001.... | 65 |
| FIGURA 5 – AS BASES DA DECISÃO NA POLÍTICA DE JUROS, ANO DE 2002.... | 67 |
| FIGURA 6 – AS BASES DA DECISÃO NA POLÍTICA DE JUROS, ANO DE 2003.... | 71 |
| FIGURA 7 – AS BASES DA DECISÃO NA POLÍTICA DE JUROS, ANO DE 2004.... | 72 |
| FIGURA 8 – AS BASES DA DECISÃO NA POLÍTICA DE JUROS, ANO DE 2005 ... | 75 |
| FIGURA 9 – AS BASES DA DECISÃO NA POLÍTICA DE JUROS, ANO DE 2006 ... | 78 |
| FIGURA 10 – AS BASES DA DECISÃO NA POLÍTICA DE JUROS, ANO DE 2007.. | 81 |
| FIGURA 11 – AS BASES DA DECISÃO NA POLÍTICA DE JUROS, ANO DE 2008.. | 83 |
| FIGURA 12 – AS BASES DA DECISÃO NA POLÍTICA DE JUROS, ANO DE 2009.. | 85 |
| FIGURA 13 – AS BASES DA DECISÃO NA POLÍTICA DE JUROS, ANO DE 2010.. | 87 |
| FIGURA 14 – AS BASES DA DECISÃO NA POLÍTICA DE JUROS, 2011..... | 90 |
| FIGURA 15 – AS BASES DA DECISÃO NA POLÍTICA DE JUROS, 2012..... | 92 |
| FIGURA 16 – AS BASES DA DECISÃO NA POLÍTICA DE JUROS, 2013..... | 94 |

LISTA DE QUADROS

| | |
|--|----|
| QUADRO 1 – A INCERTEZA NO MODELO..... | 41 |
| QUADRO 2 – INCERTEZA E POLÍTICA MONETÁRIA..... | 95 |

SUMÁRIO

| | |
|---|-----|
| 1 INTRODUÇÃO | 12 |
| 2 A ORGANIZAÇÃO DO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO | 14 |
| 2.1 O REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO NO BRASIL..... | 14 |
| 2.2 CONCEITOS TEÓRICOS SUBJACENTES AO REGIME MONETÁRIO..... | 19 |
| 2.2.1 O regime de metas de inflação e as funções de reação..... | 19 |
| 2.2.2 Alguns problemas referentes à formação de uma função de reação..... | 23 |
| 3 A INCERTEZA NA POLÍTICA MONETÁRIA | 31 |
| 3.1 INTRODUÇÃO..... | 31 |
| 3.2 A INCERTEZA NO MODELO..... | 35 |
| 3.3 A INCERTEZA SINALIZADA PELA AUTORIDADE MONETÁRIA..... | 42 |
| 3.4 A INCERTEZA GLOBAL..... | 46 |
| 4 A CONDUÇÃO DA POLÍTICA DE JUROS: 1999 a 2013 | 50 |
| 4.1 A SUAUIZACÃO DA TAXA BÁSICA DE JUROS..... | 51 |
| 4.1.1 A suavização da meta para a taxa Selic no Brasil..... | 51 |
| 4.2 A INCERTEZA NO CASO BRASILEIRO..... | 58 |
| 4.2.1 A política de juros de 1999 a 2002 (Presidência de Armínio Fraga)..... | 59 |
| 4.2.2 A política de juros de 2003 a 2006 (Presidência de Henrique Meirelles)..... | 69 |
| 4.2.3 A política de juros de 2007 a 2010: (Segunda presidência de Meirelles)..... | 79 |
| 4.2.4 A política de juros de 2011 a 2013: (Presidência de Alexandre Tombini)..... | 88 |
| 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS | 102 |
| REFERENCIAL | 105 |

1 INTRODUÇÃO

O Regime Monetário de Metas de Inflação costuma ser visto como de caráter técnico, ou mesmo mecânico, pelo qual o Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central do Brasil decide sobre a taxa de juros básica de juros (Selic). O regime de metas é uma política pública trazida com base no modelo já adotado em diversos outros países. O RMMI era uma tentativa de mostrar aos agentes financeiros credores compromisso com taxas de inflação baixa.

O objetivo desta dissertação é compreender o papel da incerteza na instituição da política monetária. De fato, a pesquisa consiste no entendimento da política de juros que é formulada e implementada, em comparação ao modelo descrito pela teoria econômica convencional. Mais especificamente, em contraposição ao estado de certeza equivalente e decisões ótimas, o estudo pretende revelar que os *policy-makers* enfrentam muita dificuldade em suas decisões. Diferente do pensado pela teoria mais ortodoxa, a decisão no regime de metas de inflação consiste num processo decisório em comitê. Esse contexto implica, ao término, num julgamento da taxa básica de juros mais adequada, permeado pela incerteza.

Contudo, ao invés de qualquer otimização de regras maximizadoras, o movimento e o resultado da política de juros parecem indicar um comportamento inferior a qualquer ponto ótimo. Diferente do comportamento preconizado pelo “novo consenso de política macroeconômica” a partir dos anos de 1990, os ajustes passam por um processo decisório complexo, no qual existem relatos e fontes de incerteza. De fato, a experiência internacional demonstrou que se a autoridade monetária seguisse uma regra otimizadora à moda de Taylor (1993), o resultado seria uma taxa de juros mais volátil e, até mesmo, aleatória – conforme demonstra Goodhart (1998) para o caso da Inglaterra. Mesmo que se considere um ambiente de certeza equivalente e risco, Brainard (1967) aponta que existem condições de incerteza mesmo que se considere tal ambiente. Na verdade, existem insuficiências teóricas para se tratar com o ambiente característico das decisões do Copom. Os anos de política monetária sob a égide do regime monetário de metas de inflação demonstraram que as decisões do Copom sobre a taxa de juros seguiram um conjunto de heurísticas e regras que conformam uma institucionalidade muito

específica ao estabelecer progressivamente uma transição dos ajustes plenos para aquilo que ficou conhecido na literatura como a suavização.

No capítulo dois se busca compreender o regime monetário brasileiro a partir de sua organização. O capítulo está subdividido em duas subseções: uma analisa os termos mais gerais do 'regime de metas', e outra analisa os 'conceitos teóricos' subjacentes a esta política. O capítulo dois realiza uma problematização ao propor, tanto uma análise dos conceitos teóricos subjacentes ao regime monetário, quanto sobre a formação de uma função de reação. Em outras palavras, o estudo se realiza, inicialmente, por meio da análise das fontes da incerteza, a começar pelas próprias funções de reação e modelos que embasam o processo decisório.

No capítulo três, é realizada uma análise da incerteza na política monetária. Inicialmente, se busca compreender quais são os requisitos para a emergência desta condição ambiental. A base teórica consiste num conjunto heterogêneo de autores como David Dequech, Paul Davidson e o clássico entendimento de John Maynard Keynes. Entretanto, a análise da incerteza está centrada em dois trabalhos de David Cobham (2002, 2003) e, sobretudo, nos artigos mais recentes de Sheila Dow com Matthias Klaes e Alberto Montagnoli. O capítulo se estrutura, após uma introdução ao tema, por meio de uma categorização da incerteza proposta por Dow *et al.* (2009), em três linhas de estudo: a incerteza do modelo, a incerteza sinalizada e a incerteza global. Essas linhas de estudo informam o capítulo seguinte e permitem uma classificação da incerteza comunicada pelo Copom.

O capítulo quatro finalmente aborda, de modo direto, a condução da política de juros no Brasil de 1999 a 2013. O capítulo se organiza em duas subseções: a primeira analisa a prática da suavização da taxa básica de juros no caso brasileiro, ao mesmo passo que realiza uma leitura da frequência léxica da incerteza em relação a taxa de juros. Na realidade, uma análise detalhada do fenômeno conhecido como suavização das taxas de juros se realiza com o objetivo de salientar o que é peculiar ao caso brasileiro. Na segunda subseção, o acesso direto às Atas permitiu, por meio do método proposto Cobham (2002, 2003), a elaboração de figuras que se assemelham a quadros contendo uma análise de todo o período. As figuras representam uma síntese da política de juros, ano após ano, destacando principalmente a política monetária sob a perspectiva dos elementos que conformam a decisão para identificar o papel da incerteza.

2 A ORGANIZAÇÃO DO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO

2.1 O REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO NO BRASIL

Desde junho de 1999, a economia brasileira tem se caracterizado pela tentativa de controle do índice de preços ao consumidor por meio da taxa básica de juros. Isso tem resultado num persistente e elevado patamar da taxa Selic, baseada no regime de metas de inflação.

Poucos anos após a desinflação alcançada pelo Plano Real, a economia brasileira se encontrava ameaçada pela âncora cambial que permitia a estabilidade da nova moeda, numa situação de quase paridade com o dólar estadunidense. Apesar do anúncio de um forte ajuste fiscal nas eleições de 1998, o mercado financeiro especulou contra a moeda nacional provocando uma enorme evasão de divisas. Mais do que a autoridade monetária, o governo federal em conjunto teve que conseguir, às pressas, um auxílio do Fundo Monetário Internacional (FMI) na ordem de US\$ 42 bilhões, para a manutenção da estabilidade macroeconômica (GREMAUD; VASCONCELOS; TONETO JR., 2009, p.468-469). Entretanto, no início de 1999, o regime de bandas cambiais com um câmbio artificialmente valorizado parecia chegar ao fim. Em janeiro de 1999, o presidente do Banco Central Gustavo Franco pede demissão e o seu sucessor se vê obrigado a permitir a flutuação do câmbio. A taxa rapidamente foi de R\$ 1,32 / US\$ 1 para R\$ 2,16 / US\$ 1 em março do mesmo ano. Neste contexto, parecia urgente a solução da crise, mas também o estabelecimento de uma nova política macroeconômica que transmitisse credibilidade e transparência para os agentes direcionarem as suas expectativas.

Nesta época, junho de 1999, surge a ideia de se adotar o regime monetário de metas de inflação (RMMI) no Brasil. De acordo com Armínio Fraga (2009):

A opção pelo sistema de metas para a inflação em momento de crise e incerteza refletiu uma enorme preocupação com o risco de perda sobre as expectativas de inflação, tal descontrole traria consigo a ameaça da reindexação e o pesadelo do retorno à instabilidade que existia antes do Plano Real. A explicitação de metas nos pareceu um bom caminho para comprometer as ações de governo [...] e, **em caso de sucesso, começar a acumular um precioso capital de credibilidade.** (FRAGA, 2009, p. 26, grifo nosso).

Fraga, que era presidente do Banco Central do Brasil à época, destaca, entretanto, que a adoção imediata do sistema “em sua versão formal final nos

pareceu muito arriscada”. (FRAGA, 2009). A solução escolhida para evitar um choque nas expectativas dos agentes foi a introdução gradual do regime. Contudo se, por um lado, o gradualismo estava na comunicação do Copom, por outro, para “sinalizar forte compromisso com o controle da inflação, elevamos a taxa de juros em seis pontos percentuais para 45%, uma medida bastante antipática à época”. (FRAGA, 2009, p.26-27). Está claro na argumentação de Armínio Fraga a importância da incerteza na institucionalização de uma nova sistemática de condução da política monetária. Emerge, também de sua fala, que a incerteza impunha um comportamento gradualista por parte do Banco Central.

Com a instituição do regime de metas de inflação, começa, de fato, uma nova fase na política de juros brasileira. À primeira vista, a autoridade monetária passaria a basear suas decisões nos conceitos do marco teórico do “Novo Consenso Macroeconômico” de *tecnologia de compromisso, credibilidade, reputação e transparência*(ver Capítulo 2, seção 2.2). De acordo com Philip Arestis e Malcolm Sawyer (2005, cap.2), as práticas preconizadas pelo “Novo Consenso Macroeconômico” são vistas como ‘*best practices*’ e que tal Consenso

[...] has been praised by most literature as a superior framework of monetary policy. [...] The combination of inflation targeting and the NCM we refer to as New Consensus Monetary Policy (NCMP).
(ARESTIS; SAWYER, 2005, p.7, grifo nosso).

O Brasil adotou o regime monetário de metas de inflação (RMMI) em 20 de junho de 1999. Oficialmente, o RMMI brasileiro se organiza por meio da coordenação entre as atividades do Conselho Monetário Nacional, Banco Central do Brasil (BACEN), e Comitê de Política Monetária (Copom). O CMN é responsável pela definição da meta de inflação para os próximos anos. O Banco Central presta suporte técnico ao Conselho Monetário, subsidia o processo decisório do Copom e operacionaliza a política monetária adotada. A terceira entidade define uma meta para a taxa Selic¹ (taxa de juros básica) com a intenção de ajustar a inflação corrente e esperada às metas.

O Copom foi instituído em junho de 1996 tendo, inicialmente, o objetivo de fornecer maior transparência e padronização ao processo decisório da taxa básica de juros. Entretanto, nesta época o país ainda não havia adotado o RMMI e se

¹ “Taxa” do Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (Selic) para títulos federais.

esforçava para conduzir a estabilização do nível de preços por meio de uma âncora com a taxa de câmbio e ajuste fiscal. (GREMAUD; VASCONCELOS; TONETO JR., 2009, p.468-478). Somente a partir de 1999, o objetivo do Copom se torna o cumprimento das metas de inflação. Por meio do decreto nº. 3.088/ 99 que instituiu o RMMI foram estabelecidos, em caso de descumprimento (Art. 4º), a exigência de uma: “I - descrição detalhada das causas do descumprimento; II - providências para assegurar o retorno da inflação aos limites estabelecidos; III - o prazo no qual se espera que as providências produzam efeito”. (BRASIL. Presidência da República, 2014). Desde então, o instrumento de política monetária sobre controle do Banco Central, isto é, a taxa de juros, deveria seguir regras perenes e responderia somente às pressões inflacionárias, ao invés de se alterar diante de vicissitudes políticas ou sociais.

Das três organizações mencionadas anteriormente (o CMN, BACEN e Copom), o Comitê é a mais relevante para o entendimento da política monetária de metas de inflação. Isso porque nas últimas décadas, o Novo Consenso de Política Monetária (NCPM) estabeleceu a política monetária em comitê enquanto modelo dominante.

Desde a institucionalização do RMMI, os economistas e acadêmicos brasileiros, que tratam das questões referentes à política monetária, têm elaborado modelos e medidas da função de reação provavelmente seguida pelo Copom. Uma das questões que tem emergido é a forma precisa que deve tomar a função de reação adotada como base para a decisão na política monetária. Assim, o objetivo da política monetária, em geral, tem sido expresso na forma de modelos como uma função matemática, cujas bases são as “variáveis-alvo”, tais como: taxa de juros, produto/emprego ou inflação e o seu desvio do alvo ou meta escolhida. (MODENESI, 2005 e 2010; OREIRO *et alli*, 2009).

De acordo com o NCPM, a meta para taxa Selic se torna o instrumento chave de manipulação pelo Banco Central e, dentro do RMMI, uma função das variáveis econômicas consideradas mais relevantes para o comportamento da inflação e do produto.

TABELA 1 – AS METAS, A INFLAÇÃO E A TRAJETÓRIA DO CÂMBIO: 1999-2014.

| Ano | Meta de Inflação (IPCA) | Inflação no ano (IPCA) | Taxa de Câmbio BRL / USD | | |
|--------|-------------------------|------------------------|--------------------------|-------|----------|
| | | | Janeiro | Junho | Dezembro |
| 1999 | 8% + ou - 2pp | 8,94%aa | 1,50 | 1,77 | 1,84 |
| 2000 | 6% + ou - 2pp | 5,97%aa | 1,80 | 1,81 | 1,96 |
| 2001 | 4% + ou - 2pp | 7,67%aa | 1,95 | 2,38 | 2,36 |
| 2002 | 3,5% + ou - 2pp | 12,53%aa | 2,38 | 2,71 | 3,63 |
| 2003* | 3,25 + ou - 2pp | 9,30%aa | 3,44 | 2,88 | 2,93 |
| 2004** | 3,75 + ou - 2,5pp | 7,60%aa | 2,85 | 3,13 | 2,72 |
| 2005 | 4,5 + ou - 2,5pp | 5,69%aa | 2,69 | 2,41 | 2,29 |
| 2006 | 4,5 + ou - 2pp | 3,14%aa | 2,27 | 2,25 | 2,15 |
| 2007 | 4,5 + ou - 2pp | 4,46%aa | 2,14 | 1,93 | 1,79 |
| 2008 | 4,5 + ou - 2pp | 5,90%aa | 1,77 | 1,62 | 2,39 |
| 2009 | 4,5 + ou - 2pp | 4,31%aa | 2,31 | 1,96 | 1,75 |
| 2010 | 4,5 + ou - 2pp | 5,91%aa | 1,78 | 1,81 | 1,69 |
| 2011 | 4,5 + ou - 2pp | 6,50%aa | 1,67 | 1,59 | 1,84 |
| 2012 | 4,5 + ou - 2pp | 5,84%aa | 1,79 | 2,05 | 2,08 |
| 2013 | 4,5 + ou - 2pp | 5,91%aa | 2,03 | 2,17 | 2,35 |
| 2014 | 4,5 + ou - 2pp | 6,41%aa | 2,38 | 2,24 | 2,66 |

Meta reajustada 2003* (*) 4 + ou - 2,5pp

Meta reajustada 2004* (**) 5,5 + ou - 2,5pp

FONTE: O autor (2014) com base em BACEN – Histórico de Metas (2014).

A TABELA 1, acima, demonstra o regime de metas sob uma perspectiva focada nos resultados desta política pública (inflação efetiva *versus* a meta), considerando a trajetória da taxa de câmbio (jan-jun-dez). Como é possível observar, existe uma relação forte entre a taxa de câmbio e o RMMI no Brasil, assim como, uma rigidez da taxa de inflação no patamar dos 5%aa.. Tratando-se de uma política pública com instrumento único (conforme será analisado na próxima seção), a Taxa Selic responsável pelo controle da inflação no sistema de metas sofre uma sobrecarga. Portanto, o resultado seria, provavelmente, uma taxa de juros real elevada, porque sua origem esteve associada à “[...] um forte aumento da taxa de juros, apesar de esta já estar alta”. (BRESSER-PEREIRA; GOMES, 2009, p.28).

Entretanto, os autores afirmam que “O medo da inflação não foi confirmado pelos fatos”. (*Idem*). Mesmo assim, após a crise e a desvalorização do Real em 1999:

[...] as autoridades monetárias começaram a trabalhar para atingir dois objetivos principais: (a) **um severo controle inflacionário, a fim de acalmar as expectativas do mercado financeiro e construir credibilidade;** e (b) **a implementação de um sistema de metas inflacionárias como uma âncora nominal** para a política econômica. (BRESSER-PEREIRA; GOMES, 2009, p.28, grifo nosso).

Contudo, João Sicsú (2002, 2007) questiona a verdadeira “âncora”, por assim dizer, das expectativas de inflação. Existe toda uma discussão na literatura que corrobora com o que se pode observar na TABELA 1: a relação entre o câmbio apreciado e o cumprimento das metas de inflação, sobretudo de 1999 a 2005. Acreditava-se que o país poderia alcançar a meta, somente com o Real valorizado. Essa discussão, porém, foge ao escopo do trabalho e serve apenas para subsidiar um rápido panorama sobre o regime de metas brasileiro.

Por fim, pode-se dizer que esta política teve 75% de êxito, quando se considera 16 anos (1999-2014), sendo que em quatro deles a meta inicialmente estabelecida não foi atingida. Tal consideração é apenas ilustrativa do RMMI, *per se*, e não considera o contexto desta política pública, nem o modo como essas metas foram atingidas. Em outras palavras, isso nada informa sobre as preferências, decisões, critérios, interesses, agenda burocrática e os sinais emitidos pelos *policy makers*. (CODATO, 1997, cap. 3). Na próxima seção se analisam os conceitos teóricos subjacentes ao regime monetário de metas de inflação (RMMI). O objetivo é tratar das funções de reação que informam o regime monetário, por um lado. E das limitações desses modelos como base para o processo decisório, por outro.

2.2 CONCEITOS TEÓRICOS SUBJACENTES AO REGIME MONETÁRIO

2.2.1 O regime de metas de inflação e as funções de reação.

O RMMI foi implantado em diversos países a partir de 1990, sob a égide do Novo Consenso Macroeconômico. O principal motivo foi o fracasso da adoção do regime de metas monetárias na década anterior. (B.FRIEDMAN, 1988, p.1-2). O Novo Consenso de Política Monetária (*NCMP*) é caracterizado,

[...] to include the following: (i) the setting by government (normally) of a numerical target range for the rate of (price) inflation; (ii) the use of monetary policy as the key policy instrument to achieve the target, with monetary policy taking the form of interest rate adjustments; (iii) the operation of monetary policy in the hands of an 'independent' central bank; (iv) monetary policy is only concerned with the rate of inflation, and the possible effects of monetary policy on other policy objectives are ignored, or assumed to be non-existent, with the exception of short-term effects. (ARESTIS; SAYER, 2005, p.7).

O elemento fundamental derivado do *NCMP* é a concepção de que o RMMI estabelece uma "tecnologia de comprometimento" para eliminar o *viés inflacionário*. O Novo Consenso de Política Monetária é motivado, em parte, pelo monetarismo tipo 1 e 2 (Tobin, 1980), pois considera a incorporação de dois princípios fundamentais, a saber: (i) do entendimento monetarista da inflação e, (ii) da ideia de uma taxa natural de desemprego da economia. Entretanto, o grande diferencial do *NCPM* é a crença e uso da taxa real de juros, enquanto instrumento para o controle da inflação.

O *primeiro* consiste na ideia de que a inflação é um fenômeno essencialmente monetário. Ou seja: sua origem está no excesso de moeda na economia. O que implica numa leitura da equação de trocas (embasada na teoria quantitativa da moeda), na qual a causalidade parte da quantidade de moeda para o nível de preços ($MV \rightarrow PY$). Nesse sentido, cabe à autoridade monetária observar o desempenho das variáveis nominais da economia, sendo relevante o seu excesso ou falta (por exemplo, agregados monetários) e a sua oferta no tempo (velocidade de circulação). Tal leitura sugere que um banco central pode ter algum êxito na busca pelo controle da oferta dos agregados $M0$, $M1$ etc. Pois, no entendimento monetarista, a quantidade de moeda é perfeitamente controlável pela autoridade monetária.

O *segundo* princípio é a taxa natural de desemprego (U_n). Acredita-se que para uma determinada economia exista uma taxa representativa do nível de equilíbrio do mercado de trabalho e inflação, compatível com certa taxa de crescimento do produto. Essa taxa natural é aquela taxa de desemprego na qual o nível de preços não se eleva e, ao mesmo tempo, o nível de emprego se estabiliza. (FRIEDMAN, 1968, p.8). O entendimento de que existe uma “taxa natural de desemprego” levou à formulação da hipótese de “superneutralidade” da moeda. Essa hipótese significa que, nem mesmo no curto prazo, uma expansão monetária poderia afetar o nível do produto ou emprego (MODENESI, 2005, cap.3). Por isso, o NCPM acolhe as duas proposições acima, mas, emergiu de uma necessidade objetiva de controlar a inflação, após a ineficácia das metas monetárias. (FRIEDMAN, 1988).

Para Svensson (2000, p.160-163) e Mishkin (2004, p.2-4), o regime monetário de metas de inflação se torna mais efetivo quando baseado nos princípios da *transparência* e *credibilidade* da autoridade monetária. Por conseguinte, está implícito na adoção desses princípios que resta a política monetária o controle do nível de preços, dado que não é possível iludir os agentes, ainda que temporariamente. Para atingir esse objetivo, o regime monetário de metas de inflação - *inflation targeting* como é conhecido na literatura – utiliza apenas um instrumento: a taxa básica de juros (*prime rate*). Por meio dela é que se faz a convergência do produto e nível de preços à “meta de inflação”. Essa meta costuma ser fixada e divulgada com, no mínimo, um ano de antecedência. Destarte, no regime de metas, a comunicação é parte fundamental de sua estrutura e funcionamento. (KOHN; SACKS, 2003 e BLINDER; WYPLOSZ, 2005). Em geral, os países que adotam o sistema publicam, periodicamente, “relatórios de inflação”, assim como, as “atas das reuniões” do Comitê de Política Monetária. (BACEN. O Processo Decisório, 2012).

Os defensores do RMMI acreditam na importância da *credibilidade* na condução da política de juros. Deste modo, quanto mais crível a política adotada por um banco central, menor é a possibilidade de uma *inconsistência temporal*. Segundo Carl Walsh (2003, cap.8):

The analysis of time inconsistency in monetary policy is important for two reasons. **First, it forces one to examine the incentives faced by central bankers. The impact of current policy is often dependent on the public's expectations, either about current policy or about future policy actions. To predict how policy affects the economy, we need to understand how expectations will respond, and this understanding can only be achieved if policy behaves in a systematic manner. Just as with a study of private-sector behavior by, an understanding of systematic behavior by the central bank requires an examination of the incentives the policy maker faces.** And by focusing on the incentives faced by central banks, models of time inconsistency have had an important influence as positive theories of observed rates of inflation. These models provide the natural starting point for attempts to explain the actual behavior of central banks and actual policy outcomes.

Second, if time inconsistency is important, then models that help us to understand the incentives faced by policy makers and the nature of the decision problems they face are important for the normative task of designing policy-making institutions. Recent years have seen the reform and redesign of the central banks of many nations. In order to influence these reform efforts, monetary economists need models that provide help in understanding how institutional structures affect policy outcomes. (WALSH, 2003, p.364, grifo nosso).

Esta inconsistência temporal, tratada pela ortodoxia, embasa outro conceito chave para o entendimento do regime de metas de inflação: o viés inflacionário². O 'novo consenso de política monetária', acredita que esse viés surge de uma conduta discricionária por parte do banco central, em detrimento das regras que fixam a taxa de juros. (ARESTIS; SAWYER, 2005, cap. 2). De acordo com Walsh (2003, cap. 8), o viés inflacionário:

[...] arises from a desire for economic expansions above the economy's equilibrium output level (or for unemployment rates below the economy's natural rate) and the inability of the central bank to commit credibility to a low rate of inflation. (WALSH, 2003, p.364).

Em síntese, essa inconsistência pode causar um viés inflacionário que consiste na busca de um resultado imediato na expansão do produto, à custa da credibilidade do regime monetário. Por isso, os defensores do regime de metas acreditam que "a adoção de um banco central independente proporcionaria uma maior credibilidade junto aos agentes econômicos e sinalizaria um maior comprometimento da autoridade monetária com a baixa inflação". (CARVALHO *et al.*, 2007, p.140). Assim sendo, argumento recorrente em prol do sistema de metas é a ideia de que: "[...] a transparência do regime de metas de inflação possibilita ao público entender mais facilmente a intenção e os efeitos da política monetária, reduzindo a incerteza quanto ao comportamento futuro da inflação". (*Idem*).

²Cf. Kydland e Prescott (1977); Barro e Gordon (1983).

A operacionalidade do RMMI pode ser explicada a partir das “funções de reação”, que consistem em equações que estimam o quanto uma variação na taxa de curto prazo afeta a economia. Conforme a seguinte expressão que ficou mais conhecida na macroeconomia contemporânea:

$$\hat{r} - \hat{r}^* = \alpha_{\pi} \cdot (\pi - \pi^*) + \alpha_y \cdot (y - y^*) + \pi \quad (1)$$

Sendo: \hat{r} : taxa de juro real estimada; \hat{r}^* : taxa de juros (real) de equilíbrio; π : taxa de inflação anual observada; π^* : a meta de inflação; Y : produto interno bruto (PIB), $y_{f.e.}$: PIB de pleno emprego dos fatores de produção; $y - y^*$ corresponde ao "hiato do produto"; α_{π} coeficiente de sensibilidade à variação da inflação; α_y coeficiente de sensibilidade à variação do produto.

Segundo Sheila Dow (2004, p.542): “Taylor’s (1993) influential work provides evidence in support of the view that the US Fed did indeed set its monetary policy in this way”. Ademais, o resultado alcançado por Taylor se tornou “[...] an advocacy of such rules being adopted as a transparent driver of monetary policy [...]”. (DOW, 2004, p.542). Portanto, o impacto do trabalho de '93 significou a defesa das regras como uma condução mais transparente e, até mesmo, previsível da política monetária. A literatura econômica insistiu por muito tempo na hipótese de unicidade da preferência do *policy-maker*, avesso à inflação e consistente numa série de decisões. Assim sendo, o *paper* de John Taylor (1993) introduziu o formato original da função de reação (para a política monetária) na literatura. A estimativa feita por Taylor para os EUA se baseou nos dados passados e correntes da economia para definir o hiato do produto e da inflação³. Esses hiatos estimam a diferença entre o produto potencial e o corrente, por um lado, e a diferença entre a inflação atual e a meta, por outro. Sobre esses hiatos aplicam-se coeficientes estipulados pela autoridade monetária. Esse raciocínio utiliza a função de reação enquanto política de juros, conforme a regra sugerida por Taylor (1993, p.202):

$$r = p + .5y + .5(p - 2) + 2 \quad (2)$$

³Cf. John B. Taylor (1993).

Onde r é a taxa de juros dos fundos do *FED*, P é a taxa de inflação dos quatro trimestres anteriores, e Y é o desvio percentual do PIB em relação à meta (ou produto potencial). Entretanto, as funções de reação enquanto abordagem da política monetária apresentam diversos problemas e, por isso, necessitam de uma análise detalhada do seu uso.

2.2.2 Alguns problemas referentes à formação de uma função de reação.

Nos modelos convencionais, a estabilidade da função preferência de um único indivíduo é assumida sem explicações teóricas. Esse problema se torna mais complexo quando as decisões são tomadas não se levando em conta apenas as preferências de um único indivíduo, mas de muitos como as decisões de um comitê de política monetária. Chappel *et al.* (2005, p.25-28) demonstram que a ideia de unicidade das preferências do *policy-maker* e de neutralidade política no banco central é, apenas, uma hipótese da literatura econômica. Segundo os autores: "Theory and previous empirical studies have treated the Fed as a monolithic actor, but political loyalties are likely to differ across individual committee members". (CHAPPEL; MCGREGOR; VERMILYEA, 2005, p.28). Chappel *et al.* (2005) reconhecem ser verdade que, muitas vezes, existe uma predominância no voto do *chairman* do FOMC (*Federal Open Market Comitee*). Isso é o mais próximo que se pode chegar da ideia de um tomador de decisões único, maximizando interesses diversos, mas atribuindo uma maior utilidade para a meta de inflação. Por exemplo, durante a presidência de Allan Greenspan (1987-2006), ele "Usually spoke first and offered a policy proposal in the policy go-around held at each meeting; others members than either voiced agreement or offered an alternative recommendation".(CHAPPEL; MCGREGOR; VERMILYEA, 2005, p.120-121). No entanto, as evidências de que a decisão sobre a política monetária contempla um conjunto mais amplo de subjetividades e interesses políticos dominam as decisões do FOMC.

Mais geralmente, as evidências de Chappel *et al.* (2005) sugerem três elementos fundamentais que afetam as decisões de política monetária: (i) as decisões ocorrem em comitê e contemplam múltiplos elementos subjetivos na discussão; (ii) o julgamento (diversificado) é parte fundamental do processo decisório; (iii) as decisões do comitê tiveram, em diversos momentos, uma

significativa influência de forças políticas distintas. Conforme eles demonstram por meio da análise das Atas (*minutes*):

Our exploration of the written records of FOMC meeting from the Burns and Greenspan eras illustrates how a multitude of political forces have shaped monetary policy. At time, the FED has clearly been sensitive to its political environment. For example, there is little doubt that monetary policy was politicized in the period preceding Nixon's 1972 reelection, even if the motive was bureaucratic self-interest [...]. (CHAPPEL; MCGREGOR; VERMILYEA, 2005, p.159).

Outra questão relevante é que mesmo que, na maior parte das vezes, e por razões desconhecidas, o comitê procurasse tomar uma decisão otimizadora sobre a taxa de juros, isto seria dificultado pela ausência de informação sobre o objeto de maximização. De acordo com Henry Chappel *et al.* (2005), isso significa que as funções de reação podem, com efeito, prover uma avaliação enviesada da política monetária. Dado que, no caso estadunidense, por exemplo, os dados passados e correntes da economia são utilizados enquanto variáveis independentes. Assim:

Important methodological issues in the estimation of reaction function were identified by Abrams, Froyen, and Waud (1980). **They noted that most previous reaction studies had used past or current values of targets as independent variables in empirical specifications**, even though the FOMC formulates policy on the basis of forecasts of these variables. **The failure to use the appropriate forecast variables implies that the explanatory variables are subject to measurement error, which in turn implies that reaction function estimates will be biased** (CHAPPEL; MCGREGOR; VERMILYEA, 2005, p.24-25, grifo nosso).

No Brasil, da mesma forma, o Copom utiliza funções de reação com base em variáveis defasadas e correntes, mas acrescenta as expectativas do mercado (por exemplo, o Relatório *Focus*)⁴. De acordo com o estudo de Cusinato, Minella e Pôrto Junior (2010), pode-se considerar que a medida empírica do hiato do produto é consideravelmente incerta e arbitrária pela natureza dos dados e a sistemática revisão do hiato, de acordo com os dados correntes. Cusinato *et alli* (2010, p.40-41) concluem, após utilizarem quatro métodos de extração de tendência que:

[...] os métodos apresentaram revisões de magnitude elevada. **O hiato do produto obtido, por exemplo, pelo método HP [Hodrick-Prescott], é revisado, em média, 0,84 p.p. acima ou abaixo da sua estimativa inicial.** Encontramos os maiores vieses de revisão nos métodos TL [Tendência

⁴ O Banco Central do Brasil criou a Gerência-Executiva de Relacionamento com Investidores - (Gerin) em 1999. Dentre outras atividades, a agência elabora o Relatório Focus. Esse relatório capta as expectativas dos agentes financeiros sobre a conjuntura macroeconômica e a política de juros.

Linear] e HC [modelo de Harvey-Clark de componentes não observáveis], e as maiores magnitudes de revisão nos métodos TL e TQ [Tendência Quadrática]. **Em três dos quatro métodos (HP, TQ e HC), as revisões implicam mudança de sinal do hiato em 30% ou mais das vezes, e a magnitude de revisão é maior do que a própria magnitude do hiato em aproximadamente 50% ou mais das vezes.** (CUSINATO; MINELLA; PÔRTO JÚNIOR, 2010, p.41, grifo nosso).

As revisões do hiato do produto sugerem um problema quanto à temporalidade da informação utilizada nos cálculos e na própria qualidade dos dados disponíveis. Isto é, os membros do Copom que decidem sobre a taxa de juros com base nas informações atuais de hiato do produto sabem que as informações que recebem são imprecisas e serão revisadas consideravelmente no futuro. Mesmo assim, na revisão do último período de estimativa do hiato, ainda restam dúvidas sobre o resultado obtido, pois:

[...] algum grau de incerteza permanece na última *vintage*⁵ estimada de hiato do produto. Essa *vintage* provavelmente será revisada ou, mesmo não o sendo, ela terá as limitações metodológicas de qualquer estimativa de PIB. Além disso, mesmo com uma medida perfeita de PIB, o hiato do produto é uma variável não observável, implicando que qualquer estimativa sua carrega um grau de incerteza não desprezível. Assim, a revisão total captura parte do erro de medida associado aos hiatos calculados em tempo real. (CUSINATO; MINELLA; PÔRTO JÚNIOR, 2010, p. 25-26).

Por fim, Cusinato *et alli* (2010, p.41) concluem que “os indicadores brasileiros sugerem limitações relevantes às estimativas em tempo real de hiato do produto analisadas. Isso tem implicações importantes para a análise de política monetária”. Os autores destacam que os dados que embasam o cálculo do hiato são menos confiáveis do que a teoria descreve. Nas suas palavras:

Os formuladores de política devem atentar que, em tempo real, o hiato do produto tende a não ser muito confiável. Nossos resultados sugerem ainda que, para analisar decisões passadas de política monetária ou estimar uma regra de política monetária (por exemplo, uma regra de Taylor) que descreva o comportamento da autoridade monetária, pode não ser razoável utilizar o último conjunto de dados disponível. Nesses casos, uma alternativa seria utilizar um conjunto de dados em tempo real. **Além disso, nossos resultados colocam em dúvida o procedimento de comparar o desempenho de previsões de inflação realizadas em tempo real com as previsões de um novo modelo que utiliza os últimos dados disponíveis.** (CUSINATO; MINELLA; PÔRTO JÚNIOR, 2010, p.41-42, grifo nosso).

⁵Significa “tempo” ou “período da estimativa” em português.

Deste modo, o nível ótimo da taxa básica de juros em conformidade com a regra de Taylor é relativamente uma incógnita, uma variável indeterminável para os membros do Copom quando se reúnem para decidir a taxa básica de juros.

Existe, além disso, problemas adicionais quanto ao efeito da política monetária sobre a economia, mesmo que se conheçam o hiato do produto e inflação. Pois desde o artigo seminal de Taylor '93 já era de conhecimento que os coeficientes são arbitrariamente estimados, pois conforme o texto "[...] there is not a consensus about the size of the coefficients of policy rules, it is useful to consider what a representative policy rule might look like". (TAYLOR, 1993, p. 202). Isso estabelece uma incerteza em relação aos parâmetros do modelo (ou incerteza paramétrica). O estabelecimento de uma "regra representativa do que uma política deve se assemelhar" é, por um lado, consideravelmente arbitrário. Por outro, significa que existe um desconhecimento sobre o "verdadeiro parâmetro" (na hipótese de que esse realmente exista). Segundo Sheila Dow (2004) essa incerteza paramétrica acontece quando:

The authorities are then uncertain about the economic structure into which the policy is introduced. They may also be uncertain about the effect of monetary policy on that structure (sometimes referred to as 'strategic uncertainty'), In other words, for both reasons, there may be uncertainty about parameter values, **such that they too should be represented as stochastic. This generates a complex error structure in the reduced form equation [...]**. (DOW, 2004, p.543, grifo nosso).

A incerteza paramétrica pode, conforme Dow expressa acima, significar que as autoridades monetárias estão incertas quanto a estrutura econômica. De toda forma, a autora afirma que os bancos centrais estão incertos quantos aos parâmetros e, logo, as variáveis de seus modelos são ou devem ser tratadas como estocásticas. Isso significa que os mecanismos de transmissão podem não funcionar como previsto pela teoria ou, no limite, apresentarem alguma incerteza – a exemplo de julho de 2007 (reunião do Copom nº128):

22. Membros do Copom entenderam que, diante da extensão do processo de flexibilização já implementado, das incertezas remanescentes quanto aos impactos defasados do estímulo monetário já injetado na economia, do comportamento esperado dos outros fatores de sustentação do dispêndio, como o crescimento da renda, em um quadro de sólida expansão da demanda doméstica por bens e serviços transacionáveis e não transacionáveis, e do fortalecimento da atividade econômica, a desaceleração do ritmo de redução da taxa básica de juros para 25 p.b. contribuiria para estender no tempo o processo de flexibilização. (BACEN. Atas do Copom, 2014 [2007], 128ª).

Mesmo assim, os banqueiros centrais e os economistas parecem concordar numa certa eficácia dos “mecanismos de transmissão” da política monetária. (GOODHART, 1998; BOGDANSKI *et al.*, 2000). Entretanto, em algumas circunstâncias esses mecanismos de transmissão podem funcionar em direções opostas, ainda que seja uma mesma decisão sobre a taxa de juros básica. A cada momento, podem haver elasticidades (ou uma reação) distinta em relação à taxa de juros. Por esses e outros fatores, os parâmetros do modelo deveriam ser estimados a cada momento em que a decisão de política monetária fosse tomada. Entretanto, isso é praticamente impossível. Não há como mensurar o produto e nível de preços no momento da decisão. Destarte, o uso de uma equação com parâmetros fixos aplicada numa complexa estrutura de erros com variáveis estocásticas é um problema, se utilizada como base para o processo decisório. Em outras palavras, a decisão fica comprometida tanto pela qualidade dos dados como pela arbitrariedade dos parâmetros que se aplicam neles.

Dessa primeira manifestação de incerteza é que emerge parte considerável da crítica ao debate “regras *versus* discricionariedade”. De fato, a incerteza paramétrica faz parte de um conjunto maior de incertezas do modelo. (DOW, 2004, 2009). Até mesmo de acordo com o entendimento mais ortodoxo, isso implica numa decisão subótima, por parte do *policy-maker*, por conta de um contexto de “certeza equivalente”. (BRAINARD, 1967, p.411-415).

Finalmente, numa tentativa de se defenderem de algumas críticas sobre a efetividade do modelo de metas inflacionárias, os defensores dessa política recorrentemente se baseiam na “defasagem” dos mecanismos de transmissão com intuito de justificá-la. Ou seja: entre a elevação (ou declínio) da taxa básica e o seu efeito sobre a economia existe um período de tempo (*lag in effect of monetary policy*). Contudo, a defasagem dos efeitos da política monetária torna ainda mais desconhecido o real percurso entre a intervenção monetária e as variáveis dependentes do modelo; uma vez que entre uma decisão e seu efeito final vários outros eventos intervenientes podem ocorrer.

É interessante notar que Milton Friedman (1961) refutava uma política monetária responsiva aos eventos e expectativas correntes da economia com base na defasagem dos efeitos da política monetária. Ele afirmava que: “The central empirical finding in dispute is my conclusion that monetary actions affect economic conditions only after a lag that is both long and variable”. (FRIEDMAN, 1961, p.447).

O reconhecimento das defasagens, longas e variáveis, dos efeitos da política monetária sobre a economia, fez Friedman sugerir uma regra absolutamente fixa para a política monetária e não otimizadora a cada decisão. Em suas palavras:

The reason for the propensity to overreact seems clear: the failure of monetary authorities to allow for the delay between their actions and the subsequent effects on the economy. **They tend to determine their actions by today's conditions-but their actions will affect the economy only six or nine or twelve or fifteen months later.** Hence they feel impelled to step on the brake, or the accelerator, as the case may be, too hard. My own prescription is still that the monetary authorities go all the way in avoiding such swings by adopting publicly the policy of achieving a steady rate of growth in a specified monetary total. (FRIEDMAN, 1968, p.16, grifo nosso).

Deste modo, a acuidade dos modelos pretensamente capazes de explicar, a *posteriori*, o traçado da curva de juros em relação às variáveis macroeconômicas é passível de questionamento. Se existem tantos e tão diversos modelos que explicam a política monetária, qual realmente descreve as variáveis afetadas no processo de transmissão e sua defasagem? De fato, a proliferação dessas funções de reação é indicio de uma incerteza na constituição do modelo. (DOW, 2004). Esta incerteza quanto ao modelo tem origens diversas que serão exploradas mais adiante neste trabalho. Na realidade, se houvesse apenas um modelo correto⁶, o desvio da inflação em relação à meta seria quase⁷, impossível. Neste caso, conforme W. Brainard (1967) haveria uma situação de “certeza equivalente”, com uma variável-alvo e um instrumento. Onde se pode assumir o seguinte modelo em que:

[...] y depends linearly on a policy instrument (P) – for example, government expenditures – and various exogenous variables – for example, autonomous investment demand. For our present purposes the impact of exogenous variables may be summarized in a single variable (u).

$$(1) \quad y = aP + u$$

Where a determines the response of y to policy action.

The policy-maker faces two kinds of uncertainty. First, at the time he must make a policy decision he is uncertain about the impact of the exogenous variables (u) which affect y . This may reflect his inability to forecast perfectly either the value of exogenous variables or the response of y to them. This may reflect his inability to forecast perfectly either the value of exogenous variables or the response to them. **Second, the policy maker is uncertain about the response of y to any given policy action.** He may have an estimate \bar{a} of the expected value of the response coefficient a in (1) above, but he is aware that the actual response of y to policy action may differ substantially from the expected value. (BRAINARD, 1967, p.412, grifo nosso).

⁶ Adotando a hipótese de um *policy-maker* único, racional e maximizador de uma função utilidade para a meta de inflação.

⁷ O modelo de Brainard (1967), exposto a seguir demonstra que, mesmo assim, o *policy maker* enfrentaria dois tipos de incerteza.

Em suma, pode-se afirmar que as funções de reação pressupõem uma política pública, na qual: **(i)** as decisões são tomadas por um *policy-maker*; **(ii)** os problemas relacionados à temporalidade das informações disponíveis não afetam o resultado; **(iii)** a medida empírica do hiato do produto é o correto distanciamento (*gap*) entre o produto potencial e corrente; **(iv)** o cálculo da taxa ótima é um exercício de estimativa com variáveis não-estocásticas; **(v)** aplicam-se coeficientes convencionalmente estabelecidos sobre essas variáveis de padrão indeterminado ou estocásticas; **(vi)** a inflação é tratada enquanto um índice de preços, independente de sua estrutura ou origem; **(vii)** a aplicação da taxa de juros na forma de equação sugere forçosamente uma relação causal entre variáveis macroeconômicas independentes. A impossibilidade prática e teórica de satisfazer essas condições traz à tona o problema da incerteza que envolve a elaboração dos modelos macroeconômicos e a formulação da política de juros.

Assim, existe espaço para uma discussão mais profunda sobre o papel da incerteza no processo decisório da política de juros, uma vez que a otimização da taxa de juros deixou de ser a convenção reinante. Entretanto, isso não significa afirmar que a política de juros é discricionária. A realidade, em si, exige um pluralismo metodológico que autoridades monetárias como o *FED* e o *BOE*⁸ têm reconhecido como necessário para calibrar suas decisões. (DOW, 2004, p. 540). No caso do Brasil, as evidências corroboram com a experiência internacional, pois o Copom não conduz o seu processo decisório⁹ por meio de uma regra otimizadora. Alternativamente, as Atas do Copom indicam o contrário: as alterações da “meta para a taxa Selic” são menos frequentes e em dosagens mais suaves do que uma função de reação (regra otimizadora) sugere. De fato, no caso brasileiro, o Copom assume que existe uma incerteza na política monetária, ou:

[...] a estratégia adotada pelo Copom visa assegurar a convergência da inflação para a trajetória de metas, o que exige a pronta correção de eventuais desvios em relação a essa trajetória. **Tal estratégia leva em conta as defasagens do mecanismo de transmissão e é a mais indicada para lidar com a incerteza inerente ao processo de formulação e de implementação da política monetária.** (BACEN. Comitê de Política Monetária, 2014, Ata 164^a, grifo nosso).

⁸ As siglas se referem às autoridades monetárias dos Estados Unidos e Inglaterra, respectivamente: *Federal Reserve* e *Bank of England*.

⁹ Cf. Gracia (2012).

Logo, num primeiro momento, a incerteza que se observa na política de juros no Brasil emerge da incapacidade objetiva de se prover as informações necessárias para se encontrar a taxa ótima de juros, assim como, da natureza de um processo decisório em comitê. A análise das decisões do Copom de 1999 a 2010 demonstrou que há um conjunto de *heurísticas* formadas para a instituição da política monetária¹⁰ no país. Isso quer dizer que tal comportamento do Copom estabeleceu um conjunto de valores, regras e convenções no processo de comunicação e decisão da taxa básica de juros que não se restringem à adoção de uma função de reação otimizadora da taxa de juros. Em outras palavras, o primeiro nível de discussão ainda trata de uma incerteza no modelo que engloba diversas outras fontes de incerteza na formulação da política monetária: incerteza aditiva, multiplicativa, paramétrica, epistêmica *etc.* Essas, por vezes, se confundem na literatura e serão analisadas, mais adiante, com base em Dow *et alli* (2009) e (DOW, (2013) que considera a "incerteza no modelo" enquanto um conjunto de diversas categorias de incerteza. Isso não significa dizer que a elaboração de uma tipologia da incerteza pressupõe um consenso na literatura. Pelo contrário, a incerteza no modelo contempla, inclusive, pensamentos divergentes (por exemplo, a ortodoxia representada por W. Brainard num trabalho muito anterior ao *NCMP*).

Então se questiona: a taxa de juros é realmente definida com base numa função de reação, cujos coeficientes são arbitrários ou desconhecidos? Provavelmente, a resposta é negativa. Mas, o importante é o entendimento da política de juros que é adotada pelos bancos centrais. Ainda que a teoria proponha uma discussão entre regras *versus* discricionariedade, a análise se concentra no efetivo comportamento da autoridade monetária.

Seguindo nesta linha de raciocínio, o estudo pretende analisar a relação entre a incerteza e a política monetária de modo restrito, na medida em que seja suficiente para definir um arcabouço teórico para a análise da política de juros.

¹⁰ Cf. Gracia e Dalto (2013, p.159-188).

3 A INCERTEZA NA POLÍTICA MONETÁRIA

3.1 INTRODUÇÃO

Nos últimos anos tem havido um aumento no interesse do estudo da incerteza na política monetária em diversos países. Os bancos centrais dos Estados Unidos, Canadá, Inglaterra e Europa têm analisado, por exemplo, a comunicação e o papel da incerteza nos modelos utilizados como base para a decisão. (COBHAM, 2002, 2003; DOW, 2004). Uma nova literatura tem surgido baseada no entendimento de que a política monetária consiste não apenas na decisão da taxa básica e sua comunicação. Mas, também, na sinalização e análise da comunicação do banco central, das suas expectativas e do grau de confiança dos agentes na política monetária. (MAYES; MONTAGNOLI, 2011, p.3).

A experiência da política monetária num ambiente incerto tem motivado uma maior atenção, também, às fontes e a natureza desta condição ambiental. Ao mesmo tempo, a formulação do conhecimento que embasa as decisões da autoridade monetária (a dimensão epistêmica da incerteza) desperta interesse na pesquisa sobre política monetária. (DEQUECH, 2000, 2001). Em especial, essas linhas de pesquisa se tornaram possíveis não somente após a emergência do entendimento de Keynes (1936, p.149-150) sobre a precariedade do conhecimento existente na determinação do investimento. Na verdade, autores que adotam uma visão de incerteza à la Keynes tem procurado estudar as decisões de política monetária utilizando-se de sua comunicação da incerteza para o público.

Para tanto, o princípio de não ergodicidade é necessário para fundamentar essa condição da economia. (DAVIDSON, 1982, 1991, 2012). Pois, a partir desse entendimento, o futuro é algo a ser construído e, portanto, sujeito às transformações, rupturas, crises e inovações. Numa economia não ergódica, a trajetória dos eventos passados pouco ou, mais exatamente, nada informa sobre os eventos futuros. Contudo, apesar da política de juros operar na economia descrita acima, o Comitê de Política Monetária é responsável pelo processamento e julgamento de um conjunto de *inputs*: informações, dados, cenários, expectativas da sociedade etc. É nesta etapa do processo decisório denominada de “processo de transformação” (Codato, 1997, cap.3), que toda sorte de incerteza se manifesta perante o Copom.

Para estudar os tipos de incerteza e sua manifestação, a análise se baseia na categorização proposta por Dow, Klaes e Montagnoli (2009, p.585-588), na qual existem três principais categorias de incerteza na política monetária.

A **primeira** é a incerteza do modelo. Mesmo considerando um mundo determinístico, existe a possibilidade de que o conhecimento limitado (bancos centrais e agentes) não permita o estabelecimento de sequer um (01) modelo verdadeiro. Embora fosse facilitar o estudo da incerteza - se de alguma forma o conhecimento do banco central pudesse ser representado por uma única entidade passível de análise - as decisões políticas são, em geral, tomadas por um comitê. Sendo que os membros têm uma formação diversificada e podem ser compreendidos enquanto uma organização burocrática¹¹. Ainda que os bancos centrais tenham um modelo para a previsão e explicação da política de juros, geralmente um conjunto de outros modelos é necessário. Por isso, é difícil haver uma exposição clara do processo de formulação da política monetária. (CHAPPEL; MCGREGOR; VERMILYEA, 2005). A escolha do modelo correto, por exemplo, suscitou uma discussão envolvendo desde a epistemologia até a natureza da realidade sobre a qual a política monetária opera. (LAWSON, 1985; DOW, 2004).

A **segunda** é a incerteza sinalizada. Pois, a política monetária não é conduzida apenas por meio da taxa básica de juros mas, também, através da comunicação dos motivos e critérios subjacentes ao processo decisório. (BACEN. O Processo Decisório, 2012). Este componente é de importância central para a política de juros, dado que as mudanças na taxa básica parecem ter pouco impacto sobre a inflação futura e a atividade econômica. De fato, um *policy maker* bem sucedido é aquele capaz de influenciar as expectativas de inflação. Essas expectativas têm um impacto direto sobre a curva de juros e a taxa de longo prazo e afetam toda a estrutura a termo das taxas de juros (ETTJ). O que, por sua vez, tem um impacto sobre o comportamento do consumo e investimento na economia. Neste contexto, a comunicação do banco central deixa margem para interpretações. Pois, os agentes têm de fazer *juízos* sobre as implicações da política monetária, acrescentando uma incerteza referente à comunicação. (DOW, 2004 e DOW *et alli*, 2005).

A comunicação pode tornar "[the] central bank transparency a two-edged sword". (MAYES; MONTAGNOLI, 2011, p.5). Porque se o setor privado compreender a incerteza que o banco central enfrenta, isso melhora a formação do estado de

¹¹ Cf. Chappel (2005, p.19-21).

expectativas. (*Idem*). Contudo, essa compreensão pode levar, por outro lado, à uma fraca ancoragem das expectativas de inflação. Assim, a ancoragem das expectativas na meta de inflação se torna essencial sob a égide de uma “estratégia de confiança” na política de juros (LE HERON; CARRE, 2006, cap.4).

Entretanto, se a ancoragem, ou melhor, o grau de confiança dos agentes declinar – relembrando, numa estratégia de confiança -, existe uma ameaça para a estabilidade e eficácia no regime de metas de inflação. Isso é mais provável de acontecer num momento em que a política monetária esteja sobre pressão. Ou, alternativamente, quando a economia passa por um período de elevada instabilidade. (MAYES; MONTAGNOLI, 2011).

Ao mesmo tempo, os *policy-makers* têm uma boa compreensão das limitações de seu conhecimento, enquanto os agentes (*outsiders*) não têm esse conhecimento. (*Ibidem*). E, portanto, prevalece uma assimetria de informação que valoriza o papel das convenções, num contexto de incerteza, para aumentar o grau de confiança dos agentes na política de juros. Assim, a capacidade de se comunicar também é imperfeita. Destarte, existe um incentivo para o banco central ser objetivo e claro. Assim sendo, existe uma interdependência entre o conhecimento da autoridade monetária e o grau de confiança e conhecimento dos agentes.

Segundo Dow *et alli* (2009, p.590) pode-se definir um fluxograma resumido desta complexa instituição da política monetária partindo da incerteza do modelo (Mu_1) e da sinalização do banco central (Su_1), ou seja: (i) sinalização (atas anteriores); (ii) processo decisório; (iii) nova sinalização do banco central; (iv) grau de confiança dos agentes e; (v) formação de expectativas, previsões e *feedback*.

Além disso, a informação fornecida pelo banco central em seu processo decisório é tanto quantitativa como discursiva¹². Embora os procedimentos em decisões específicas sobre as taxas de juros, eles são abertos a diferentes interpretações dos participantes do mercado. É neste contexto que se estabelece o debate sobre a transparência nas políticas dos bancos centrais. O desafio de uma política comprometida com a transparência¹³ consiste na garantia adequada de que o processo decisório revela, em parte, o julgamento do comitê. (DOW, 2004).

¹² É válido destacar que uma “informação discursiva” (e pronunciada) tem impacto muito diferenciado de um “dado qualitativo” num relatório.

¹³ Segundo Le Heron e Carré (2006), a ideia de transparência é parte da comunicação no contexto de uma estratégia de confiança.

Esta forma de transparência torna a política de juros mais próxima de um comportamento no qual o mercado é condicionado pelas expectativas da autoridade monetária e *vice-versa*. (MAYES; MONTAGNOLI, 2011, p.5-6). Isso facilita, também, a antecipação das decisões futuras, caso a decisão passada seja bem comunicada e compreendida, num padrão consistente. Assim, estes sinais desempenham um papel chave na política monetária; e os canais por onde são comunicados tornam-se, por conseguinte, fundamentais para o êxito na política de juros. O uso de gráficos e regressões comprova que esta instituição torna os possíveis eventos futuros valiosos, somente, para aqueles que utilizam as previsões. (*Idem*). As estimativas específicas são, com efeito, equivocadas e transmitem informações limitadas. Nesse sentido, a previsão dos resultados possíveis (*forecasting*), consiste numa probabilidade dos eventos que podem atingir a economia, no período previsto. (MAYES; MONTAGNOLI, 2011, p.5-6).

Uma **terceira** categoria é a “incerteza global” da economia. Esse tipo de incerteza contempla a natureza e o estado da economia, uma vez que existem informações imperfeitas provenientes da disponibilidade de dados e da qualidade dos mesmos. Alguns indicadores econômicos são, praticamente, inobserváveis (por exemplo, o produto potencial e a taxa de juros de equilíbrio). Além disso, a natureza dos choques na economia costuma ser desconhecida. (MAYES; MONTAGNOLI, 2011, p.4). A principal dificuldade é a operacionalização do conceito de “incerteza global” com a finalidade de prescrever ou definir alternativas para a política de juros. (DOW *et. al.*, 2009). Deste modo, apesar dos modelos macroeconômicos terem atingido o seu auge desde os anos de 1970, Dow (2004) afirma que: “[...] there has been growing dissatisfaction with the capacity of such models to provide a clear guide for policy-making. It has proved difficult to prove them in predictive terms [...].” (DOW, 2004, p.539).

Isso teria estimulado a substituição desses modelos por outros menores e mais simples, ao mesmo tempo em que as regras de política monetária se difundiam. A principal consequência foi o questionamento sobre a capacidade desses modelos refletirem “the ‘true’ structure of the economy and the transmission of monetary policy, that is their explanatory power”. (*Idem*). De fato, para analisar o efeito da incerteza é necessário compreender o seu comportamento no processo de formulação e execução da política monetária. Nessa abordagem, considerar o

sistema econômico como incerto é insuficiente, porém, essencial para compreender a relação entre a incerteza e a taxa de juros.

Entretanto, o conceito de um modelo “verdadeiro” implica numa questão ontológica sobre a capacidade deste, efetivamente, representar a natureza da realidade econômica. O que significaria que o modelo é capaz de servir como base para a decisão de política monetária num sistema econômico ergódico. (DAVIDSON, 1991, 2012). Não fosse assim, esse modelo seria a própria economia, ao invés de um processo discursivo de análise da realidade. Essa, contudo, é uma posição metodológica pouco pacífica, conforme Sheila Dow afirma: “This is a strong, and not uncontroversial, methodological position”. (DOW, 2004, p.540). Pois, a relação entre os modelos econômicos e a realidade é objeto de intensa discussão.

Diferentemente de como a teoria convencional descreve a política monetária, a política de juros tem demonstrado uma prática formada “by applying judgment to this array of information, rather than following a simple policy rule”. (*Idem*). Deste modo:

While the field of methodology has tended to move away from prescribing best practice (in terms of constructing theories and models and choosing between those available), policy makers have no option but to make decisions about what they use as the basis in economics for policy action. (DOW, 2004, p.540).

De fato, o uso da modelagem inicia um debate sobre a confiabilidade do uso exclusivo de modelos econométricos na condução da política monetária. Existe a necessidade de se considerar outros elementos não mensuráveis em diversos países, como, por exemplo, no Banco Central da Inglaterra (*BOE*). A negação do uso exclusivo de uma regra como base para a decisão se repetiu em outros países como o Brasil, conforme indica a análise das reuniões do Copom. Logo, existe uma limitação que direciona o questionamento para a presença, não mais de um termo de erro, porém, de uma incerteza própria da economia. De acordo com Danielle Guizzo e Iara Lima (2013, p.189-210), a questão não se refere ao desconhecimento da conjuntura ou capacidade de mensurar e aferir as variáveis relevantes, mas o estudo da incerteza natural da economia se faz necessário,

[...] a partir do momento em que ela se torna uma condição ontológica da realidade econômica. **Autores como Dequech (1999, p.89) e Dow (2004, p. 540-1) atentam para o fato de que certos acontecimentos da realidade econômica não podem ser previstos com exatidão por ela ser não ergódica.** Isto implica na possibilidade de mudanças estruturais, sendo uma razão pela qual a evidência disponível para os tomadores de decisão não pode ser totalmente confiável. (GUIZZO; LIMA, 2013, p.200, grifo nosso).

Com a presença de uma incerteza fundamental ou, mais do que forte (Dequech, 2000, 2001), numa realidade econômica não-ergódica (Davidson, 1991, 2012), o papel da sinalização da incerteza se torna necessário e distinto daquele conduzido com base nos conceitos convencionais.

Em primeiro lugar, porque o ambiente se distingue, em essência, daquele descrito pelo novo consenso de política monetária (*NCPM*). Em segundo lugar, porque a prática dos bancos centrais deve se distinguir em um ambiente desta natureza, em relação ao processo decisório em condições de “certeza equivalente”. Conforme Goodhart (1998, p.109), o desconhecimento do futuro engendra um viés precaucionário, que situa os *policy makers* enquanto indivíduos, tecnicamente fundamentados, mas sujeitos a uma incerteza e erro, pois:

In a world of uncertainty, where what you surely know is that you do not know either the future, or even really the present state of the economy, there is in my view an absolutely natural, and perfectly human, tendency towards delaying restrictive action for longer than expansionary measures [...]. (GOODHART, 1998, p.109, grifos nosso).

Assim sendo, as demais seções tratam da incerteza na política de juros segundo as categorias propostas por Dow, Klaes e Montagnoli (2009). A seção 3.2, inicia esse processo estabelecendo um arcabouço teórico para a análise da incerteza no modelo. De fato, este tipo de incerteza é um ponto de partida interessante, pois permite a possibilidade de diálogo com diferentes linhas de pensamento. Ademais, os modelos apresentam as primeiras manifestações de incerteza que, mais adiante, refletem uma realidade plural, complexa e, fundamentalmente, incerta. (DEQUECH, 2000 e 2001; DOW, 2004).

3.2 A INCERTEZA NO MODELO

Inicialmente é possível afirmar que “La estructura lógica del modelo puede mostrar cierto ‘orden’, diferente para los problemas analíticos y para los políticos”. (TINBERGEN, 1961, p.15). O que Jan Tinbergen (1961) destaca poderia ser facilmente encaixado numa categoria de incerteza do modelo, por conta da “má especificação” das variáveis. Contudo, trata-se aqui de um alerta, paradoxalmente vindo de Tinbergen, sobre a possibilidade de que os modelos econômicos são

apenas uma maneira de compreender a realidade. (FURTADO, 1969). E, por diversas vezes, um modo limitado de capturar as instituições que estão em constante movimento de ruptura, estabilidade, e transformações estruturais - por exemplo, uma revolução tecnológica. (LAWSON, 1985; HODGSON, 1998). Deste modo, o que se denomina de incerteza do modelo, por vezes, é o primeiro "sintoma" de uma instituição em seu processo evolutivo. Neste sentido, a ignorância dos fatores explicativos não significa que esses não tenham em si mesmos, um comportamento passível de análise e entendimento. Tal situação significa, meramente, que o estado atual de conhecimento nada permite afirmar sobre o objeto em estudo.

Feitas essas considerações acima, o estudo analisa o conceito de incerteza no modelo em si. Um pressuposto, implícito por trás da teoria convencional, é a noção de que cada agente tem um modelo preferido e confia nessa preferência. Este pressuposto pode ser denominado de "hipótese epistêmica forte".

A incerteza no modelo captura o fato de que os banqueiros centrais não estão, necessariamente, seguros para confiar num único modelo como base para a decisão de política monetária. Segundo Dow (2004, p.540), a incerteza no modelo é aquela sobre: qual é ou seria o melhor modelo a ser utilizado como base para a política monetária? Neste sentido,

The model uncertainty literature is addressed to generating monetary policy rules which are robust in the face of model misspecification. The literature is premised on the idea that the problem is an epistemic one, of identifying the true model. The notion of a 'true model' presumes that the relationship between the official interest rate and inflation, for example, is governed by what is termed a 'covering law', that is a causal relationship which, properly specified, has general application. But embedded in the concept of a 'true model is an ontological stance as to nature of the subject matter, that economic relationships are such that formal modeling can provide a representation of them which is a sufficient basis for policy action; in other words the economic system is ergodic. (DOW, 2004, p.540, grifo nosso).

A maioria dos banqueiros centrais têm operado no sentido de considerar a incerteza no modelo relaxando a hipótese forte. (GOODHART, 1998; BOGDANSKI, 2000). Contudo, mantendo a ideia de que existe um melhor modelo, sujeito a problemas na identificação desse "melhor modelo". Esse relaxamento pode ser denominado de "hipótese epistêmica fraca". (DOW *et. al*, 2005, p.7-8).

Segundo Dow, Klaes e Montagnoli (2005, p.8), o modelo de Walsh (2004) pode ser utilizado como um bom exemplo “of taking account of model uncertainty along the lines of the weak epistemic hypothesis by taking a look at the following macroeconomic model”:

$$Y_{t+1} = Z_1 y_t + Z_2 \bar{y}_{t|t} + K_t i_t + u_{t+1} \quad (3)$$

Onde:

Y_{t+1} é o vetor do estado das variáveis macroeconômicas;

$\bar{y}_{t|t}$ é o estado corrente estimado de $Y_{t|t}$;

i_t é o instrumento da política econômica;

u_{t+1} é um vetor dos termos de erro (ou seja, choques exógenos estocásticos)

Considerados como Th_{t+1} ;

$Z_{1,2}$, K_{t+1} , e T são as matrizes dos parâmetros do modelo.

Neste modelo, a incerteza emerge porque as estimativas de $Z_{1,2}$, K_{t+1} , e T , por parte dos *policy-makers*, são diferentes dos valores verdadeiros. Definindo-se essas estimativas como $\hat{Z}_{1,2}$, \hat{K}_{t+1} , e \hat{T} ; enquanto $\bar{y}_{t|t}$ expressa a estimativa do *policy-maker* para o estado da economia, sendo $Z = Z_1 + Z_2$ e $\hat{Z} = \hat{Z}_1 + \hat{Z}_2$, pode-se reescrever o modelo percebido pela autoridade monetária como:

$$y_{t+1} = \hat{Z} \bar{y}_{t|t} + \hat{K}_t i_t + \hat{T} (h_{t+1} + w_{t+1}) \quad (4)$$

O que resulta na equação abaixo:

$$w_{t+1} = \hat{T}^{-1} \left[(Z - \hat{Z}) \bar{y}_{t|t} + (K - \hat{K}) i_t + (T - \hat{T}) h_{t+1} \right] + \hat{T}^{-1} Z_1 (y_t - \bar{y}_{t|t}) + \hat{T}^{-1} Z_2 (\bar{y}_{t|t} - \hat{y}_{t|t}) \quad (5)$$

FONTE: WALSH (2004) e DOW, KLAES E MONTAGNOLI (2005, P.8).

Segundo Dow, Klaes e Montagnoli (2005, p.9-10), isso o gera um modelo percebido pela autoridade monetária distinto dos dados efetivos - considerando que

esses dados representem a realidade. Essa diferença entre o modelo estimado e a percepção do *policy-maker* (em confronto com a realidade), dá origem a “three separate sources of model error”. (DOW, KLAES, MONTAGNOLI, 2005, p.8). Assim sendo, as fontes de erro no modelo são: (1º) a má especificação do próprio modelo; (2º) as informações usadas como *input* no modelo são imprecisas; (3ª) há uma ineficácia e assimetria no processo de previsão (*forecasting*). Ademais, existem outras formas de erro que geram incerteza no modelo. Segundo Dow *et. al* (2005),

We should add that model uncertainty can take various other forms. In the context of the above specification, uncertainty may also arise from missing variables in the vector Y_{t+1} or from misspecification of an equation, or from misspecification in the functional form of the system. (DOW *et alli*, 2005, p.10, grifo nosso).

Apesar das tentativas de “otimização sob incerteza”, o problema de solucionar a “incerteza do modelo” está na incapacidade do pesquisador ou *policy-maker* de trabalhar com o *verdadeiro* modelo econômico. (DOW, 2004 e DOW *et alli*, 2005). Em outras palavras, a hipótese epistêmica forte assume uma onisciência por parte dos economistas que é, no máximo, um pressuposto metodológico usado como instrumento. O que significa a existência de algo similar a uma “quarta forma de erro” nos modelos, ou seja, a própria proliferação dos modelos no ambiente relevante para a decisão. Os autores afirmam que Sheila Dow (2004),

[...] has drawn out the inevitable conclusion of these further relaxations of the strong epistemic hypothesis, by tackling head-on the thorny issue of model uncertainty in terms of the question as to which is the best model among a set of incommensurable candidate models, none of which provides a complete account of causal mechanisms. The issue here is the possibility that no one model can conceivably provide an adequate base for monetary policy. Without a reference model, model uncertainty cannot be expressed formally in terms of that model. (DOW, KLAES, MONTAGNOLI, 2005, p.11-12, grifo nosso).

Uma vez que a incerteza permeia a escolha do melhor modelo (ou mais adequado) se torna, praticamente, impossível expressar a incerteza naquele modelo. Por isso se faz necessário ter como referência, segundo o novo consenso de política monetária, um modelo em específico. Pois, neste caso, a incerteza se direciona da escolha de qual é o melhor modelo, para um nível mais minucioso: a qualidade ou eficiência desse modelo em prever e determinar a taxa ótima de juros, com base nos dados disponíveis. É relevante destacar que, neste nível de

discussão, existe amplo consenso de que alguma incerteza, de fato, existe na política monetária.

Os problemas emergem a partir do esforço de entendimento da realidade vivenciada pelos banqueiros centrais, em contraposição aos modelos com base em equações sujeitas à restrição (concepção de incerteza na ortodoxia) e termo de erro. O QUADRO 1, a seguir, expressa alguns tipos de incerteza destacados por Dow (2004) na literatura pertinente. O desenho do quadro organiza da mais suave (primeiro nível) até o sexto nível (uma incerteza quase fundamental da economia). É válido observar, também, que não se faz distinção sobre o pensamento que embasa os conceitos, pois o objetivo inicial é o esboço de uma tipologia da incerteza. Isso se realiza considerando a multiplicidade de conceitos de incerteza, mas sem adentrar nesta discussão que escapa ao objetivo do estudo.

| | |
|---|---|
| 1º <i>Additive uncertainty</i> | Reflete os choques exógenos que podem ocorrer, por acaso, no mundo real, capturados em probabilidades objetivas. Ela pode ser composta, também, por problemas relacionados ao entendimento da realidade. Neste sentido, é uma forma de <i>incerteza epistêmica</i> . |
| 2º <i>Epistemic Uncertainty</i> | Mesmo que o valor do choque possa ser mensurado <i>ex post</i> , o <i>lag</i> na aquisição das informações relevantes pode ser tal que o erro na previsão não seja observado a tempo para informar a autoridade monetária. Cf. Friedman (1968). |
| 3º <i>Multiplicative or Parametric Uncertainty</i> | <u>Brainard (1967)</u> levantou a questão deste tipo de incerteza que surge a partir de uma mudança estrutural (assim como mudanças no interior do próprio sistema financeiro). Em outras palavras, vai haver uma incerteza sobre o valor dos parâmetros, de modo que esses devam ser representados de modo estocástico. Isso implica na formação de uma <i>complexa estrutura de erro</i> na forma reduzida da equação, com a variância e a covariância dos termos de erro paramétrico entrando nessa forma da equação (p.543). |
| 4º <i>Rational Expectations and Uncertainty</i> | <u>Lucas (1976)</u> destacou que independente de qual é o modelo correto antes da política econômica, a ação política alteraria a estrutura da economia, aumentando a possibilidade de uma incerteza sobre o mecanismo de transmissão. (p.544). De acordo com essa crítica, existe uma regra de decisão política para cada evento ou choque. Assim, a decisão de política monetária necessitaria de um conjunto de modelos para minimizar as possibilidades de um processo de choque se transformar num erro do modelo de política monetária. |
| 5º Model Uncertainty Mark I | Quando existe uma incerteza sobre a especificação do modelo em si, mas a distribuição dos termos de erro nas equações constituintes do modelo é especificada, U_{3a} . O que é mensurado pelo espectro da densidade dos termos de erro não aleatórios, w , ou seja, na forma reduzida: Sw (p.547). |
| 6º Model Uncertainty Mark II | Incomensurável (p.547). |

QUADRO 1 – A INCERTEZA NO MODELO.

FONTE: O AUTOR (2014) COM BASE EM DOW (2004, P.542-561).

É interessante realizar uma leitura horizontal e vertical. Uma vez que o QUADRO 1 constitui o caminho percorrido ao longo desta pesquisa. Ou seja, parte-se de uma análise sobre os fatores incertos nas variáveis da função de reação (capítulo 2). Discute-se a incerteza no modelo em que essas funções se inserem e, posteriormente, toda a problemática envolvida numa 'decisão otimizadora'. Então se passa, progressivamente, para uma tipologia da incerteza, com dois principais objetivos: (a) atingir a segunda categoria, a sinalização da incerteza por parte da autoridade monetária e, (b) a terceira categoria, o estabelecimento de um conceito sobre a incerteza global e ontológica desta economia. (DOW, 2013, p.2). Em outras palavras, a incerteza global se relaciona diretamente com a capacidade de conhecer a realidade, uma vez que se assume uma incerteza ontológica. Segundo Dequech (1999a, p.416), a incerteza fundamental é a contrapartida de uma concepção de incerteza ontológica da realidade (no que tange ao conhecimento). Assim,

This ontological view of uncertainty inevitably has a counterpart in terms of the type of knowledge that people can or cannot have under fundamental uncertainty. The ontological conception of economic reality as subject to the possibility of unpredictable future structural change is adopted here. **The counterpart of this ontological conception in terms of knowledge is fundamental uncertainty.** (DEQUECH, 1999a, p.416, grifo nosso).

Isso significa o reconhecimento de uma incerteza no sentido fundamental e forte (Dequech, 2000). Uma incerteza global, porém, gradual. (DOW, 2004, p.540-541). Enfim, trata-se de uma incerteza na qual não há base racional de cálculo para se estimar, nem imaginar, a probabilidade de um evento. (KEYNES, 1937 e 2004 [1921], cap.1).

3.3 A INCERTEZA SINALIZADA PELA AUTORIDADE MONETÁRIA

Nas últimas décadas, a maneira como a política monetária é compreendida tem evoluído em diversos sentidos. Em especial, destaca-se um aumento considerável na importância atribuída ao modo como a política de juros e moeda (num sentido mais amplo) se apresenta para a coletividade. Deste modo, tratar de uma incerteza sinalizada implica na comunicação do *modus operandi* da autoridade monetária. (KOHN; SACKS, 2003). Segundo Dow, Klaes e Montagnoli (2005, p.1):

Central bankers have long been aware of the importance of the signaling effect of interest rate decisions on the one hand [...], and the care with which official pronouncements should be worded on the other. **But it is only recently that there has been public discussion by central banks of the means by which monetary policy decisions are reached (e.g. Bank of England, 1999).** (DOW, KLAES, MONTAGNOLI, 2005, p.01, grifo nosso).

Ao mesmo passo, a literatura acadêmica tem incorporado essa evolução ao reconhecer a importância da comunicação do banco central, sobretudo, nos relatórios de inflação e nas atas das reuniões em comitê. Essa abordagem que começa a considerar a importância da comunicação ainda pode ser classificada, inicialmente, como um desdobramento do *mainstream* que informa o RMMI. Pois, “its focus on information, and information asymmetries between the monetary authorities and markets, as a critical element determining the outcome of monetary policy decisions”. (DOW, KLAES, MONTAGNOLI, 2005, p.01).

Segundo Donald Kohn e Brian Sack (2003, p.28), a comunicação aparece, ainda, em paralelo ao entendimento dominante sobre a política monetária. Porque, ao mesmo tempo em que se aceita o papel da comunicação, ainda prevalece uma ideia de que os,

Central banks will and should be judged on results—whether they achieve price stability and effectively stabilize economic activity around its potential. Monetary policy actions are without a doubt the essential ingredient for these results. (KOHN; SACKS, 2003, p.28, grifo nosso).

Mesmo que haja essa expectativa da sociedade por um banco central demonstrando uma atuação mais direta, movendo as taxas de juros, a análise da comunicação e sinalização predomina na atualidade. Entretanto, a análise da comunicação e da sinalização, em especial da incerteza no modelo do banco central ($MU_1 \rightarrow SU_1$) serve como base para o estudo do papel da incerteza. Ou seja: a discussão sobre a transparência (maior ou menor) é pouco pertinente para esta pesquisa. Uma vez que a experiência brasileira¹⁴ indica que as autoridades monetárias tem se baseado numa estratégia de confiança, na qual:

[...] the relation between uncertainty and social structures is reflexive. While their evolution can cause uncertainty, it may also be a response to uncertainty. **In order not to be paralyzed by uncertainty, society has developed coping mechanisms. The evolution of government itself can be understood as a mechanism for supporting social order [...].** (DOW, 2013, p.4, grifo nosso).

¹⁴ Cf. Gracia (2012, cap. 5): “O processo decisório da taxa básica de juros” e o capítulo 4 (4.1 e 4.2) desta dissertação. Ver, também, Bontorin (2014, cap. 4 e 5).

Portanto, a estratégia de confiança expressa a incerteza (sinalizada) por meio de diversos canais de comunicação: (a) as atas do processo decisório, (b) as coletivas de imprensa, (c) os discursos dos membros, (d) as comissões parlamentares, (e) os relatórios do banco central. (DOW, KLAES, MONTAGNOLI, 2005, p.13). Cada um deles é particularmente relevante, pois implicam na emissão de sinais quantitativos, qualitativos e discursivos. E cada sinal terá uma resposta diferente dos mercados e sociedade em geral. A FIGURA 1, a seguir, demonstra com clareza as relações teóricas que se estabelecem neste trabalho.

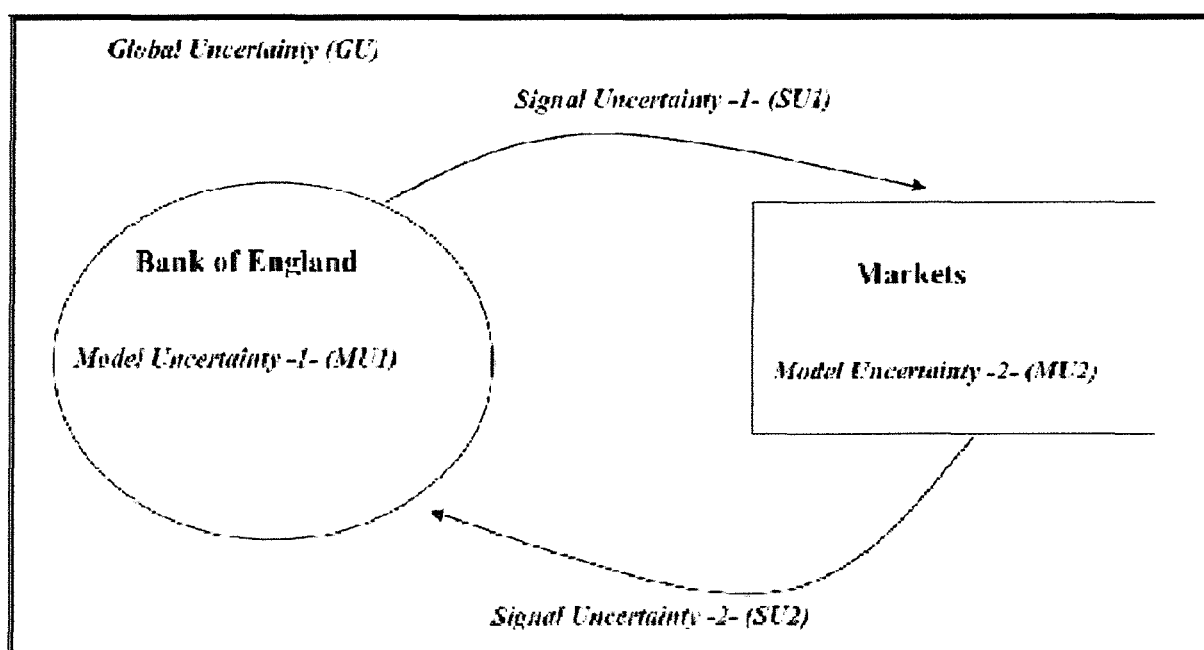


FIGURA 1 – AS TRÊS DIMENSÕES DA INCERTEZA.
 FONTE: DOW, KLAES, MONTAGNOLI (2009, p.590).

A FIGURA 1 apresenta uma alternativa às abordagens tradicionalmente estabelecidas em que os efeitos das mudanças nas variáveis têm sido discutidos na literatura em termos do mecanismo de transmissão da política. O objetivo neste estudo, entretanto, é o entendimento da dimensão discursiva desses mecanismos. Ou seja: a sinalização consiste no sentido que a autoridade monetária deseja guiar a formação das expectativas e o grau de confiança dos agentes. Ou melhor, nas palavras de Dow *et al.* (2005): "Signal uncertainty, finally, is associated with the outputs of the PC¹⁵ decision-making process, rather than its inputs or models. These

¹⁵ Em português "Comitê de Política" (CP).

outputs as we have seen can take various forms, henceforth called 'channels'". (DOW, KLAES, MONTAGNOLI, 2005, p.14). Deste modo, a incerteza sinalizada é associada aos *outputs* da decisão do comitê de política monetária, ao invés dos *inputs* (por exemplo, dados sobre o hiato da inflação) que informam os modelos. Esses *outputs*, como demonstrado anteriormente, podem assumir diversas formas denominadas de "canais".

O *primeiro canal* é a própria decisão da taxa de juros. O valor da taxa básica de juros é conhecido e divulgado de modo transparente. Mas, a pesquisa se interessa pela *incerteza* que envolve a fixação dessa taxa de juros e as suas consequências. (*Idem*). O *segundo canal* de transmissão da incerteza sinalizada é a **avaliação** que o Comitê de Política Monetária (Copom) faz da incerteza, conforme pode ser extraído da sua comunicação nas atas e relatórios. Um exemplo do segundo canal é a comunicação do Copom sobre a incerteza e a estratégia de política monetária. Por exemplo, a seguinte afirmação do Copom se repete em diversas atas: "Tal estratégia leva em conta as defasagens do mecanismo de transmissão [...]". (BACEN. Atas do Copom, 2014 [2010], 151ª). E o Comitê prossegue afirmando que essa estratégia "[...] é a mais indicada para lidar com a incerteza inerente ao processo de formulação e de implementação da política monetária". (*Ibidem*). Já, o *terceiro canal* "[...] consists of the explicit or implicit communication of subjective views and evaluations of PC members". (DOW, KLAES, MONTAGNOLI, 2005, p.15).

Portanto, a incerteza sinalizada finalmente adquire o seu espaço na análise da política monetária, dado que ela é independente da incerteza global ou do modelo. É um fenômeno que se refere à comunicação do banco central com a sociedade. De modo que o fenômeno possa ocorrer, ainda que houvesse um modelo correto da economia. Contudo, a incerteza sinalizada, obviamente, não suportaria uma hipótese de mercados eficientes com agentes racionais. Nesse último caso, seria impossível sequer uma assimetria de informação. Pois, o funcionamento correto da economia estaria interiorizado em cada agente, assim como, o mercado ajustaria automaticamente qualquer desvio do equilíbrio.

3.4 A INCERTEZA GLOBAL

Sheila Dow, Klaes e Montagnoli (2005, p.16), relembram os conceitos das três categorias fundamentais e afirmam que a incerteza global: “[...] relates to the state of the economy, [while] model uncertainty relates to the state of our knowledge of the economy, and signal uncertainty relates to our ability to communicate about economic matters”. (DOW *et alli*, 2005, p.16). Contudo, esses conceitos ainda são primários. Por isso, a ideia de uma incerteza global se desenvolve, em conjunto, ao entendimento de uma economia não ergódica, de natureza fundamentalmente incerta. Na qual o grau de confiança e o estado de expectativas têm uma relação íntima de reciprocidade.

De fato, na hipótese de uma incerteza global é impossível identificar um único modelo para captar as relações econômicas, sobretudo de modo estocástico. Isso requer que a autoridade monetária exerça, em alguma medida, o julgamento no processo decisório. (DOW, 2004 e DOW *et alli*, 2005). Destarte, a incerteza global pressupõe uma incerteza no modelo e sinal, mas vai muito além desses conceitos.

Segundo Dequech (2000, p.44), “Many authors associate uncertainty with the absence of numerical probabilities”. Dequech (2000 e 2001, p.916), segue o entendimento de Keynes (1937, p.213-214), mas, analisa a diferença entre a ideia de “*ambiguity*” e “*fundamental uncertainty*”. De certo modo, “*ambiguity*” pode ser traduzida, no campo da incerteza global, como uma incerteza sobre as probabilidades – criada pela falta de informações relevantes e que poderiam ser de conhecimento dos tomadores de decisão e da sociedade. (*Idem*). Em outras palavras, “*ambiguity*” pode ser entendida como uma “incerteza fraca”. Alternativamente, David Dequech (2001, p.916) pontifica que,

[The] Fundamental uncertainty exists in any society but assumes a particular economic form under capitalism. **The institutional arrangements are such that competition stimulates decision makers to innovate in search for extra profits, which introduces an endogenous pressure for something that causes fundamental uncertainty.** [...] This fundamental uncertainty inherent to any capitalist economy may be amplified by the appearance of sophisticated financial institutions, while other institutional developments may counterbalance this effect. (DEQUECH, 2001, p.916, grifo nosso).

Para Dequech (1999a, p.916), a presença da instituição do dinheiro, com todas as suas funções – inclusas a de propriedade de reserva de valor – causa uma incerteza fundamental sobre os rendimentos que os tomadores de decisão obtêm a

partir do investimento, produção e portfólio de ativos. Visando se proteger desta incerteza fundamental, os capitalistas criam sofisticadas instituições que estabelecem menores graus de incerteza para o seu portfólio. Ou, até mesmo, instituições que tentam precificar o desconhecido: transformando a incerteza fundamental em risco mensurável (p. e. os prêmios de liquidez negociados pelas seguradoras). Assim, "This fundamental uncertainty inherent to any capitalist economy may be amplified by the appearance of sophisticated financial institutions, while other institutional developments may counterbalance this effect". (DEQUECH, 1999a, p.916-917).

Paul Davidson (1982) reconhece que no contexto dessa complexa economia monetária de produção, a ciência econômica carece de modelos para a análise. Entretanto, a diferença em relação às outras ciências e linhas de pensamento (sobretudo, os pós-keynesianos neste caso) reside na escolha do modelo, condicionada ao problema corrente e específico. Ou seja, "In other sciences we have different models for different problems". (DAVIDSON, 1982, p.13). O autor afirma, ainda, que: "By using a classification method to decide when to use one model or another, other sciences have made progress. Economics should not be ashamed to follow this path". (*Idem*).

Segundo Davidson (1982), existem dois tipos básicos de modelos econômicos, a saber: "(a) **timeless or ergodic** general equilibrium systems, and (b) **nonergodic** historical systems". (DAVIDSON, 1982, p.13-14). Sendo que o primeiro tipo é precedido por um número suficiente de equações para determinar tudo que é desconhecido no sistema, de modo simultâneo e endógeno. Esses modelos são atemporais (*timeless*), no sentido de que todas as ações que podem afetar os resultados são tomadas no início, ou seja: "This 'initial instant' decision process completely determines the future history of mankind for every conceivable trick of mother nature". (DAVIDSON, 1982, p.13-14).

Para Goodhart (1998) e Dequech (2000, p.48), uma economia não-ergódica significa que o futuro ainda está para ser construído e, portanto, é um contexto muito dinâmico. O problema não é o fato de que inexistem informações suficientes para atribuir probabilidades de forma confiável - dado número de eventos. A razão é a impossibilidade de se atribuir alguma probabilidade para um evento que sequer imagina-se que vá acontecer no presente ou futuro. (DEQUECH, 2000, p.48-49). O

clássico entendimento a respeito da matéria provém de John Maynard Keynes (1937), quando ele postula que:

By "uncertain" knowledge, let me explain, I do not mean merely to distinguish what is known for certain from what is only probable. The game of roulette is not subject, in this sense, to uncertainty; nor is the prospect of a Victory bond being drawn. Or, again, the expectation of life is only slightly uncertain. Even the weather is only moderately uncertain. **The sense in which I am using the term is that in which the prospect of a European war is uncertain, or the price of copper and the rate of interest twenty years hence, or the obsolescence of a new invention, or the position of private wealth-owners in the social system in 1970.** About these matters there is no scientific basis on which to form any calculable probability whatever. **We simply do not know.** Nevertheless, the necessity for action and for decision compels us as practical men to do our best to overlook this awkward fact [...]. (KEYNES, 1937, p.213-214, grifo nosso).

Segundo Dequech (2000, p.48), nesse tipo de economia existem momentos nos quais nenhuma informação relevante pode ser conhecida, nem mesmo no momento da decisão. Em suas próprias palavras: "This means that some relevant information **cannot be known**, not even in principle, at the time of making many important decisions". (*Idem*). Essa, talvez, seja a forma mais difícil da autoridade monetária lidar com a incerteza: quando as informações disponíveis no processo decisório reduzem o grau de confiança do comitê.

Nesta etapa, atinge-se um sentido mais denso para o conceito de incerteza global na economia. (DOW, KLAES e MONTAGNOLI, 2009). Mas, por ora, o interessante é notar que esta abordagem foi tratada por muito tempo como uma incerteza capaz de inviabilizar qualquer ação. Sendo, até mesmo, identificada enquanto uma abordagem niilista da realidade. Contudo,

The recent literature has focused rather on degrees of uncertainty and the logic of decision-making under uncertainty. Since the model uncertainty literature seems to be pushing up against the limits of quantifiability, and the policy literature has extended beyond these limits, there may be scope for Keynesian literature to illuminate some outstanding issues. (DOW, 2004, p.541, grifo nosso).

Portanto, nesta subseção foi possível compreender os entendimentos acerca da noção de uma incerteza global. Chegando ao entendimento de que as dimensões ontológicas e epistemológicas da incerteza descrita por Keynes (1936, 1937), fundamental e forte – para evitar o mal entendido do termo "incerteza keynesiana" – são totalmente relacionadas. Em outras palavras, uma economia naturalmente

incerta exige uma análise que contemple a falta de conhecimento sobre ela (“the lack of knowledge”) e a capacidade limitada de conhecê-la. (DEQUECH, 1999a, 2000, 2001) e (KEYNES, 1936, cap.12). Essa compreensão é essencial para estudar o papel da incerteza na política de juros brasileira de uma perspectiva organizada em (i) modelo, (ii) sinal e, (iii) global. Ao mesmo tempo, a abordagem efetua, quando necessário, o desdobramento das categorias e, por outro lado, reconhece ambientes em que prevaleceu o risco no processo decisório.

4 A CONDUÇÃO DA POLÍTICA DE JUROS: 1999 a 2013

Os modelos matemáticos de política monetária se limitam a expressar o conjunto de preferências e julgamentos do Copom (Gracia e Dalto, 2013, p.169-173) sobre a economia num determinado momento. (DOW, 2004, p.541; DOW, KLAES e MONTAGNOLI, 2009). Por outro lado, esses modelos introduzem algum grau de racionalidade na decisão econômica, ao elucidar os dados do problema, mas limitam a compreensão dos fundamentos que explicam o porquê de certa decisão se conectar mais facilmente a uma estrutura estatal e grupo de interesse. (FURTADO, 1969, p.208-213).

Neste capítulo se analisa, em duas dimensões, o papel da incerteza na política de juros brasileira: (a) a partir da constatação do fenômeno conhecido como a suavização da taxa básica de juros; e (b) a partir interpretação das “Atas do Copom”, por meio das figuras/quadros que classificam as “bases e critérios para a decisão” de 1999 a 2013. A dimensão da suavização busca mostrar que o comportamento efetivo do Banco Central do Brasil não é maximizador, antes, pelo contrário, as decisões sobre política monetária seguem um padrão de defasagem propositada. A segunda dimensão, a partir da análise das atas, busca-se encontrar as razões dadas pelo Copom para tomar as decisões efetivas. Para isso, os conceitos desenvolvidos no capítulo anterior serão utilizados como referencial de análise. Em especial, destaca-se o método desenvolvido por David Cobham (2002, 2003), que consiste na interpretação das Atas (*minutes*) em conjunto com uma análise da suavização.

Paralelamente, o capítulo utiliza os conceitos desenvolvidos por Dequech (1999a, 1999b, 2000 e 2001) para o entendimento dos contratos e convenções na instituição da política monetária; enquanto maneira de mitigar a incerteza que o Copom considera inerente à política monetária. Enfim, o capítulo analisa a política de juros do Brasil, considerando períodos em que prevaleceram uma “estratégia de confiança” e outros, nos quais, predominaram uma “estratégia de credibilidade”. (LE HERON; CARRÉ, 2006).

4.1 A SUAVIZAÇÃO DA TAXA BÁSICA DE JUROS.

A suavização da taxa básica de juros tem se tornado a prática corrente, ao invés das regras otimizadoras da taxa de juros em diversos países que adotam o RMMI. David Cobham (2002, 2003) analisa, para o caso inglês, a condução da política monetária sob a perspectiva da suavização, a partir do fim do *ERM*¹⁶ e o início das metas de inflação no *Bank of England*. Essa prática na política monetária consiste, por definição, numa:

[...] tendency for monetary authorities to adjust official interest rates mainly in sequences of small steps in the same direction: that is they adjust rates gradually, and with relatively few reversals of direction. The phenomenon is now widely accepted as a characteristic of monetary policy in most industrial countries. (COBHAM, 2003, p.467).

Em termos mais simples, a *suavização* é caracterizada por uma elevada taxa de continuidade (mudanças na taxa de juros numa mesma direção) em relação às reversões. (COBHAM, 2003, p.467). A suavização é prevista pela teoria também como forma de comunicação para mitigar as incertezas e riscos. Isso porque algum tipo de convenção é necessário para coordenar o *grau de confiança* dos agentes em relação à política monetária. (LE HERON; CARRÉ, 2006). O fenômeno está amplamente documentado na literatura internacional, enquanto uma prática que se desenvolve nos bancos centrais que adotam o RMMI ou *Inflation Targeting*. (GOODHART, 1998; COBHAM, 2003).

4.1.1 A suavização da meta para a taxa Selic no Brasil.

Ainda que reconhecido na literatura e estudado de maneira extensa para os casos do Banco Central da Inglaterra e do Banco Central Europeu, a prática da suavização não tem sido estudada de forma detalhada no Brasil. A literatura nacional tem se dedicado especialmente à estimativa de novas funções de reação, elaboradas a partir das preferências teóricas do pesquisador, deixando de lado as

¹⁶ O *Exchange Rate Mechanism* de 1990 (inglês) foi uma política monetária para ajustar a economia inglesa ao sistema financeiro europeu. A base do *ERM* era a vinculação da taxa de câmbio da *Pound Sterling* (£) com o *Deutsche Mark* (DM). Em setembro de 1992, a Inglaterra abandonou o *ERM* e, poucos meses depois, adotou o sistema de metas de inflação. Contudo, somente a partir de 1997, o *Monetary Policy Committee* do *BOE* assumiu certa independência em relação ao parlamento e adquiriu o formato atual.

possíveis influências sobre o papel da incerteza na tomada de decisão da taxa de juros.

Considerando os diversos tipos de incerteza sobre os fatores (e a direção) que estejam influenciando sobre a inflação e o produto, um ajuste da taxa de juros pode levar a flutuações mais intensas do produto e da inflação, assim como também gerar instabilidade do próprio instrumento, a taxa Selic. Neste aspecto, as mudanças na taxa de juros deveriam ser cada vez maiores para compensar os exageros anteriores. Em outras palavras, se seguisse estritamente uma política de otimização nos moldes da Regra de Taylor, o Copom acabaria mudando a direção das suas decisões mais frequentemente do que tem feito. Conseqüentemente, nos primeiros anos do RMMI (1999-2003), o Brasil demonstrou que a função de reação entre a taxa Selic, PIB e IPCA não era elevada.

Segundo Minella *et alli* (2002), no início do RMMI: "The inflation is not [was not] totally under the control of the monetary authority". (MINELLA *et al.*, 2002, p.35). Mesmo assim, a mudança paulatina numa mesma direção das taxas de juros tem sido a condução da política monetária em diversos países que adotam o RMMI. (BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS, 1998). Esse fato indica que as reversões de direção da taxa de juros são eventos raros. O termo suavização tem sido usado, portanto, para descrever o padrão de comportamento das taxas de juros. De acordo com o *Anual Report* do BIS (1998), esta taxa apresentava uma média (não ponderada) de 8,2 para doze países estudados. Segundo Cobham (2002), a ênfase na prática de suavização tem sido dada também,

[...] on the 'average duration', that is the number of days since the previous interest rate change, and the average size of changes. **For countries with higher ratios of continuations to reversals the duration of reversals tends to be higher than that of continuations. On the other hand for these countries the average size of changes does not seem to vary consistently as between reversals and continuations, or as between increases and decreases.** (COBHAM, 2002, p.162, grifo nosso).

Destarte, a análise da suavização se realiza levando em conta o padrão em que a taxa básica varia ao longo do tempo. Ou seja, a análise considera a continuidade da taxa de juros – no caso, a meta para a taxa Selic – em relação às reversões; a duração que a taxa segue o mesmo percurso e a intensidade ou tamanho da variação.

A análise da suavização no Brasil de 1999 a 2013¹⁷ se realizou considerando dois grandes períodos para o estudo: (1º) o período da ‘estratégia de credibilidade’, quando as decisões pareciam tentar ajustes plenos conforme uma função de reação, de 1999 a 2002; e (2º) os períodos da ‘estratégia de confiança’ (2003 a 2013), nos quais o Copom assume uma postura de suavização “[...] reconhecendo a inexorável incerteza do ambiente e, portanto, a necessidade de sinalizações suavizadas da política monetária”. (BONTORIN, 2014, p.17).

Nas TABELAS 2 e 3, a seguir, são apresentados os dados recolhidos em 144 Atas do Copom quanto ao movimento da taxa de juros básica. (*Idem*).

TABELA 2 – O MOVIMENTO DA POLÍTICA DE JUROS (1999-2013)

| | Decisões | Mudanças | | | | Sem Mudança (=) | Continuidade / Reversão |
|----------------|----------|----------|-----|------|------|-----------------|-------------------------|
| | | (-+) | (-) | (+-) | (++) | | |
| 1999M3-2013M12 | 147 | 7 | 49 | 6 | 31 | 54 | 6,2 |
| 1999M3-2002M12 | 47 | 3 | 11 | 2 | 25 | 25 | 3,4 |
| 2003M1-2006M12 | 44 | 1 | 19 | 2 | 12 | 12 | 9,7 |
| 2007M1-2010M12 | 32 | 2 | 10 | 1 | 14 | 14 | 5 |
| 2011M1-2013M12 | 24 | 1 | 9 | 1 | 3 | 3 | 9,5 |

FONTE: BONTORIN (2014, p.18) e BACEN. Atas do Copom, 2014.

Na TABELA 3, a seguir, os valores médios da “meta para a Selic” em cada período são apresentados, bem como a variação média dessas taxas. Depois, é listada a duração média de cada situação para cada período, considerando um calendário de 360 dias, descontando os finais de semana e feriados. (BONTORIN, 2014, p.17).

TABELA 3– DURAÇÃO MÉDIA DA POLÍTICA DE TAXA DE JUROS (1999-2013)

| | Taxa Média de Juros | Variação Média | Duração Média | | | | |
|----------------|---------------------|----------------|---------------|------|------|------|------|
| | | | (-+) | (-) | (+-) | (++) | (=) |
| 1999M3-2013M12 | 15,8 | 0,21 | 4,8 | 34,6 | 3,8 | 21,2 | 35,6 |
| 1999M3-2002M12 | 19,46 | 0,49 | 7,5 | 22,7 | 4,6 | 12,3 | 52,9 |
| 2003M1-2006M12 | 18,74 | 0,31 | 1,9 | 47 | 3,9 | 21,3 | 25,8 |
| 2007M1-2010M12 | 11,09 | 0,08 | 5,7 | 31,5 | 2,8 | 15,9 | 44,2 |
| 2011M1-2003M12 | 9,54 | 0,14 | 4 | 38,2 | 4,1 | 40,3 | 13,4 |

FONTE: BONTORIN (2014) e (BACEN. Atas do Copom, 2014).

¹⁷ O trabalho teve elaboração própria para o período de 1999-2010 e resultou no capítulo sobre “A suavização da taxa básica de juros” Gracia (2012, cap.3). Mais adiante, o estudo utiliza de 2010 a 2013, os dados de Bontorin (2014, cap.4), que participou da mesma pesquisa, sob a orientação e supervisão do Professor Dr. Fabiano Dalto.

Para o período inteiro a relação entre continuidade e reversão (C/R) é da ordem de **6,2**, ou seja, são realizadas aproximadamente seis decisões contínuas de alta ou queda, antes que ocorra uma reversão. Enquanto, de 2003 a 2006, assim como, de 2011 a 2013, o *total de continuidades* é superior a nove (9,0), demonstrando uma maior suavização da taxa de juros nestes períodos. Por outro lado, os subperíodos de 1999 a 2002, e 2007 a 2010, são os que apresentam as *maiores reversões* em relação aos períodos de continuidade.

Deste período em diante, há queda significativa no *número* e na *intensidade* das reversões. Entretanto, o período de duração entre uma reversão e outra permanece o mesmo. Há, contudo, uma diferença significativa no que tange ao número de reversões de subida em relação aos declínios. Por outro lado, a intensidade com que a taxa de juros é alterada diminui consideravelmente para os períodos mais recentes comparados a implementação do RMMI (1999 a 2002), principalmente para as reversões de subida. O que, por conseguinte, justifica a taxa de juros média consideravelmente reduzida para os subperíodos mais recentes: de 2007 a 2013. (BONTORIN, 2014, p.18-19).

Alternativamente, se considerado o período de Henrique Meirelles a frente do Copom (2003 a 2010) ocorreu, também, uma queda acentuada da taxa de juros devido à redução da *intensidade nas reversões* de subida. Desta forma, após o período inicial do RMMI, as autoridades monetárias apresentaram um comportamento mais cauteloso, dando preferência a ajustes mais graduais para conduzir a economia às metas de inflação. Assim sendo, nos outros subperíodos, o processo decisório do Copom resultou numa significativa suavização das taxas de juros. Em outras palavras, a taxa de continuidade para reversões aumenta consistentemente em relação ao subperíodo anterior, indicando uma sequência temporal do ato da suavização. A média da taxa de juros cai em função, principalmente, da redução da intensidade nas reversões de alta (do tipo menos mais). Conseqüentemente, a autoridade monetária se tornou mais cautelosa com respeito a sua capacidade de tomar decisões sobre as taxas de juros (ótimas) preferindo, pelo contrário, ajustes mais lentos e uma estratégia de comunicação e sinalização.

Uma razão possível para a suavização é o receio da autoridade monetária em não exagerar o uso do instrumento e provocar um aumento da instabilidade na economia e da própria taxa de juros, assim como coloca Goodhart (1998, p.112). A

razão para isso acontecer recai nas incertezas enfrentadas pelo Copom na decisão de política monetária. Logo, as atas do Copom podem ser entendidas como uma maneira de sinalizar a incerteza de modo deliberado, visando conduzir as expectativas dos agentes. A importância da clareza com que as palavras de sinalização são apresentadas decorre do modo como a incerteza do Copom é comunicada através de suas atas. Ou seja: a sinalização não ocorre somente pelo movimento da taxa de juros, aplicação de viés, ou pronunciamentos de rotina. Pelo contrário, existe algo mais forte na percepção do mercado e sociedade são as “**signal words**”. (DOW, 2009).

A partir da análise das atas de março de 1999 a novembro de 2013, os termos léxicos de “incerteza e risco” puderam ser identificados e analisados. Bontorin (2014, cap.5) não utilizou palavras tais como “incerto” e “arriscado”. Também não foi utilizada nenhuma forma de interpretação quanto à utilização dos termos, sendo esses listados de modo genérico, sem distinguir a forma como foram empregados. Em relação à taxa de juros foi utilizada a decisão quanto a Selic em termos anuais, enquanto que a autora converteu a inflação mensal em termos anuais aproximados.

Bontorin (2014, p.32) aplicou o método de Dow, Klaes e Montagnoli (2009) para o Brasil, com as devidas adaptações e explica a elaboração da sua pesquisa da seguinte maneira:

Os termos extraídos das Atas do Copom correspondem aqueles cujos agentes privados recebem como indicadores de incerteza: “incerteza” (U) e “risco” (R). Em essência possuem um significado diferente, no entanto, como forma de tornar a análise subsequente mais robusta estes serão colocados como integrantes da mesma cesta. Para justificar esta colocação foi realizada uma análise de correlação entre o número de aparição variável nas atas. **Apesar do número de vezes com que R aparecer ser muito superior ao número de vezes com que o U aparece (Graf. 1) como ocorre também nos resultados encontrados por Dow (2008). Diferem, no entanto, quanto a correlação encontrada entre U e R, considerando-se o total das atas. (BONTORIN, 2014, cap.5, grifo nosso).**

É interessante observar que nas atas do *Bank of England*, a correlação corresponde a 27%, no período analisado pela autora. O que indica que nesse país existe uma representação maior importância do *risco* como forma da comunicação. Por outro lado, as atas do Copom resultaram numa correlação de 80%, considerando-se o total das atas analisadas, o que permite a constatação de que R e U possuem uma relevância na sinalização quase equivalente no caso brasileiro.

Contudo, de acordo com o método utilizado “[...] as variáveis são abordadas posteriormente como integrantes de uma mesma cesta, sendo utilizada uma soma dos dois indicadores nomeada como incerteza”. (BONTORIN, 2014, p.22).

Isso, em alguma medida, diminui a utilidade de uma abordagem semântica a *la Cobham* (2002 e 2003), ao homogeneizar a frequência léxica das palavras risco e incerteza no fim. Mas, por outro lado, torna a crítica de Dow *et. al.* (2009) ao método de Cobham mais pertinente: pois, analisando a frequência léxica obtêm-se uma manifestação explícita da incerteza, com pouca interferência do investigador. De toda forma, os gráficos a seguir apontam alguns resultados muito úteis para o estudo do caso brasileiro de 1999 a 2013. Contudo, é válido uma ressalva sobre a correlação de Pearson ou, até mesmo, uma regressão econométrica entre a Selic e a incerteza. O método baseado em Dow, Klaes e Montagnoli (2009, p.584-586), é utilizado adequadamente quando a frequência léxica não é tratada como mera correlação com a taxa de juros. Porque, neste caso, poderia ser uma correlação espúria. Pois, a sinalização do movimento da taxa Selic e o uso da palavra incerteza nas atas constitui parte da estratégica retórica de comunicação do banco central. Acontecendo isso no contexto de uma política monetária, a questão exige, portanto, uma análise econômica dos fundamentos que permitiram o estabelecimento de tal correlação. (COBHAM, 2002, 2003).

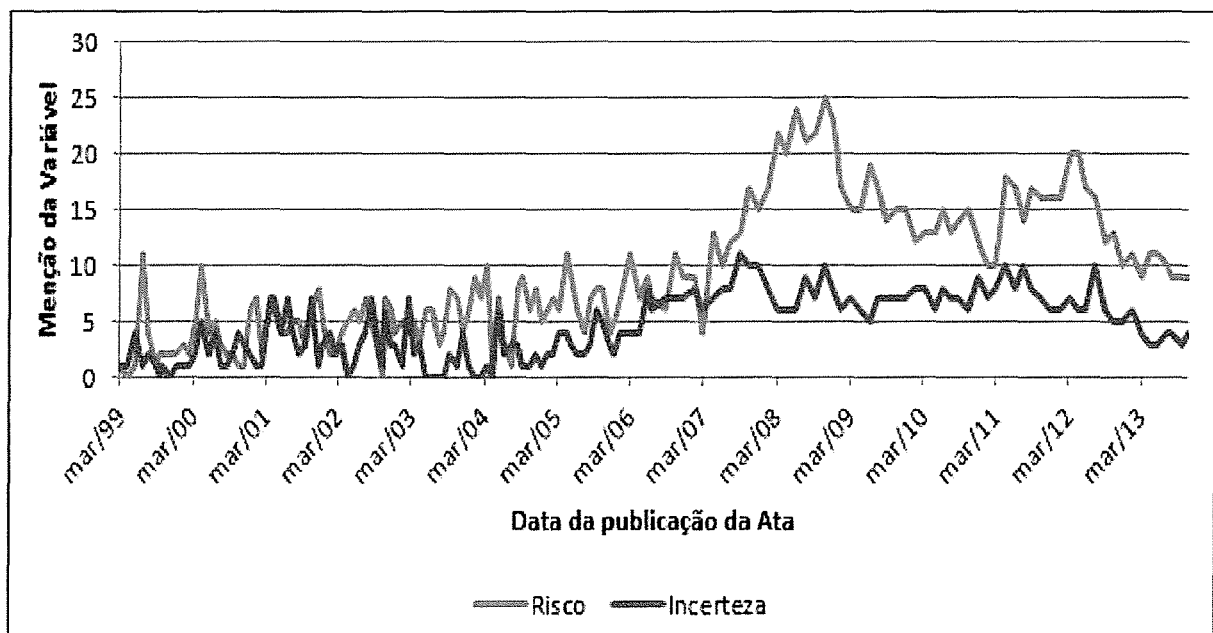


GRÁFICO 1 – MENÇÃO DA VARIÁVEL INCERTEZA E RISCO.
FONTE: BONTORIN (2014).

Deste modo, esse indicador da incerteza reflete o grau de incerteza comunicado pelo Copom por meio de suas atas, por meio da extração léxica de termos que remetem a incerteza. O GRÁFICO 1 acima apresenta um aumento gradual dessa comunicação desde 1999. Alternativamente, a taxa de juros tem uma queda sistemática enquanto a comunicação dessas variáveis que remetem à incerteza tem um aumento persistente ao longo do tempo. Ou seja, trata-se de uma correlação inversa de 67% conforme o GRÁFICO 2. Isso cria uma tendência de redução da Selic, ao passo que a sinalização da incerteza aumenta. De fato, “[...] a média de menções a Incerteza apresentas por Ata aumenta consideravelmente de um período para outro, havendo apenas uma queda no período de 2011 a 2013 em relação ao período anterior [...]”. (BONTORIN, 2014, cap.5).

Esse comportamento demonstra que o Copom ao aumentar a meta para a taxa Selic, sinaliza menos os termos associados à incerteza, de modo a agrupar as expectativas. Portanto, o Comitê não suavizou a meta para a taxa Selic por uma questão teórica, mas porque é possível utilizar a estrutura a termo da taxa de juros (ETTJ) a favor da política monetária. Em outras palavras, o Copom agrupa as expectativas dos agentes privados, de modo a evitar que o Banco Central e o instrumento de política monetária sejam fatores de acréscimo da percepção da incerteza. Nesse sentido, a manutenção ou demora dos ajustes, por um lado, e a diminuição de sua intensidade, por outro, criam uma âncora ou “ponto focal” para as expectativas dos agentes. Assim, uma política monetária persistente permite a autoridade monetária definir, com maior autonomia, um caminho para os movimentos futuros da política de juros.

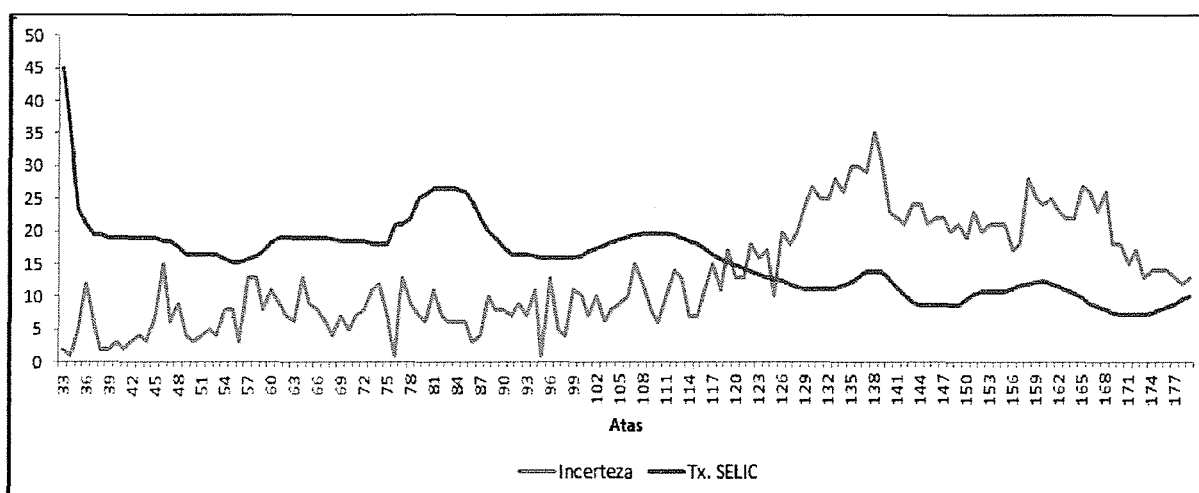


GRÁFICO 2– O MOVIMENTO DA SELIC E A FREQUÊNCIA LÉXICA DA INCERTEZA: 1999 A 2014.
FONTE: BONTORIN (2014).

Logo, numa estratégia de confiança, o Comitê de Política Monetária precisa apenas conduzir as expectativas para um caminho compatível com a meta de inflação. Não existe a necessidade de pressupor uma certeza plena ou, no mínimo, equivalente, na relação com os agentes. (LE HERON; CARRÈ, 2006). Da mesma forma, os agentes num ambiente de incerteza plena procuram a moeda mais líquida para ancorar as suas expectativas. Assim sendo, o sinal que o Copom emite em sua comunicação é utilizado para conformar convenções e, até mesmo, uma instituição da política monetária. (BACEN. Atas do Copom, 2014).

4.2 A INCERTEZA NO CASO BRASILEIRO

A presente seção tem por objetivo analisar o RMMI do Brasil, avaliando o papel da incerteza na condução da política monetária. O método de análise é baseado no trabalho de David Cobham (2002, p.168-189) e (2003, p.468-478). A seção se organiza de acordo com as presidências do BACEN. Assim sendo, a subseção 4.2.1 se refere ao período de Armínio Fraga (1999-2002), as subseções 4.2.2 e 4.2.3 se referem, respectivamente, aos períodos de Henrique Meirelles (2003 a 2006) e (2007 a 2010). Por fim, a subseção 4.2.4 se refere à presidência de Alexandre Tombini¹⁸ (2011 a 2013).

A seção 4.2 tem toda a sua análise estruturada a partir das figuras/quadros que sintetizam o processo decisório em todo o período. Os quadros reúnem informações sobre: **(i)** a possível formação de consenso no fim do processo decisório (votação); **(ii)** os argumentos de “natureza estratégica” (*tactical*), e os demais classificados como “outros” (*others*); **(iii)** a base para a decisão final - um elemento presente nos “fundamentos” (por exemplo, oferta e demanda agregada), ou questões de “outra” natureza (por exemplo, as expectativas de guerra no oriente médio se dissiparam); **(iv)** o nível da meta para a taxa básica de juros; **(v)** o movimento da meta para a taxa Selic ao longo do tempo; e **(vi)** a existência de reuniões extraordinárias e o possível uso de viés.

Lendo da esquerda para a direita, a primeira coluna contém a data e o número da reunião do Copom. A segunda coluna a intensidade e tendência das

¹⁸ Ele permanece como Presidente do Banco Central do Brasil até o momento. Diferente do *Federal Reserve* estadunidense, no Brasil o cargo é de nomeação e livre exoneração por parte do presidente da república em exercício.

variações na taxa Selic. Seguindo adiante, a terceira coluna indica o nível anterior da taxa Selic, assim como a aplicação de viés de alta ou baixa na reunião (representado por setas ao lado). A quarta coluna indica o resultado da votação, sendo que o primeiro número representa os votos favoráveis, e o segundo número os votos contrários à decisão (isto é, 5:3 expressa uma decisão não consensual, com cinco membros no comitê favoráveis e três contrários). A quinta coluna indica as questões que não fazem parte dos “fundamentos e argumentos utilizados” na decisão final, de acordo com duas classificações: estratégicos (E), e “outras considerações” (O). Por fim, a sexta coluna classifica a *base para a decisão* comunicada pelo Copom em: fundamentos (F) e outros elementos (O).

Ademais, ao término da descrição das figuras que resumem a política monetária, um quadro descreve o tipo de base para a decisão que predominou em determinado ano. No mesmo quadro ainda se encontra uma classificação do grau de incerteza enfrentado pelo Comitê no ano de um a três. Sendo 01 uma incerteza leve, 02 moderada e 03, intensa. A análise do grau de incerteza se realizou com base nas atas do Copom, mas está obviamente sujeita a uma arbitrariedade do pesquisador. Conforme Dow *et alli* (2009, p.594-595) pontifica existe um problema no método de David Cobham (2002, 2003) que está justamente na questão da análise semântica. Porque tal método de pesquisa pode incorrer em escolhas e arbitrariedades do investigador que prejudicariam o resultado. Contudo, a análise de Dow, Klaes e Montagnoli (2009), também está sujeita a problemas com a base de dados na elaboração da frequência léxica e sua análise.

Para encerrar o capítulo quatro, se analisa, com mais profundidade, o período do RMMI, destacando o papel da incerteza em cada ano de 1999 a 2010. Os três últimos anos (2011 a 2013) são analisados em conjunto. O método consistiu no acesso direto as atas do Copom por meio da leitura e extração de trechos relevantes.

4.2.1 A política de juros de 1999 a 2002 (Presidência de Armínio Fraga).

O Copom teve uma imensa dificuldade em assumir o controle e responsabilidade do RMMI, poucos meses após a rápida desvalorização do Real no primeiro semestre de 1999. Em todas as reuniões anteriores à adoção do sistema de metas, a questão cambial se tornou o tema principal. (BACEN. Atas do Copom, 2014

[1999], 32^a a 35^a). Neste sentido, houve muita instabilidade e dificuldade para controlar a inflação, pois o momento foi caracterizado por uma crise e ruptura com as bandas cambiais. Ademais, neste contexto instável e de elevada incerteza (não havia um modelo oficial para se sinalizar algum outro tipo de incerteza ou informação). A instalação do RMMI no Brasil se deu, por fim, num ambiente de incerteza fundamental e forte. (DEQUECH, 1999a, 2000). Isto é, a instalação do RMMI ocorre em um período de quebras estruturais, ruptura e crise em relação às convenções e comportamentos anteriores. (LAWSON, 1985, p.920-926). A preocupação com a volatilidade e a desvalorização do Real pautou as reuniões do primeiro semestre de 1999, a ponto do Comitê de Política Monetária ter que reafirmar que:

[...] o objetivo primeiro do Banco Central é o de manutenção da estabilidade de preços, [...] e o nível da taxa de juros tinha que ser suficientemente alto para fazer frente às pressões inflacionárias existentes, que, como se viu, são de origem cambial. (BACEN. Atas do Copom, 2014 [1999], 32^a a 35^a).

Nesta conjuntura macroeconômica e política, a taxa de câmbio se estabilizou em torno de R\$ 1,70 e a taxa de juros declinou rumo aos 23,5%aa. A economia brasileira, contudo, encerrou o ano de 1999 com uma taxa básica de juros (real) próxima dos 15% ao ano. Entretanto, qual foi o tipo e a função da incerteza no processo decisório do Copom? O objetivo, aqui, não é realizar uma história macroeconômica resumida, porém, analisar as categorias descritas nas figuras, elaboradas segundo um método¹⁹, para distinguir os momentos de elevado risco com aqueles períodos de incerteza. E, nesses últimos, o objetivo é compreendê-la para depois classificá-la e descobrir se a incerteza tem alguma relação com a taxa de juros decidida. Em outras palavras, pode-se resumir o questionamento dessas subseções é o seguinte: qual a função da incerteza na institucionalidade da política monetária do Brasil, durante o RMMI? A análise se inicia com as FIGURAS 2 e 3 referentes aos anos de 1999 e 2000, a seguir.

¹⁹ Sobre o método de estudo utilizado, ver a primeira página do capítulo 4 e da seção 4.1.

| Reunião / Data | Aumento ou Diminuição | Nível anterior | Votação | Questões que não fazem parte dos fundamentos e argumentos usados: 'estratégico' (E) e 'outras' (O) considerações | Base para a decisão: fundamentos (F) / outros (O) |
|--------------------------------|-------------------------|--------------------|---------|--|---|
| 32ª, 18/01/1999 | -4pp Selic +5pp Tban | 29%aa S 36%aa T | 6:0 | (O) "Incerteza reinante entre os agentes econômicos por causa das duas mudanças consecutivas na política cambial". | (F) Desvalorização cambial. |
| *33ª, 04/03/1999 | +20pp | 25%aa | 8 (nd) | ----- | (F) aumento do IPC, IGP e IPA. |
| 34ª, 14/04/1999 | -11pp | 45%aa | 8:0 | (O) "incertezas ainda existentes na economia brasileira conduzem necessariamente à opção por um viés ainda mais elevado". (E) ajuste da taxa nominal à trajetória de preços – manutenção da distensão gradual da política monetária. | (F) Queda das taxas de inflação e valorização do BRL. |
| 35ª, 19/05/1999 | -10,50pp | 34%aa | 8:0 | (O) Incertezas no cenário externo e valorização do EUR frente ao USD. | (O) Expectativas dos agentes indicam queda da inflação; ETTJ desloca-se para baixo. |
| **36ª, 23/06/1999 (RMMI) | -2,5pp | 23,50%aa | 8:0 | (O) Expectativa de aumento leve e persistente da taxa básica estadunidense. | (F) cenário macroeconômico interno favorável. |
| 37ª, 28/07/1999 | -1,50pp | 21%aa | 7 (nd) | (E) "Dos exercícios de simulação, conclui-se que haveria espaço para reduzir a taxa de juros sem comprometer as metas para a inflação para 1999, 2000 e 2001". | (F) "indicadores de inflação e da política fiscal são favoráveis". |
| 38ª, 01/09/1999 | Manutenção | 19,5%aa | 8 (nd) | (E) "Dos exercícios de simulação, conclui-se que, nos cenários mais prováveis, a manutenção da taxa de juros no nível atual de 19,5% a.a. permite atingir com folga as metas para a inflação em 1999, 2000 e 2001". | (F) "O balanço de demanda e oferta agregadas indica ausência de pressões inflacionárias de curto prazo". |
| 39ª, 22/09/1999 | -0,5pp | 19,5%aa | 7:0 | (E) "Dos exercícios de simulação, conclui-se que, nos cenários mais prováveis, a manutenção da taxa de juros no nível de 19,5% a.a. permite atingir com folga as metas para a inflação em 1999, 2000 e 2001". | (F) "não há pressões de oferta ou demanda sobre a inflação e as expectativas convergem para o cumprimento da meta neste ano". |
| 40ª, 06/10/1999 | Manutenção | 19%aa | 7:0 | ----- | (F) IPCA sob controle. |
| 41ª, 10/11/1999 | Manutenção | 19%aa | 7 (nd) | (E) "a manutenção da taxa de juros no nível atual permite atingir com folga as metas para a inflação em 1999, 2000 e 2001". | (O) Balizar aa expectativas e confirmar o diagnóstico IPCA. |
| 42ª, 15/12/1999 | Manutenção | 19%aa | 6(nd) | (O) incerteza quanto à evolução dos preços administrados. | (O) expectativas e incertezas sobre a inflação. |

FIGURA 2 – AS BASES DA DECISÃO NA POLÍTICA DE JUROS, ANO DE 1999.

FONTE: O autor (2012 e 2014).

*Nesta reunião foi decidido que a taxa Selic seria o principal instrumento de política monetária. ** Primeira reunião no Regime Monetário de Metas de Inflação (Decreto 3.088 de 21.06.99).

No ano de 1999, o Copom realizou onze (11) reuniões, sendo quatro anteriores à instalação do sistema de metas de inflação (32^a, 33^a, 34^a, 35^a). O ano se caracteriza pela substituição da taxa de câmbio e Tban, enquanto instrumentos de política monetária, pela taxa Selic. A principal característica de 1999 é a intensa volatilidade e intensidade dos ajustes na política de juros. Em outras palavras, aconteceram muitas reversões (com direção e sinal oposto) e em níveis muito elevados: por exemplo, em abril de 1999 quando se decide pelo declínio de 11pp na taxa Selic. No mês seguinte, novamente se utiliza um viés de queda e a taxa é reduzida em 10,5pp. No dia 23/06/1999, na 36^a reunião, inaugurando as metas de inflação no país, o Copom assume com um nível da taxa Selic de 23,5%aa e viés de queda. A partir de junho, os ajustes se tornam menos intensos e ocorrem quatro decisões de manutenção da taxa básica (todas consensuais). É fundamental analisar que essas decisões foram pautadas por elementos estratégicos (E), com base em modelos macroeconômicos segundo uma regra *a la* Taylor (1993). Assim, a comunicação do período se caracteriza pela seguinte expressão:

[...] Dos exercícios de simulação, conclui-se que nos cenários mais prováveis, a manutenção da taxa de juros no nível de 19,5%a.a. permite atingir com folga as metas para a inflação em 1999, 2000 e 2001. (BACEN. Atas do Copom, 2014 [1999], 39^a).

O exemplo da 39^a reunião representa, em geral, toda a maneira de se pensar e decidir a política de juros no segundo semestre de 1999. Por outro lado, na última reunião do ano (42^a), o Copom utiliza outros elementos que não fazem parte dos “fundamentos e argumentos” utilizados como base para a decisão. O Comitê informa que existe incerteza quanto à evolução dos preços administrados. E a base para a decisão foi um elemento que não faz parte dos fundamentos de macroeconomia (ortodoxa), ou seja, uma “outra” (*others*) consideração que comunica a existência de expectativas e incertezas sobre a inflação. Enfim, ao longo do ano o processo decisório se caracterizou por oito decisões baseadas nos fundamentos (F) e três com base em outros elementos (O).

Enfim, a taxa Selic iniciou 1999 num nível de 29%aa, atingiu o seu auge com 45%aa (em abril) e encerrou o ano em 19%aa (em termos nominais). Ademais, o ano teve quatro (04) questões “estratégicas” e cinco (05) de “outra” natureza, que compõe os argumentos utilizados durante a reunião, mas não servem como base para a decisão.

| Reunião / Data | Aumento ou Diminuição | Nível anterior | Votação | Questões que não fazem parte dos fundamentos e argumentos usados: 'estratégico' (E) e 'outras' (O) considerações | Base para a decisão: fundamentos (F) / outros (O) |
|--------------------|-----------------------------|----------------|---------|--|--|
| 43ª, 19/01/2000 | Manutenção | 19%aa | 6 (nd) | (O) O cenário considera riscos provenientes dos preços públicos, agrícolas e da política monetária nos países desenvolvidos. | (F) Queda do IPCA. |
| 44ª, 16/02/2000 | Manutenção | 19%aa | 7 (nd) | (O) O cenário considera riscos provenientes dos preços públicos, agrícolas e da política monetária nos países desenvolvidos. | (F) Oferta e Demanda Agregada. |
| 45ª, 22/03/2000 | Manutenção | 19%aa | 7 (nd) | (O) Possibilidade de reduzir a taxa de juros, mas persistem expectativas de aumento da inflação no 2º semestre. | (F) Oferta e Demanda Agregada. |
| 46ª, 19/04/2000 | Manutenção | 18,5%aa | 7:1 | (O) Riscos e incertezas oriundas da política monetária americana, dos preços do petróleo e da questão dos saldos dos FGTS. | (F) Inflação adequada às metas. |
| 47ª, 24/05/2000 | Manutenção | 18,5%aa | 7:1 | --- | (F) Oferta e Demanda Agregada |
| 48ª, 20/06/2000 | -1pp | 18,5%aa | 7:1 | (O) "resultados recentes da inflação mudaram significativamente a expectativa do Copom em relação à inflação para 2000". | (F) IPCA em queda. |
| 49ª, 19/07/2000 | -0,5pp | 17%aa | 6:0 | (O) Desfecho favorável para os fatores de incerteza do 1º semestre. | (F) Oferta e Demanda Agregada. |
| 50ª, 23/08/2000 | Manutenção | 16,5%aa | 8 (nd) | (O) Inflação de julho ficou acima do esperado. | (F) Expectativa de deterioração do cenário macroeconômico. |
| 51ª, 20/09/2000 | Manutenção | 16,5%aa | 8 (nd) | (O) Incerteza e alta volatilidade dos preços do petróleo. | (F) Oferta e Demanda Agregada. |
| 52ª, 18/10/2000 | Manutenção | 16,5%aa | 7 (nd) | --- | (F) Queda da inflação. |
| 53ª, 22/11/2000 | Manutenção | 16,5%aa | 8 (nd) | --- | (F) Oferta e Demanda Agregada. |
| 54ª, 20/12/2000 | -0,75pp | 16,5%aa | 8 (nd) | (O) Cenário externo favorável apesar de incertezas diversas. | (F) Expectativa de queda da inflação em 2001. |

FIGURA 3 – AS BASES DA DECISÃO NA POLÍTICA DE JUROS, ANO DE 2000.

FONTE: O autor (2012 e 2014).

No ano de 2000 houve 12 reuniões, sendo que nove tiveram como resultado a manutenção da taxa Selic, ao passo que três (03) resultaram no declínio da taxa básica. A tendência foi de queda, partindo de 19%aa em 19 de janeiro para 16,5%aa na 54ª reunião, no dia 20/12/00. É importante observar que o Copom utilizou duas vezes o viés de baixa junto com a manutenção da taxa. Isso foi um esboço de sinalização da política monetária no período de implantação e aprendizado (1999-2003).

Contudo, os resultados mais adiante (em termos de confiança, suavização e nível da Selic) indicam que esses sinais foram compreendidos de maneira difusa pela sociedade. Pois, de um lado, o Copom utilizou o viés para indicar o sentido da política de juros, mas, de outro, o elevado número de reversões em relação às continuidades (C/R) passava desconfiança e incerteza. Ao longo do ano houve nove (09) decisões de manutenção, contra três de alteração (Δ). As reuniões tiveram nove consensos, contra três reuniões não consensuais. É válido ressaltar que na contagem também se consideram reuniões cujos dados estão indisponíveis. Porque na origem do regime de metas de inflação, o Copom era claro e direto na sua comunicação quanto aos resultados não consensuais.

Das questões que não fazem parte dos argumentos e fundamentos utilizados como bases para a decisão, predominaram as "outras considerações" (O) presentes em nove reuniões. Essas considerações, em geral, se baseiam na elaboração e análise de cenários macroeconômicos. Alternativamente, as bases para a decisão foram os "fundamentos de macroeconomia", em especial oferta agregada, demanda e o nível de preços nas doze reuniões.

| Reunião/ Data | Aumento ou Diminuição | Nível anterior | Votação | Questões que não fazem parte dos fundamentos e argumentos usados: 'estratégico' (E) e 'outras' (O) considerações | Base para a decisão: fundamentos (F) / outros (O) |
|--------------------|--------------------------|----------------|----------|---|--|
| 55ª, 17/01/2001 | -0,5pp | 15,75%aa | 7 (nd) | (O) O cenário contempla algumas incertezas referentes ao preço do petróleo e a economia da Argentina. | (F) Oferta e Demanda Agregada. |
| 56ª, 14/02/2001 | Manutenção | 15,25%aa | 8:0 (nd) | (O) Incerteza quanto à elevada volatilidade dos preços do petróleo que pode afetar diretamente o IPCA via produtos derivados. | (F) Fundamentos. |
| 57ª, 21/03/2001 | + 0,5pp | 15,25%aa | 7:0 (nd) | (O) Questão do grau de repasse da depreciação cambial aos preços finais; (O) Incerteza quanto às expectativas de inflação. | (F) Demanda Agregada e Oferta. (O) Incerteza persistente. (O) Incerteza referente ao câmbio & (F) continuidade da pressão na DA. |
| 58ª, 18/04/2001 | +0,5pp | 15,75%aa | 7:0 | (O) Aquecimento da demanda nos últimos meses, num ambiente de retração mundial e crescente aversão ao risco. | (O) Incerteza quanto à crise energética e pressão na DA. |
| 59ª, 23/05/2001 | +0,5pp | 16,25%aa | 8:0 | (E) Necessidade de reforço da política monetária devido aos efeitos secundários da crise energética e a persistência das pressões inflacionárias. | (O) reversão das expectativas para o centro da meta. |
| 60ª, 20/06/2001 | +1,50pp | 16,75%aa | 8:0 | (E) Reforço na política monetária: intuito de realinhar a trajetória esperada da inflação às metas estabelecidas. | (O) Aumento do núcleo da inflação e depreciação. |
| 61ª, 18/07/2001 | +0,75pp | 18,25%aa | 7:0 | (O) Desenrolar incerto dos choques adversos na energia e câmbio. | (O) Inflação está adequada à meta. |
| 62ª, 22/08/2001 | Manutenção | 19%aa | 8:0 | (O) Incerteza de curto prazo no mercado cambial e expectativa de melhora no BP no médio prazo. | (O) Inflação está adequada à meta. |
| 63ª, 19/09/2001 | Manutenção | 19%aa | 7:0 | (O) Efeitos dos atentados de 11/09 ainda não se refletiram nos indicadores; risco de repasse câmbio -> IPCA. | (O) Expectativa de deterioração do cenário. |
| 64ª, 17/10/2001 | Manutenção | 19%aa | 7:0 | (O) A curva de juros apresentou volatilidade por causa do 11-set e da incerteza sobre a Argentina. | (O) Menor inclinação da curva de juros pode indicar pressão inflacionária. |
| 65ª, 21/11/2001 | Manutenção | 19%aa | 7:0 | (O) Queda no preço do petróleo e expectativa de crescimento da economia brasileira. | (O) Incertezas quanto à Argentina, aos Estados Unidos e o repasse cambial. |
| 66ª, 19/12/2001 | Manutenção | 19%aa | 7:0 | (O) Cenário mundial incerto com desaceleração intensificado pela recessão nos EUA. | |

FIGURA 4 – AS BASES DA DECISÃO NA POLÍTICA DE JUROS, ANO DE 2001.
FONTE: O autor (2012 e 2014).

Na FIGURA 4, o ano de 2001 é inicialmente analisado segundo as categorias de Cobham (2002 e 2003). Houve doze reuniões do Copom, de acordo com o regulamento²¹ que estabelecia o intervalo de 30 dias entre uma e outra. A relação entre as decisões de manutenção e alteração (Δ) ficou igual: seis a seis. O ano teve uma tendência de elevação, partindo da 55ª reunião num nível de 15,75%aa para 19%aa na 66ª reunião (no dia 19/12/01). É interessante notar que em 2001 houve um consenso pleno nas doze reuniões. Segundo Chappel *et alli* (2005), quando ocorrem esses consensos, isso não significa necessariamente que houve um entendimento comum entre os membros do comitê. É possível que tenha havido o predomínio do presidente, conforme o exemplo da “Era Greenspan” no Federal Reserve e Fomc. Infelizmente, no caso brasileiro, não é possível fazer uma análise aprofundada do caso do Copom porque não se tem acesso ao que cada membro falou na reunião.

Das questões que não fizeram parte da argumentação utilizada para a decisão, dez (10) foram pautadas por “outras” considerações (O) e duas foram de “natureza estratégica” (E). Em especial, as doze “outras” se caracterizam por uma análise do cenário macroeconômico mundial, incerteza, os atentados terroristas de 11/09 e a crise na Argentina. Os argumentos “estratégicos” foram pautados por um entendimento mais mecânico da política de juros, no sentido de inserir as variáveis numa função de reação e adequar a trajetória da Selic à meta de inflação. As bases para a decisão também foram pautadas por “outros” elementos (em sete das doze reuniões). Em três reuniões (55ª, 56ª, 61ª), os fundamentos (F) motivaram a decisão. Noutras duas reuniões (57ª e 58ª), o processo decisório foi baseado num conjunto híbrido entre os fundamentos (F) e os outros elementos (O).

²¹ A partir do ano de 2006, as reuniões passaram a ter um intervalo máximo de 45 dias.

| Reunião / Data | Aumento ou Diminuição | Nível anterior | Votação | Questões que não fazem parte dos fundamentos e argumentos usados: 'estratégico' (E) e 'outras' (O) considerações | Base para a decisão: fundamentos (F) / outros (O) |
|----------------------------------|-----------------------|----------------|---------|--|---|
| 67ª, 23/01/2002 | Manutenção | 19%aa | 9:0 | ----- | (O) Queda lenta da inflação e incertezas. |
| 68ª, 20/02/2002 | -0,25pp | 19%aa | 5:3 | (E) Como a projeção do Copom está no limite inferior da meta de 2002, a política poderia ser flexibilizada. | (O) Expectativa de queda na inflação e melhora no cenário. |
| 69ª, 20/03/2002 | -0,25pp | 18,75%aa | 8:0 | (O) A curva de juros apresentou deslocamento para baixo para todos os prazos, mantendo a inclinação negativa para o curto prazo. | (O) Apesar da queda da inflação e do cenário externo positivo, momento exige cautela. |
| 70ª, 17/04/2002 | Manutenção | 18,50%aa | 6:0 | (O) A economia mundial tem desempenho acima do esperado pelo mercado. | (O) Convergência lenta da inflação à meta. |
| 71ª, 22/05/2002 | Manutenção | 18,50%aa | 5:3 | (O) Trajetória de queda da inflação recomendaria uma flexibilização monetária. | (O) Expectativa de deterioração do cenário. |
| 72ª, 19/06/2002 | Manutenção | 18,50%aa | 8:0 | (O) Desde a 71ª com o aumento da incerteza sobre o futuro do país, BRL -7,5% e o EMBI+ aumentou 930pb. | (O) Momento exige cautela. |
| 73ª, 17/07/2002 | -0,5pp | 18,50%aa | 5:2 | (E) A elevação na aversão ao risco das empresas e a incerteza quanto ao Brasil requer uma resposta que vai além da política monetária. | (O) Incertezas quanto ao cenário externo e interno futuros exigem cautela. |
| 74ª, 21/08/2002 | Manutenção | 18%aa | 8:0 | (O) Aumento da incerteza desde julho, depreciação de 9,4% do BRL e o EMBI+ atingiu 2000pts. | (O) Acordo dos candidatos à Presidência com o FMI. |
| 75ª, 18/09/2002 | Manutenção | 18%aa | 6:0 | (E) Incerteza quanto à volatilidade dos mercados financeiros e desconfiança dos agentes quanto à coerência da política econômica nos próximos anos mantiveram o EMBI+ elevado. | (O) Incerteza: setor externo e política interna |
| 76ª, 14/10/2002 (Extraordinária) | + 3,0pp | 18%aa | 8:0 | (O) O Copom vinha baseando suas projeções em um cenário básico no qual a transição para o futuro governo ocorreria sem turbulências exageradas ou prolongadas. | (F) depreciação cambial seguida por rápido repasse para o IPCA. |
| 77ª, 23/10/2002 | Manutenção | 21%aa | 8:0 | (O) Incerteza quanto à futura condução da política econômica, escândalos em | (F) Aumentos da inflação e das expectativas de |

FIGURA 5 – AS BASES DA DECISÃO NA POLÍTICA DE JUROS, ANO DE 2002.
 FONTE: O autor (2012 e 2014).

A FIGURA 5 sintetiza o complexo e instável ano de 2002. Neste ano, houve onze reuniões do Copom (da 67ª a 77ª). O processo decisório resultou em sete (07) decisões de manutenção e quatro (04) de alteração (Δ), sendo que essas últimas representam três decisões de declínio e uma de aumento. O Copom utilizou duas vezes o “viés de baixa” durante decisões de manutenção da Selic (72ª e 74ª). A tendência da meta para a taxa Selic foi de elevação, saindo de um patamar de 19%aa no final de janeiro, e atingindo 21%aa na última reunião (dia 23/10/02). Durante a decisão que ocorre sempre às quartas-feiras, ocorreram oito decisões consensuais e três não consensuais. Destaca-se que a decisão de elevar **3pp** numa reunião extraordinária foi um consenso entre os oito membros do comitê (76ª).

Das questões que não fazem parte dos argumentos e fundamentos usados diretamente para a decisão: sete tiveram “outras” motivações, três resultaram de um comportamento “estratégico” e uma reunião não teve argumentos relevantes (67ª). Das sete reuniões em que se argumentaram outros elementos, o principal motivo foi a análise dos cenários macroeconômicos, a incerteza, e a curva de juros (ETTJ). Por outro lado, as três reuniões com argumentação estratégica (*tactical*) tiveram as seguintes motivações: (i) as projeções do índice de preços (68ª), (ii) a elevação da aversão ao risco das empresas e incerteza quanto ao futuro da economia brasileira (73ª), e (iii) uma rápida resposta às incertezas quanto ao Brasil e a volatilidade do mercado financeiro (75ª).

Após uma forte depreciação do Real devido às eleições presidenciais de outubro e novembro de 2002, o ano se encerra com 09 reuniões, cujas, *bases para a decisão* foram “outros” elementos, e duas motivadas pelos “fundamentos” de macroeconomia. Neste ano, a depreciação cambial teve um rápido repasse para o IPCA, o que resultou num aumento da inflação e suas expectativas (reuniões 76ª e 77ª). Alternativamente, as nove reuniões com base em outros elementos utilizaram de uma argumentação assentada na: (i) trajetória estimada da inflação, (ii) expectativas de queda na inflação, (iii) cautela quanto ao cenário, (iv) previsão de convergência do IPCA à meta de inflação, (v) incerteza quanto ao cenário externo e interno, (vi) acordos ou contratos dos candidatos à presidência da república com o Fundo Monetário Internacional, e (vi) incerteza quanto ao setor externo mas, também, quanto a política econômica brasileira do ano seguinte (2003).

4.2.2 A política de juros de 2003 a 2006 (Presidência de Henrique Meirelles).

A FIGURA 6, a seguir, resume a política de juros no ano de 2003. A nova equipe escolhida pelo Presidente Luiz Inácio Lula da Silva assumiu o Copom num contexto de instabilidade e expectativas negativas sobre a nova política macroeconômica. O IPCA de 2002 havia fechado em 12,53%, muito acima da meta de 3,5% + ou - 2pp. Para 2003, o Conselho Monetário Nacional (CMN) fixou a mesma meta de 2002. Entretanto, a meta para a inflação teve que ser reajustada com base nas projeções e cenários futuros. A nova meta para o IPCA ficou no intervalo de 4 + ou - 2,5%, ou seja, a inflação não poderia ultrapassar 6,5% no ano. A taxa de câmbio teve uma trajetória que foi de R\$ 3,44 por dólar (em janeiro), para BRL 2,88 / USD (em junho), e fechou o ano em BRL 2,93 / USD (em dezembro). Essa relativa apreciação do Real e estabilidade da taxa de câmbio auxiliaram o Copom na retomada da confiança dos agentes e definição de uma nova trajetória para a Selic e Inflação.

O ano teve 12 reuniões do Copom (da 80^a a 91^a), sendo que nove delas resultaram numa alteração (Δ) da meta para a taxa Selic, e três na manutenção da taxa básica. Houve a utilização de um viés de alta na 82^a reunião (março de 2003), após uma decisão de manter a Selic em 26,5%aa. A tendência da meta para a taxa Selic ao longo do ano foi de queda acentuada, após as duas primeiras reuniões. A taxa iniciou num patamar de 25%aa (em termos nominais) e encerrou em 17,5%aa. Onze de doze reuniões tiveram unanimidade ou consenso da equipe na decisão final.

Das questões que não fazem parte dos *argumentos e fundamentos usados diretamente para a decisão*: sete tiveram "outras" (O) motivações (81^a, 82^a, 83^a, 86^a, 90^a e 91^a), enquanto quatro foram motivadas por questões estratégicas (E), e uma não apresentou informação relevante (89^a). Nas sete reuniões em que se argumentaram outros elementos, os principais motivos foram: (i) crise de confiança em relação ao futuro da economia brasileira, (ii) incerteza sobre a possibilidade de alterar a meta de inflação por conta dos preços administrados e do petróleo, (iii) declínio do "risco país", mensurado pelo EMBI+ do banco JP Morgan, (iv) as taxas futuras na estrutura a termo das taxas de juros apresentaram redução, (v) indícios

de recuperação da economia norte-americana, (vi) queda das projeções de inflação, e (vii) incertezas sobre os mecanismos de transmissão da política monetária.

Em 2003, as *bases para a decisão* tiveram a seguinte relação: oito decisões informadas por “outros” elementos (*others*) e quatro baseadas nos “fundamentos” de macroeconomia. Em geral, as decisões informadas por outros elementos tiveram as seguintes motivações: (a) projeções com a meta de inflação, (b) cenários e projeções indicando necessidade de reforço na política de juros, (c) preocupação com as defasagens na política monetária, (d) incerteza quanto ao IPCA e a mudança na meta de inflação, (e) cautela e precaução devido às incertezas e riscos, (f) simulações de ajuste e convergência da meta de inflação com a Selic, e (g) expectativas de inflação considerando o cenário externo.

| Reunião / Data | Aumento ou Diminuição | Nível anterior | Votação | Questões que não fazem parte dos fundamentos e argumentos usados: 'estratégico' (E) e 'outras' (O) considerações | Base para a decisão: fundamentos (F) / outros (O) |
|-----------------|-----------------------|----------------|---------|--|---|
| 80ª, 22/01/2003 | +0,5pp | 25%aa | 8:0 | (E) Exercícios de simulação indicam que a taxa de juros em 25% aa implicam numa inflação acima da meta. | (O) Projeções com a meta atual indicam inflação acima da meta. |
| 81ª, 19/02/2003 | +1pp | 25,5%aa | 8:0 | (O) Crise de confiança em relação ao futuro da economia brasileira exigiu depreciação do real. (E) Um reforço adicional na política monetária. | (O) Necessidade de um reforço na política monetária. |
| 82ª, 19/03/2003 | Manutenção | 26,5%aa | 8 (nd) | (O) O Copom julga prematura alterar a meta ajustada por causa de expectativas de elevações nos preços administrados e petróleo. | (O) Defasagem da política monetária e incertezas. |
| 83ª, 23/04/2003 | Manutenção | 26,5%aa | 7 (nd) | (O) As condições de financiamento externo apresentaram melhora. O Embi+ recuou mais de 200 pontos desde a última reunião do Copom | (O) O cenário ainda exige cautela. |
| 84ª, 21/05/2003 | Manutenção | 26,5%aa | 8:0 | (O) Após última reunião, as taxas de juros futuras apresentaram redução e os bancos centrais do mundo mantiveram a taxa de juros inalterada. | (O) Consolidação da queda da inflação. |
| 85ª, 18/06/2003 | -0,5pp | 26,5%aa | 8:0 | (E) Projeções do Banco Central e expectativas dos analistas convergem para a trajetória de metas. | (F) Queda da inflação. |
| 86ª, 23/07/2003 | -1,5pp | 26%aa | 8:0 | (O) A inflação continuou a recuar em junho; IPCA -0,15% e indícios de recuperação dos EUA. | (F) Expectativa e queda da inflação. |
| 87ª, 20/08/2003 | -2,5pp | 24,5%aa | 8:0 | (E) O nível de atividade continuou caindo no 2º trimestre; taxa de desocupação em 13%. | (O) Ajuste da Selic para convergir com a ETTJ e meta de inflação. |
| 88ª, 17/09/2003 | -2pp | 22%aa | 8:0 | (E) Necessidade de avançar no processo de flexibilização da política monetária. | (O) Convergência da taxa Selic à meta de IPCA. |
| 89ª, 22/10/2003 | -1pp | 20%aa | 9 (nd) | ---- | (O) Projeções de inflação e cenário externo favoráveis. |
| 90ª, 19/11/2003 | -1,5pp | 19%aa | 7:2 | Cenário de recuperação econômica a partir do 3º trimestre de 2003; IPCA variou em +0,29% em outubro ante 0,78%/setembro. | (F) Balanço da atividade econômica e inflação. |
| 91ª, 17/12/2003 | -1pp | 17,5%aa | 9 (nd) | Incertezas que cercam os mecanismos de transmissão da política monetária sugerem parcimônia na flexibilização. | (F) Evitar repasses, inércia entre os preços. |

FIGURA 6 – AS BASES DA DECISÃO NA POLÍTICA DE JUROS, ANO DE 2003.

FONTE: O autor (2012 e 2014).

| Reunião / Data | Aumento ou Diminuição | Nível anterior | Votação | Questões que não fazem parte dos fundamentos e argumentos usados: 'estratégico' (E) e 'outras' (O) considerações | Base para a decisão: fundamentos / outros |
|----------------------------------|-----------------------|----------------|---------|---|---|
| 92 ^a , 21/01/2004 | Manutenção | 16,5%aa | 8:1 | (O) No cenário de mercado as projeções de inflação estão ligeiramente acima da meta em 2004 e 2005; (E) O Copom prefere manter a taxa do que realizar movimentos bruscos de reversão no futuro. | (O) É mais adequado interromper o processo de flexibilização. |
| 93 ^a , 18/02/2004 | Manutenção | 16,5%aa | 9:0 | (E) O Copom considera prematura retomar a flexibilização da política monetária. | (O) Balanço de riscos e trajetória da inflação. |
| 94 ^a , 17/03/2004 | -0,25pp | 16,5%aa | 6:3 | ----- | (F) Oferta e Demanda Agregada. |
| 95 ^a , 14/04/2004 | -0,25pp | 16,25%aa | 9:0 | (E) EMBI+ reduziu-se para 540pb; a taxa de câmbio permanece estável e as transações correntes acumulam US\$ 1,7Bi. | (O) "Transição suave para um cenário duradouro de estabilidade". |
| 96 ^a , 19/05/2004 | Manutenção | 16%aa | 6:3 | (O) Instabilidade, depreciação BRL e EMBI+ em 728pb. | (O) Risco de contaminação das expectativas. |
| 97 ^a , 16/06/2004 | Manutenção | 16%aa | 9:0 | (E) Processo de elevação das expectativas de inflação, iniciado em maio, manteve-se em julho. | (O) Aumento nas projeções de inflação. |
| 98 ^a , 21/07/2004 | Manutenção | 16%aa | 9:0 | (E) Taxa de juros atual permite a concretização de um cenário benigno para a inflação. | (O) Cautela para conter os efeitos dos choques sobre os preços. |
| 99 ^a , 18/08/2004 | Manutenção | 16%aa | 8:0 | (O) Taxa real de juros subiu de 10,1% para 10,8% entre julho e agosto. | (O) Cautela quanto ao cenário incerto. |
| 100 ^a , 15/09/2004 | +0,25pp | 16%aa | 5:3 | (E) "A tendência subjacente da inflação, capturada pelas diversas medidas de núcleo, encontra-se relativamente estacionada em patamares incompatíveis com a trajetória das metas". | (F) Atividade pode se tornar incompatível com o hiato e a meta de inflação. |
| 101 ^a , 20/10/2004 | +0,5pp | 16,25%aa | 8:0 | (E) Movimento inicial de +0,25%pp na taxa básica foi para suavizar a inflexão na política. | (F) Convergência à meta de IPCA. |
| 102 ^a , 17/11/2004 | +0,5pp | 16,75%aa | 9:0 | (O) Redução dos preços do petróleo, apreciação BRL e indícios de arrefecimento da economia não foram alteram suficientemente as perspectivas para a inflação. | (F) Convergência às metas. |

FIGURA7– AS BASES DA DECISÃO NA POLÍTICA DE JUROS, ANO DE 2004.

FONTE: O autor (2012 e 2014).

A FIGURA 7, na página anterior, sintetiza a política de juros no ano de 2004. O IPCA do ano anterior fechou em 9,3%, acima da meta de inflação inicial de 3,25% + ou - 2pp e da meta ajustada de 4% + ou - 2,5pp. A trajetória do câmbio no ano anterior (2003) foi relativamente estável, com suave apreciação do Real frente ao Dólar, fechando numa cotação de BRL 2,93 / USD (em dezembro). O ano teve onze reuniões do Copom (da 92ª a 102ª), sendo que 05 delas resultaram numa alteração (Δ) da meta para a taxa Selic, e 06 na manutenção da taxa básica. Em 2004, não houve a utilização do viés para sinalizar tendências de elevação ou declínio da meta para a taxa Selic.

O instrumento de política monetária iniciou o ano em 16,5%aa (21/jan/2004) e se encerrou em 16,75%aa (17/nov/2004). Apesar das taxas indicarem uma tendência de estabilidade ao longo do ano, houve duas reversões de queda da taxa ainda no primeiro semestre. E no segundo semestre houve três decisões de aumento da Selic. Contudo, o ano se caracteriza pelo início de um período marcado pela suavização da taxa básica de juros no Brasil.

Das 11 reuniões do Copom, sete tiveram uma decisão consensual ao término. Ao passo que quatro resultaram em acentuado dissenso. Dessas reuniões não consensuais, três tiveram uma votação acirrada: (i) a 94ª com 06 votos favoráveis ao declínio de 0,25pp e 03 votos contrários, (ii) a 96ª também resultou em 06 votos favoráveis e 03 contrários e, (iii) a 100ª reunião resultou em três votos contrários e cinco favoráveis.

Das questões que não fazem parte dos argumentos e fundamentos usados diretamente para a decisão: 04 tiveram "outras" (O) motivações, enquanto 07 foram motivadas por questões estratégicas (E), e uma não apresentou conteúdo especial²². Nas sete reuniões em que se argumentaram elementos estratégicos (*tactical*), os principais motivos foram: (i) o Copom optou pela manutenção da taxa básica de juros, ao invés de realizar movimentos bruscos no futuro; (ii) o Copom considerou prematuro retomar uma "flexibilização" da política monetária; (iii) a trajetória de queda do EMBI+ [risco país] e melhora no balanço de pagamentos; (iv) a taxa de juros que prevalecia em julho de 2004 permitia um "cenário benigno" para

²² *Especial* no sentido de que não expressa, por exemplo, um estado de incerteza do comitê. Ou, alternativamente, algo estratégico como, por exemplo, uma preocupação com a ETTJ e a meta de inflação nos próximos seis meses.

a inflação e; (v) suavizar a reversão na política de juros, aumentando somente 0,25pp em setembro.

Em 2004, as bases para a decisão tiveram a seguinte relação: sete decisões informadas por “outros” elementos (*others*) e quatro baseadas nos “fundamentos” (*Fundamentals*). Em geral, as decisões informadas por outros (O) tiveram as seguintes motivações: (a) a trajetória da inflação e o balanço de riscos, (b) a suavização para um “cenário duradouro” de estabilidade, (c) aumento na inflação projetada, (d) cautela quanto ao cenário macroeconômico incerto. De acordo com o método utilizado por Cobham (2003), o item b²³ contém uma estratégia de suavização no discurso (E). Mas, na decisão final, possui também elementos como a análise de riscos (O), e os fundamentos (F).

De fato, a classificação é precária, em diversas Atas do Copom, por sua dicotomia. O método possibilita, por um lado, classificar as decisões informadas pela macroeconomia convencional (F). E, por outro, as decisões baseadas em elementos (O) que transcendem às curvas de oferta e demanda agregada, aos cenários, e às projeções do IPCA (realizadas em condições de *ceteris paribus*, ou por meio de tendências com base em dados passados). Assim, o que se classifica, em diversas Atas como (O) é, na verdade, o resultado de um processo decisório híbrido. Ou seja: uma decisão permeada pela análise dos indicadores de produção e emprego, assim como, uma estimativa dos riscos associados aos cenários probabilísticos da economia.

²³ O item b foi baseado na análise da 95ª Ata do Copom (14/04/2004).

| Reunião / Data | Aumento ou Diminuição | Nível anterior | Votação | Questões que não fazem parte dos fundamentos e argumentos usados: 'estratégico' (E) e 'outras' (O) considerações | Base para a decisão: fundamentos / outros |
|----------------------------------|--------------------------|----------------|---------|---|--|
| 104 ^a , 19/01/2005 | +0,5pp | 17,75%aa | 9:0 | (O) Incerteza quanto à propagação do crescimento sustentado e a resistência da inflação. (E) Conveniência de acelerar o ritmo do ajuste.. | (F) Convergência às metas. |
| 105 ^a , 16/02/2005 | +0,5pp | 18,25%aa | 9:0 | (O) melhora nas projeções e expectativas de inflação. | (F) Convergência às metas. |
| 106 ^a , 16/03/2005 | +0,5pp | 18,75%aa | 9:0 | (O) a elevação dos riscos para a inflação de curto prazo tende a aumentar a incerteza em relação ao comportamento futuro da inflação. privados. | (O) Autoridade Monetária deve manter-se vigilante com as expectativas. |
| 107 ^a , 20/04/2005 | +0,25pp | 19,25%aa | 9:0 | (O) Índícios de ancoragem das expectativas de inflação. | (F) Convergência às metas exige aumento. |
| 108 ^a , 18/05/2005 | +0,25pp | 19,50%aa | 8:0 | (O) Inflação surpresa de abril/05 mais que compensou os efeitos da valorização cambial sobre os preços e expectativas. | (F) Convergência às metas exige aumento. |
| 109 ^a , 15/06/2005 | Manutenção | 19,75%aa | 9:0 | (E) Trajetória mais favorável da inflação. | (F) Não há necessidade de prosseguir o ajuste. |
| 110 ^a , 20/07/2005 | Manutenção | 19,75%aa | 8:0 | (E) IPCA de junho variou -0,02%. | (F) Manutenção dos juros permite convergência cumprimento da meta. |
| 111 ^a , 17/08/2005 | Manutenção | 19,75%aa | 9:0 | (E) IGP-DI recuou 0,4% em julho. | (F) Consolidação do cenário favorável. |
| 112 ^a , 14/09/2005 | -0,25pp | 19,75%aa | 9:0 | (O) Convergência da inflação e a estabilidade macroeconômica contribuem para redução da taxa real de juros. | (F) Cenário Benigno. |
| 113 ^a , 19/10/2005 | -0,5pp | 19,50%aa | 9:0 | (O) As taxas de juros para prazos inferiores a um ano (curto prazo) recuaram, por conta da inflação corrente. | (O) Atuação cautelosa para alcançar a meta de inflação. |
| 114 ^a , 23/11/2005 | -0,5pp | 19%aa | 9:0 | (E) "Desde a última reunião, a curva de juros apresentou recuo nas taxas de todos os prazos, mais acentuado no trecho entre três meses e um ano". | (O) Prosseguir com o processo de flexibilização da política monetária. |
| 115 ^a , 14/12/2005 | -0,5pp | 18,50%aa | 6:2 | ---- | (O) Prosseguir com o processo de flexibilização. |

FIGURA 8 – AS BASES DA DECISÃO NA POLÍTICA DE JUROS, ANO DE 2005.

FONTE: O autor (2012 e 2014).

A FIGURA 8, acima, sintetiza a política de juros no ano de 2005. O IPCA do ano anterior fechou em 7,6%, acima da meta de inflação inicial, porém, abaixo da meta ajustada de 5,5% + ou - 2,5pp. A trajetória do câmbio no ano anterior (2004) começou com apreciação e volatilidade no primeiro semestre. Mas encerrou o ano com, praticamente, a mesma taxa de janeiro: BRL 2,72 / USD. O ano teve doze reuniões do Copom (da 104^a a 115^a), sendo que 09 delas resultaram numa alteração (Δ) da meta para a taxa Selic, e 03 na manutenção da taxa básica. Em 2005, não houve a utilização do viés enquanto sinal da política monetária de metas de inflação. Das 12 reuniões do Copom, 11 tiveram uma decisão consensual ao término. A última reunião do ano (14/12/2005) foi a exceção, quando por seis votos favoráveis e dois contrários, o Copom aprovou o declínio de meio ponto percentual na taxa básica de juros.

O instrumento de política monetária iniciou o ano em 17,75%aa (19/jan/2005) e se encerrou em 18,50%aa (14/dez/2005). Houve, ao longo do ano, uma tendência de aumento e manutenção até agosto. Na reunião de setembro, iniciou-se um período de reversão com declínios suaves na Selic.

Das questões que não fazem parte dos argumentos e fundamentos usados diretamente para a decisão: 07 tiveram "outras" (O) motivações, enquanto 05 foram motivadas por questões estratégicas (E), e uma não apresentou conteúdo especial. Nas sete reuniões em que se argumentaram "outros elementos", os principais motivos foram: (i) incerteza quanto à propagação do crescimento e nível de emprego; (ii) a elevação nos riscos de curto prazo aumentava a incerteza sobre o comportamento futuro da inflação; (iii) surpresa com a inflação no mês de abril/05; (iv) estabilidade macroeconômica e convergência da inflação; (v) a estrutura a termo das taxas de juros - ETTJ - apresenta declínio na projeção de um ano.

Em 2005, as bases para a decisão tiveram a seguinte relação: quatro decisões informadas por "outros" elementos, e oito com base nos "fundamentos". Em suma, as decisões informadas pelos fundamentos (F) tiveram os seguintes motivos: (1º) convergência da inflação às metas; (2º) após a elevação da taxa básica, a inflação projetada voltou a convergir para a meta; (3º) em julho, já se acreditava que a manutenção da Selic, permitiria o cumprimento da meta; (4º) um "cenário benigno" se consolidou a partir de agosto.

O ano de 2006 foi particularmente especial devido à emissão da circular nº 03297/2005 do Banco Central que introduziu alterações no Regulamento do Comitê de Política Monetária. Esse documento definiu que a partir de 2006 seriam realizadas somente oito reuniões anuais e explicitou o funcionamento dessas, assim como o papel de cada participante no processo decisório. (GRACIA, 2012, p.31). Deste modo, o ano teve oito reuniões (da 116ª a 123ª), o que significou um aumento no intervalo entre as reuniões de, no máximo, 45 dias. Entretanto, dois instrumentos de política monetária permaneceram válidos: o uso do viés e a possibilidade de reuniões extraordinárias. Todas as oito reuniões resultaram numa alteração (Δ) da meta para a taxa Selic. A FIGURA 9, a seguir, resume a política monetária no ano de 2006. O IPCA do ano anterior fechou em 5,69%, na meta de inflação que era de 4,5% + ou - 2,5pp.

Das oito reuniões do Copom, 06 tiveram uma decisão consensual ao término e 02 resultaram num dissenso da equipe. É interessante observar que numa das reuniões não consensuais, em março/06, o espectro das taxas de juros apresentava redução em todos os prazos. Ademais, o Copom entendeu que havia uma melhora nos riscos associados aos cenários de redução da taxa Selic. Mesmo assim, houve três votos contrários a redução de -0,75pp na taxa básica (117ª Ata).

A trajetória do câmbio no ano de 2006 se caracterizou por uma apreciação do Real frente ao Dólar. Começando o ano com uma taxa de BRL 2,27 / USD (jan/06) e encerrando o ano com uma taxa de BRL 2,15 / USD (dez/06).

O instrumento de política monetária iniciou o ano em 18%aa (18/jan/2006) e encerrou num nível de 13,75%aa (29/nov/2006). Assim sendo, houve uma tendência sistemática de queda na taxa básica de juros. Isso foi realizado de modo suave no ajuste (por exemplo, cinco decisões iguais de reduzir 0,5pp), porém, intenso no resultado final: a Selic terminou o ano 4,25% mais baixa do que o nível inicial em 18 de janeiro de 2006.

Das questões que não fazem parte dos argumentos e fundamentos usados diretamente para a decisão: 03 tiveram "outras" (O) motivações, enquanto 05 foram motivadas por questões estratégicas (E). Nas cinco reuniões em que se argumentaram "questões estratégicas", os motivos mais relevantes foram: (i) redução das taxas de juros em todos os prazos; (ii) projeções indicavam a inflação abaixo da meta no fim daquele ano; (iii) as taxas de juros esperadas declinaram no

denominado “curto prazo”, ou seja, um até seis meses; e (iv) uma redução de 50 pontos base ou 0,5% na Selic melhoraria o cenário prospectivo da inflação.

Em 2006, as bases para a decisão tiveram a seguinte relação: quatro decisões informadas por “outros” elementos, e oito com base nos “fundamentos”. Em suma, as decisões informadas pelos fundamentos (F) tiveram os seguintes motivos: (1º) convergência da inflação às metas; (2º) após a elevação da taxa básica, a inflação projetada voltou a convergir para a meta; (3º) em julho, já se acreditava que a manutenção da Selic, permitiria o cumprimento da meta; (4º) um “cenário benigno” se consolidou a partir de agosto.

| Reunião / Data | Aumento ou Diminuição | Nível anterior | Votação | Questões que não fazem parte dos fundamentos e argumentos usados: 'estratégico' (E) e 'outras' (O) considerações | Base para a decisão: fundamentos / outros |
|---------------------|-----------------------|----------------|---------|--|--|
| 116ª, 18/01/2006 | -0,75pp | 18%aa | 9:0 | (O) Inflação terminou em dezembro/05 com o menor valor desde a introdução do regime de metas de inflação. | (O) Convergência à meta e estabilidade macroeconômica. |
| 117ª, 06/03/2006 | -0,75pp | 17,25%aa | 6:3 | (E) Após a reunião de janeiro, as taxas apresentaram redução em todos os prazos. | (O) Melhora no balanço de riscos associados à redução da taxa. |
| 118ª, 19/04/2006 | -0,75pp | 16,50%aa | 9:0 | (E) IGP-DI apresentou deflação em fevereiro e março/06. | (F) Cenário benigno. |
| 119ª, 31/05/2006 | -0,5pp | 15,75%aa | 7:0 | (E) Projeções indicam inflação abaixo do centro da meta. | (F) Cenário benigno. |
| 120ª, 19/07/2006 | -0,5pp | 15,25%aa | 9:0 | (E) Taxas de juros para 1,3 e 6 meses declinaram. | (F) Cenário benigno. |
| 121ª, 30/08/2006 | -0,5pp | 14,75%aa | 9:0 | (E) Redução de 50pb na taxa resultaria em maior adequação às condições monetárias correntes à melhora no cenário prospectivo da inflação. | (O) Continuar no processo de flexibilização da política monetária. |
| 122ª, 18/10/2006 | -0,5pp | 14,25%aa | 9:0 | (O) Persistência de várias incertezas que causaram volatilidade no cenário macroeconômico. | (O) Continuar no processo de flexibilização da política monetária. |
| 123ª, 29/11/2006 | -0,5pp | 13,75%aa | 5:3 | (O) Os juros futuros caíram por conta da trajetória benigna da inflação corrente, o declínio das expectativas inflacionárias e a divulgação de indicadores de atividade econômica abaixo das estimativas de mercado. | (O) Continuar no processo de flexibilização da política monetária. |

FIGURA 9 – AS BASES DA DECISÃO NA POLÍTICA DE JUROS, ANO DE 2006.

FONTE: O autor (2012 e 2014).

4.2.3 A política de juros de 2007 a 2010: (Segunda presidência de Meirelles).

A FIGURA 10, abaixo, resume a política monetária no ano de 2007. O IPCA deste ano fechou em 4,46%aa, atingindo com folga a meta de 4,5% + ou – 2pp. A trajetória do câmbio no ano de 2007 se caracterizou pelo início de uma forte valorização do Real frente ao Dólar estadunidense, Libra Esterlina e o Euro. Esse movimento da taxa de câmbio durou até o final de 2010. O principal motivo foi o forte acúmulo de reservas cambiais, motivado pelas exportações de produtos agrícolas com o preço em alta. Assim sendo, o ano iniciou com uma taxa de BRL 2,14 / USD (jan/07) e encerrou com uma taxa de BRL 1,79 / USD em dezembro.

O ano de 2007 teve oito reuniões (da 124^a a 131^a), sendo que 06 delas resultaram no declínio da taxa básica de juros e 02 na manutenção da mesma. Das oito reuniões do Copom, 04 tiveram uma decisão consensual, assim como, 04 resultaram num dissenso do Copom ao fim do processo decisório. Em outros termos, foi um ano com 50% de consenso na política monetária. O instrumento de política monetária iniciou o ano em 13,25%aa (24/jan/2007) e encerrou num nível de 11,25%aa (05/dez/2007). No período houve, novamente, uma queda sistemática, porém, suavizada da meta para a taxa Selic.

Das questões que não fazem parte dos argumentos e fundamentos usados diretamente para a decisão: 02 tiveram “outras” (O) motivações, e 06 foram motivadas por “questões estratégicas” (E). Nas seis reuniões em que se argumentaram “questões estratégicas”, os principais motivos foram: (i) preservação da estabilidade macroeconômica com parcimônia; (ii) incertezas sobre a defasagem da política de juros “expansionista” sugeriu redução de 25 pontos base; (iii) a desaceleração do IPCA a partir de abril de 2007 permitiu um estímulo adicional, com queda de 0,5pp nas reuniões de junho e julho; e (iv) a cautela com a política de juros em declínio nas últimas reuniões do ano.

Em 2007, as bases para a decisão tiveram a seguinte relação: cinco decisões baseadas por “outros” elementos, e cinco informadas pelos “fundamentos”²⁴. As decisões informadas pelos fundamentos (F) tiveram um principal motivo: o acompanhamento dos indicadores de oferta agregada e demanda agregada. Ou

²⁴ Em algumas reuniões as “bases para a decisão” foram contadas e classificadas duas vezes. Ou seja: uma mesma Ata pode indicar sinais de (F) e (O). Essa proposta é inspirada, tanto na análise de Dow *et al.* (2009, p.594-595) sobre o método de Cobham (2003), como, no entendimento de que a decisão final contém elementos que transcendem os “Fundamentals” ou “Others”.

seja: o Copom acompanhou atentamente indicadores relacionados com a produção, desemprego, capacidade ociosa, consumo, investimento, finanças públicas e setor externo. Das **cinco** reuniões motivadas por (O), **03** tem como motivação principal: (1º) a incerteza quanto ao cenário projetado, e (2º) a manutenção da estabilidade da taxa Selic e inflação futura.

Em suma, houve uma queda acentuada da taxa Selic em 2007 (dois pontos percentuais), pautada por elementos *estratégicos* na discussão e *fundamentos* na decisão final. No que tange aos fundamentos, o Copom começou a valorizar o balanço de riscos associados ao descompasso entre oferta e demanda agregada. O Comitê começou a visualizar cenários de demanda incompatível com a oferta do país. Isso poderia causar inflação ou restrição no acesso aos bens e serviços.

Enfim, o ano de 2007 é caracterizado pela suavização da taxa básica de juros, principalmente quando se consideram as duas reuniões sucessivas e consensuais (130ª e 131ª) que resultaram na manutenção da Selic. Outro destaque é a reunião de 05 de setembro. Nela o Copom manifesta uma forte incerteza, mas, ao mesmo tempo, decide por unanimidade diminuir 0,25pp (indo para 11,25%aa). Essa reunião é um exemplo dos momentos em que o Copom, frente ao incerto e desconhecido, utiliza os fundamentos e adota um comportamento suave no RMMI.

| Reunião / Data | Aumento ou Diminuição | Nível anterior | Votação | Questões que não fazem parte dos fundamentos e argumentos usados: 'estratégico' (E) e 'outras' (O) considerações | Base para a decisão: fundamentos / outros |
|----------------------------------|-----------------------|----------------|---------|---|---|
| 124 ^a , 24/01/2007 | -0,25pp | 13,25%aa | 5:3 | (O) "O cenário internacional permanece favorável, mas apresenta novas fontes de incerteza". | (O) Mudança de ritmo de flexibilização. |
| 125 ^a , 07/03/2007 | -0,25pp | 13%aa | 8:0 | (E) Preservação das conquistas no campo da estabilidade macroeconômica exige que a "flexibilização monetária seja conduzida com parcimônia". | (F) Demanda Agregada em expansão e flexibilização monetária sugerem parcimônia. |
| 126 ^a , 18/04/2007 | -0,25pp | 12,75%aa | 4:3 | (E) "as incertezas remanescentes quanto aos impactos defasados do estímulo monetário já injetado na economia" sugerem manutenção do ritmo em 25pp. | (O) Continuidade da Política monetária de redução da taxa básica de juros |
| 127 ^a , 06/06/2007 | -0,5pp | 12,50%aa | 5:2 | (E) O IPCA registrou desaceleração em abril e maio para 0,25% e 0,28%, respectivamente; a taxa de desemprego subiu de 8,4% - dez/06 para 10,1% - abr/07. | (F) Suave desaceleração do crescimento da Demanda. |
| 128 ^a , 18/07/2007 | -0,5pp | 12%aa | 4:3 | (E) A inflação mensal média recuou de 0,42% no primeiro trimestre de 0,42%aa para 0,27% no segundo. | (F) Cenário benigno para a inflação no horizonte de projeção. |
| 129 ^a , 05/09/2007 | -0,25aa | 11,50%aa | 7:0 | (E) O balanço dos riscos para a trajetória prospectiva da inflação ainda justificaria estímulo monetário adicional. | (F) & (O) – Incerteza, Oferta e Demanda Agregada. |
| 130 ^a , 17/10/2007 | Manutenção | 11,25%aa | 7:0 | (O) "a avaliação de decisões alternativas de política monetária deve concentrar-se, necessariamente, na análise do cenário prospectivos para a inflação e nos riscos a ele associados". | (F) & (O) – Incertezas; Oferta e Demanda. |
| 131 ^a , 05/12/2007 | Manutenção | 11,25%aa | 7:0 | (E) Desde o início do ciclo de flexibilização, a taxa básica já foi reduzida em 850pb. | (O) Evitar trajetória volátil da inflação. |

FIGURA 10 – AS BASES DA DECISÃO NA POLÍTICA DE JUROS, ANO DE 2007.

FONTE: O autor (2012 e 2014).

A FIGURA 11, abaixo, resume a política monetária no ano de 2008. O IPCA deste ano fechou em 5,9%aa, atingindo com folga a meta de 4,5% + ou – 2pp. O Real se desvalorizou consideravelmente em 2008, principalmente, a partir do segundo semestre. A moeda brasileira partiu de uma cotação de BRL 1,77 / USD (em janeiro), se mantendo relativamente estável até junho, mas em dezembro atingiu a cotação de BRL 2,39 / USD.

O ano de 2008 teve oito reuniões (da 132ª a 139ª), sendo que houve um empate entre aquelas que resultaram na *manutenção* da taxa Selic (quatro no total), e as reuniões, cuja, decisão foi alterar a meta para a taxa Selic. No último caso, foram quatro elevações sucessivas: duas de 0,5pp e duas de 0,75pp. O instrumento de política monetária iniciou o ano em 11,25%aa (23/jan/2008). A tendência foi uma suave elevação da taxa básica de juros, ao longo do ano, até que ela atingiu um nível de 13,75%aa, no dia 10/12/2008. Entretanto, é válido observar que o Copom elevou a Selic 250 pontos base (2,5%aa), num contexto em que tanto o FED como o *Bank of England* começavam a reduzir as suas taxas.

Das oito reuniões do Copom, pela primeira vez no regime de metas de inflação, houve cem por cento de consenso em todas as decisões finais. Isso, entretanto, não significa que o processo decisório tenha transcorrido tranquilamente. De fato, é possível que as divergências tenham sido omitidas das Atas para sinalizar maior credibilidade ao mercado.

Das questões que não fazem parte dos argumentos e fundamentos usados diretamente para a decisão: 03 tiveram “outras” (O) motivações, e 05 foram informadas por “questões estratégicas” (E). Nas cinco reuniões em que se argumentaram “questões estratégicas”, o principal motivo foi o posicionamento do Copom ao comunicar que: a análise deve se direcionar para o cenário prospectivo e suas expectativas, ao invés de valores correntes da inflação devido às defasagens na transmissão da política monetária. Ademais, o Comitê destaca que evita uma trajetória volátil da inflação. Contudo, a sua estratégia ficou ameaçada no fim do ano quando a trajetória da inflação fica sujeita a efeitos contraditórios e envolta em incerteza – conforme a FIGURA 11 demonstra. (BACEN. Atas do Copom, 2014, 133ª, 134ª, 135ª, 139ª).

Em 2008, as bases para a decisão tiveram a seguinte relação: quatro decisões baseadas em “outros” elementos, e seis informadas pelos “fundamentos”. As decisões informadas pelos fundamentos (F) tiveram dois principais motivos

correlatos: (1º) pressões na oferta e demanda agregada devido à expansão tanto da renda quanto do crédito no país, (2º) o Copom acredita que mesmo com o aumento dos investimentos, a pressão pelo lado da demanda é forte e começa a se tornar uma ameaça para o IPCA.

| Reunião / Data | Aumento ou Diminuição | Nível anterior | Votação | Questões que não fazem parte dos fundamentos e argumentos usados: 'estratégico' (E) e 'outras' (O) considerações | Base para a decisão: fundamentos / outros |
|---------------------|-----------------------|----------------|------------|---|---|
| 132ª, 23/01/2008 | Manutenção | 11,25%aa | 8:0 | (O) Incertezas elevadas quanto à economia mundial: elevações das <i>commodities</i> e restrições nos mercados de crédito. | (F) Mesmo com aceleração da Demanda, o cenário para a inflação é benigno. |
| 133ª, 05/03/2008 | Manutenção | 11,25%aa | 8:0 | (E) FED reduziu em 75pb a taxa básica de juros (dia 22/01) e voltou a reduzir na semana seguinte; <i>Bank of England</i> reduziu para 5,25%aa sua <i>repo rate</i> . | (O) Balanço de riscos quanto à trajetória central da inflação. |
| 134ª, 16/04/2008 | +0,5pp | 11,25%aa | 8:0 | (E) O Copom usa de uma estratégia que evita uma "trajetória inflacionária volátil". | (F) Pressões de OA-DA e (O) expectativas podem se deteriorar. |
| 135ª, 04/06/2008 | +0,5pp | 11,75%aa | 8:0 | (E) <u>A análise deve se direcionar para o cenário prospectivo e suas expectativas ao invés de valores correntes da inflação devido às defasagens na transmissão da política monetária.</u> | (F) Pressões de OA-DA e (O) expectativas podem se deteriorar. |
| 136ª, 23/07/2008 | +0,75pp | 12,25%aa | 8:0 | (O) A Influência do cenário externo sobre a trajetória prospectiva da inflação brasileira continua envolta em incerteza. | (F) Pressões de OA-DA devido à expansão da renda e crédito. |
| 137ª, 10/09/2008 | +0,75pp | 13%aa | 8:0 | (E) Houve redução nas expectativas coletadas pela Gerin- BACEN para a variação do IPCA em 2008, que passou de 6,53% para 6,27%. | (F) Apesar do aumento das inversões, DA pressiona IPCA. |
| 138ª, 29/10/2008 | Manutenção | 13,75%aa | 8:0 | (O) No cenário global, a tendência contracionista começa a prevalecer sobre a inflação. | (O) Risco de deterioração do cenário benigno e incerteza. |
| 139ª, 10/12/2008 | Manutenção | 13,75%aa | 8:0 | (E) Trajetória da inflação sujeita a efeitos contraditórios e envolta em incerteza. | (F) Diminuição do risco de descompasso entre OA-DA. |

FIGURA 11 – AS BASES DA DECISÃO NA POLÍTICA DE JUROS, ANO DE 2008.

FONTE: O autor (2012 e 2014).

Em 2009, a crise mundial que começou nos EUA teve um efeito inesperado para o Copom, se considerarmos a última reunião de 2008: houve uma forte valorização do Real e certa estabilidade no balanço de pagamentos. A moeda brasileira partiu de uma cotação de R\$ 2,31 / US\$ (em janeiro), até atingir a cotação de R\$ 1,75 / US\$ no final de dezembro. A FIGURA 12, a seguir, resume os principais aspectos da política de juros no ano de 2009, considerando os efeitos da crise mundial sobre a economia brasileira. O IPCA de 2009 atingiu 4,31%, alcançando, portanto, a meta de 4,5% + ou - 2pp, estabelecida pelo Conselho Monetário Nacional.

Em 2009, também houve oito reuniões (da 140^a a 147^a), sendo que 05 delas resultaram num acentuado declínio da taxa básica de juros: de janeiro até setembro. De fato, o país alcançou o menor nível da taxa Selic desde o início do RMMI em 1999. O instrumento de política monetária iniciou o ano em 13,75%aa (21/jan/2009) e, após cinco cortes na taxa de juros iguais ou superiores a 1pp, encerrou o ano num nível de 8,75%aa (09/dez/2009). Esse foi o menor nível da meta para a taxa Selic já praticado até 2009. O impacto da crise externa obrigou o Copom a abandonar a prática de suavização neste ano. Isso indica que o Comitê atingiu a sua fase madura na operação do RMMI, dispensando regras que sugerem a elevação da taxa de juros em ambientes de elevada incerteza, tais como uma crise ou ruptura. Das oito reuniões do Copom, 06 resultaram num consenso e duas tiveram votos contrários ao fim do processo decisório. Em outros termos, houve 75% de consenso sobre o intenso declínio da taxa Selic. Em um ano, o Copom reduziu 500 pontos base, ou melhor, a meta para a taxa Selic caiu 5%aa.

Das questões que não fazem parte dos argumentos e fundamentos usados diretamente para a decisão: uma teve "outras" motivações, e 07 foram motivadas por "questões estratégicas". Nessas sete reuniões em que se argumentaram "questões estratégicas", o motivo principal e talvez único foi o ajuste da trajetória esperada da inflação com o nível da taxa Selic necessário para convergir à meta de inflação.

Em 2009, as bases para a decisão tiveram a seguinte relação: três decisões baseadas por "outros" elementos, e seis informadas pelos "fundamentos". As decisões informadas pelos fundamentos (F) tiveram um motivo parecido com a discussão estratégica que não deveria embasar a decisão: o acompanhamento das previsões e tendências da curva de juros e nível de preços. À medida que os

modelos apontavam espaço para “flexibilização” (ampla capacidade ociosa e preços administrados estáveis), o Copom decidia pelo corte de mais um ponto percentual.

| Reunião / Data | Aumento ou Diminuição | Nível anterior | Votação | Questões que não fazem parte dos fundamentos e argumentos usados: 'estratégico' (E) e 'outras' (O) considerações | Base para a decisão: fundamentos / outros |
|----------------------------------|-----------------------|----------------|---------|--|--|
| 140 ^a , 21/01/2009 | -1,0pp | 13,75%aa | 5:3 | (E) Objetivo de trazer a inflação de volta para a meta central de 4,5% aa, estabelecida pelo CMN em 2009. | (O) Início da flexibilização monetária. (F) Redução das pressões de demanda. |
| 141 ^a , 11/03/2009 | -1,75pp | 12,75%aa | 8:0 | (O) “a probabilidade de que pressões inflacionárias inicialmente localizadas venham a apresentar riscos para a trajetória da inflação segue diminuindo”. (E) A inflação acumulada no 1º trimestre de 2009 alcançou 1,23%, patamar inferior em 0,28pp àquele observado em igual período do ano anterior. | (F) Desaquecimento da demanda e ociosidade dos fatores de produção. |
| 142 ^a , 29/04/2009 | -1pp | 11,25%aa | 8:0 | (E) A inflação acumulada no 1º trimestre de 2009 alcançou 1,23%, patamar inferior em 0,28pp àquele observado em igual período do ano anterior. | (F) Convergência à meta permite distensão monetária. |
| 143 ^a , 10/06/2009 | -1pp | 10,25%aa | 6:2 | (E) Inflação acumulada é 0,68pp inferior à de 2008. | (F) Espaço para flexibilização monetária. |
| 144 ^a , 22/07/2009 | -1pp | 9,25%aa | 8:0 | (E) O Copom conclui que este patamar da taxa de juros é consistente com um cenário benigno para a inflação. | (F) Convergência à meta de inflação. |
| 145 ^a , 02/09/2009 | Manutenção | 8,75%aa | 8:0 | (E) Nível da taxa de juros é compatível com cenário benigno da inflação e recuperação. | (O) Trajetória adequada da inflação. |
| 146 ^a , 21/10/2009 | Manutenção | 8,75%aa | 8:0 | (E) “A inflação medida pelo IGP-DI avançou de -0,64% em julho para 0,09% em agosto e 0,25% em setembro.” | (O) Inflação adequada à meta. |
| 147 ^a , 09/12/2009 | Manutenção | 8,75%aa | 7:0 | (E) A inflação acumulada nos 11 primeiros meses de 2009 alcançou 3,93%, ficando 1,68pp abaixo daquela observada no mesmo período de 2008. | (F) Inflação adequada à meta e nível de atividade se recuperando. |

FIGURA 12 – AS BASES DA DECISÃO NA POLÍTICA DE JUROS, ANO DE 2009.

FONTE: O autor (2013 e 2014).

Em 2010 houve oito reuniões de 27/jan (148^a) até 08/dez (155^a), sendo que 05 delas resultaram na manutenção da taxa básica de juros e 03 no aumento da Selic. Os aumentos foram de abril a julho, na seguinte intensidade: (a) +0,75pp, (b) +0,75pp, (c) +0,5pp. O instrumento de política monetária iniciou o ano em 8,75%aa e encerrou 2010 num nível de 10,75% (05/dez/2007). Esse resultado foi fruto de apenas três reuniões consecutivas de aumento. Das oito reuniões do Copom, 07 obtiveram uma decisão consensual ao término, enquanto no mês de março a votação foi apertada: cinco votos favoráveis à manutenção da taxa básica e três votos contrários. A FIGURA 13, a seguir, demonstra uma síntese da política monetária no ano de 2010. O IPCA fechou em 5,91% e, portanto, dentro da meta de 4,5% + ou – 2pp. A trajetória do câmbio no ano de 2010 foi estável, mas mantendo a tendência a se valorizar. Neste ano, a moeda brasileira atingiu um patamar de valorização frente ao dólar americano que não se observava desde a Crise de 1999. Em junho de 2010, o câmbio estava em R\$ 1,81 / US\$, poucos meses depois, a taxa fechou o ano com R\$ 1,69/ US\$. Isso certamente contribui com o RMMI pela via das importações e, até mesmo, com uma possível desindustrialização.

Das questões que não fazem parte dos argumentos e fundamentos usados diretamente para a decisão: 02 tiveram “outras” (O) motivações, e 05 foram motivadas por “questões estratégicas” (E). Nas cinco reuniões em que se argumentaram “questões estratégicas”, na verdade a *rationale* era apenas uma: alinhar as projeções e expectativas de inflação com a curva de juros até dezembro, sem causar instabilidade. Para isso, foram realizados três ajustes (elevações da taxa básica), no sentido de reduzir os “riscos à concretização de um cenário inflacionário benigno, no qual a inflação seguiria consistentemente com a trajetória de metas”. (BACEN. Atas do Copom, 2014, 149^a, 150^a, 151^a).

Em 2010, as bases para a decisão tiveram a seguinte relação: quatro decisões baseadas por “outros” elementos, e cinco informadas pelos “fundamentos”. As decisões informadas pelos fundamentos (F) tiveram, essencialmente, uma preocupação com os fundamentos básicos de macroeconomia: se a oferta crescer em ritmo inferior do que a demanda agregada, possivelmente haverá pressão inflacionária em alguns setores da economia. Exemplo disso é a reunião de março, na qual se afirmou que existe a necessidade de um ajuste na taxa básica para conter os descompassos entre a oferta e a demanda.

| Reunião / Data | Aumento ou Diminuição | Nível anterior | Votação | Questões que não fazem parte dos fundamentos e argumentos usados: 'estratégico' (E) e 'outras' (O) considerações | Base para a decisão: fundamentos / outros |
|----------------------------------|-----------------------|----------------|---------|---|---|
| 148 ^a , 27/01/2010 | Manutenção | 8,75%aa | 7:0 | (O) A acomodação da demanda motivada pelo aperto das condições financeiras e pela deterioração da confiança dos agentes, assim como pela contração da economia mundial, mostra sinais de superação. | (F) Avaliação da retomada do dinamismo da demanda e das incertezas de curto prazo. |
| 149 ^a , 17/03/2010 | Manutenção | 8,75%aa | 5:3 | (E) A inflação medida pelo IPCA avançou de 0,37% em dezembro para 0,75% em janeiro e 0,78% em fev/2010. | (F) Existe a necessidade de um ajuste na taxa básica para conter os descompassos entre oferta e demanda. |
| 150 ^a , 28/04/2010 | +0,75pp | 8,75%aa | 8:0 | (E) "aumentaram os riscos à concretização de um cenário inflacionário benigno, no qual a inflação seguiria consistente com a trajetória das metas". | (O) Evitar que a maior incerteza detectada em horizontes mais curtos se propague para horizontes mais longos. |
| 151 ^a , 09/06/2010 | +0,75pp | 9,50%aa | 8:0 | (E) "elevados os riscos à concretização de um cenário inflacionário benigno, no qual a inflação seguiria consistente com a trajetória das metas". | (F) Seguimento ao processo de ajuste das condições monetárias ao cenário prospectivo da economia. |
| 152 ^a , 21/07/2010 | +0,5pp | 10,25%aa | 8:0 | (O) A influência do cenário internacional sobre o comportamento da inflação doméstica passou a revelar um viés desinflacionário. | (O) Processo de redução de riscos para o cenário inflacionário. |
| 153 ^a , 01/09/2010 | Manutenção | 10,75%aa | 8:0 | (E) Risco para a trajetória inflacionaria se reduziu por conta do ajuste na Selic em abril e retirada do estímulo monetário. | (O) Observação dos riscos para o cenário benigno da inflação. |
| 154 ^a , 20/10/2010 | Manutenção | 10,75%aa | 7:0 | (E) IPCA registrou valores nulos em junho, julho e próximo de zero em agosto de 2010. | (O) & (F) – diminuição dos riscos para a inflação. |
| 155 ^a , 08/12/2010 | Manutenção | 10,75%aa | 8:0 | --- | (F) Conjuntura macroeconômica. |

FIGURA 13 – AS BASES DA DECISÃO NA POLÍTICA DE JUROS, ANO DE 2010.

FONTE: O autor (2013 e 2014).

4.2.4 A política de juros de 2011 a 2013: (Presidência de Alexandre Tombini).

Em 2011 houve oito reuniões partindo da primeira, no dia 19 de janeiro (156^a), até a última no dia 08 de dezembro (163^a), sendo que todas resultaram numa alteração () da taxa básica de juros.

O Copom realizou uma contração monetária. Elevando a taxa Selic em 0,5pp nas duas primeiras reuniões (156^a, 157^a) e de 0,25%aa nas próximas três reuniões (158^a, 159^a, 160^a). Contudo, a partir de agosto, a taxa básica da economia foi reduzida em 150 pontos base (1,5%aa), ao longo de três reuniões. Tanto as elevações quanto os declínios foram suaves e não houve uso do instrumento de viés inflacionário. Assim, o instrumento de política monetária iniciou o ano em 10,75%aa e encerrou 2011 num nível de 11,50% (30/nov/2011).

Dos oito processos decisórios do Copom, que resultaram nas tradicionais reuniões de terça-feira (exposição de dados e discussão) e quarta-feira (decisão final); 06 obtiveram uma decisão consensual ao término, enquanto que nos meses de abril e agosto, a votação foi de 05 votos favoráveis e 02 contrários.

A trajetória do câmbio no ano de 2011 foi estável com tendência a valorização até o final do primeiro semestre, quando atinge a cotação de R\$ 1,59/ dólar. No segundo semestre, acontece uma reversão que não se observava desde 2009: o Real tem uma pequena desvalorização, fechando o ano numa cotação de R\$ 1,84 / US\$ 1. Nesses anos, a moeda nacional valorizada, certamente, auxiliou o Copom no alcance de sua meta de inflação, sem sobrecarregar o instrumento de eficácia duvidosa (a taxa Selic).

Das questões que não fazem parte dos argumentos e fundamentos usados diretamente para a decisão: 04 tiveram “outras” (O) motivações, e 04 foram motivadas por “questões estratégicas” (E).

Nas 04 reuniões em que se argumentaram (*others*) os motivos foram, em primeiro lugar:

[...] o Copom reconhece um ambiente econômico em que prevalece nível de incerteza acima do usual, e identifica riscos crescentes à concretização de um cenário em que a inflação convirja tempestivamente para o valor central da meta. (BACEN. Atas do Copom, 2014, 157^a).

Depois, o Comitê alegou ambiguidade quanto à capacidade de análise da relação entre o cenário internacional e o comportamento da inflação, optando pelo

aumento da Selic em +0,5pp. E por fim, tanto na reunião de junho/11 quanto na de novembro, o Copom destaca que existe um “[...] nível de incerteza acima do usual e riscos à concretização de um cenário em que a inflação convirja tempestivamente para o valor central da meta”. (BACEN. Atas do Copom, 2014, 157^a).

Em 2011, as bases para a decisão tiveram a seguinte relação: duas decisões baseadas por “outros” elementos, e seis informadas pelos “fundamentos”. As decisões informadas pelos fundamentos (F) se basearam numa condução “mecânica”, baseada nos indicadores de oferta e demanda agregada, com o objetivo de dar “Seguimento ao processo de ajuste das condições monetárias”. (BACEN. Atas do Copom, 2014, 158^a-163^a).

Enfim, a FIGURA 13, a seguir, demonstra uma síntese da política monetária no ano de 2011. O IPCA fechou em 6,50%, no limite superior da meta de 4,5% + ou – 2pp definida pelo CMN. (BACEN. Atas do Copom, 2014, 156^a-163^a).

| Reunião / Data | Aumento ou Diminuição | Nível anterior | Votação | Questões que não fazem parte dos fundamentos e argumentos usados: 'estratégico' (E) e 'outras' (O) considerações | Base para a decisão: fundamentos / outros |
|----------------------------------|-----------------------|----------------|---------|---|--|
| 156 ^a , 19/01/2011 | +0,5pp | 10,75%aa | 7:0 | "o Copom reconhece um ambiente econômico em que prevalece nível de incerteza acima do usual, e identifica riscos crescentes à concretização de um cenário em que a inflação convirja tempestivamente para o valor central da meta". | (O) Início a um processo de ajuste na taxa básica de juros. |
| 157 ^a , 02/03/2011 | +0,5pp | 11,25%aa | 9:0 | (O) Influência ambígua do cenário internacional sobre o comportamento da inflação doméstica. No âmbito interno, ações macroprudenciais recentemente implementadas terão efeito sobre os preços. | (O) Ajuste para a inflação convergir à meta. |
| 158 ^a , 20/04/2011 | +0,25pp | 11,75%aa | 5:2 | (E) o balanço de riscos do cenário enseja a manutenção do ritmo de ajuste da taxa Selic para evitar que pressões inflacionárias recentes se transmitam ao cenário prospectivo. | (F) Seguimento ao processo de ajuste das condições monetárias. |
| 159 ^a , 08/06/2011 | +0,25pp | 12%aa | 7:0 | (O) Nível de incerteza acima do usual e riscos à concretização de um cenário em que a inflação convirja tempestivamente para o valor central da meta. | (F) Seguimento ao processo de ajuste das condições monetárias. |
| 160 ^a , 20/07/2011 | +0,25pp | 12,25%aa | 7:0 | (E) Ações convencionais de política monetária recentemente implementadas ainda terão seus efeitos incorporados à dinâmica dos preços. | (F) Avaliação do cenário prospectivo e balanço de riscos. |
| 161 ^a , 31/08/2011 | -0,5pp | 12,50%aa | 5:2 | (E) Riscos decrescentes de um cenário em que a inflação não convirja à meta. | (F) Oferta e Demanda Agregada. |
| 162 ^a , 19/10/2011 | -0,5pp | 12%aa | 7:0 | (E) A mediana das projeções dos investidores para o IPCA, em 2011, se elevou de 6,31% para 6,53%. | (F) Seguimento ao processo de ajuste das condições monetárias. |
| 163 ^a , 30/11/2011 | -0,5pp | 11,50%aa | 7:0 | (O) "o Copom reconhece um ambiente econômico em que prevalece nível de incerteza muito acima do usual". (E) Cenário prospectivo mais favorável. | (F) Seguimento ao processo de ajuste das condições monetárias. |

FIGURA 14 – AS BASES DA DECISÃO NA POLÍTICA DE JUROS, ANO DE 2011.

FONTE: O autor (2014).

Em 2012 houve, ordinariamente, oito reuniões. Começando da primeira, no dia 19 de janeiro (164^a), até a última no dia 18 de novembro, sendo que sete resultaram numa alteração () da taxa básica de juros e uma (171^a) na manutenção da meta para a taxa Selic.

Neste ano, o Copom realizou uma política de intenso declínio na taxa básica. Reduzindo a taxa Selic em 3,75%aa ao longo dos doze meses. Os cortes na meta para a taxa Selic foram suaves. De modo que os momentos de maior intensidade foram respectivamente nas reuniões de março e abril/2012 (165^a-166^a), quando o Copom decidiu declinar 0,75%aa a meta para a taxa Selic.

Dos oito processos decisórios do Copom, que resultaram nas tradicionais reuniões de terça-feira (exposição de dados e discussão) e quarta-feira (decisão final); 06 obtiveram uma decisão consensual ao término, enquanto 02 reuniões resultaram num dissenso do Comitê. Esses resultados não consensuais, entretanto, representaram votações nas quais apenas dois ou três membros eram contrários (165^a e 170^a). Ou seja, o padrão que o Comitê estabeleceu ao longo dos anos permanece vigente em 2012: o consenso na decisão final.

A trajetória do câmbio no ano de 2012 foi de desvalorização até o final do partindo de uma cotação de R\$ 1,79/ dólar (em jan/2012) e fechando o ano em R\$ 2,08 (em dezembro). Assim, em 2012, a desvalorização do Real consolida-se, enquanto tendência; revertendo a conjuntura favorável à política monetária que prevaleceu de 2005 a 2011.

Das questões que não fazem parte dos argumentos e fundamentos usados diretamente para a decisão: 04 tiveram "outras" (O) motivações, e 06 foram motivadas por "questões estratégicas" (E). Nas seis reuniões em que se argumentaram questões estratégicas, a motivação foi a contribuição desinflacionaria do setor externo que reduzia os riscos para o cenário da inflação brasileira.

Em 2012, as bases para a decisão tiveram a seguinte relação: duas decisões baseadas por "outros" elementos, e seis informadas pelos "fundamentos". As decisões informadas pelos fundamentos (F) se baseavam no comportamento, corrente e previsto, da demanda agregada, oferta e nível de preços, de modo que os cenários apresentavam espaço para um declínio suave e sinalizado da Selic.

Enfim, o IPCA fechou em 5,84%aa no limite superior da meta de inflação. (BACEN. Atas do Copom, 2014, 164^a-171^a). A FIGURA 15, na próxima página, demonstra uma síntese da política monetária no ano de 2012.

| Reunião / Data | Aumento ou Diminuição | Nível anterior | Votação | Questões que não fazem parte dos fundamentos e argumentos usados: 'estratégico' (E) e 'outras' (O) considerações | Base para a decisão: fundamentos / outros |
|-----------------------------------|-----------------------|----------------|------------|--|---|
| 164 ^a , 18/01/2012 | -0,5pp | 11%aa | 7:0 | (E) A projeção para a inflação de 2012 diminuiu e ficou próxima ao do valor central de 4,5% para a meta fixada pelo CMN. (E) [...] a desaceleração da economia brasileira no segundo semestre do ano passado foi maior do que se antecipava, [...] eventos recentes indicam postergação de uma solução definitiva para a crise financeira europeia [...]. (O) Esses e outros elementos, portanto, compõem um ambiente econômico em que prevalece nível de incerteza muito acima do usual. | (O) "[...] prevalece nível de incerteza muito acima do usual [...]". (O) O Copom "argumenta que [...] [a] redistribuição temporal do ajuste total das condições monetárias como a estratégia mais apropriada". |
| 165 ^a , 07/03/2012 | -0,75pp | 10,50%aa | 5:2 | (E) "o Copom considera que, neste momento, permanecem limitados os riscos para a trajetória da inflação. O Comitê nota ainda que, até agora, dada a fragilidade da economia global, a contribuição do setor externo tem sido desinflacionaria". | (F) Oferta agregada, Demanda Agregada e Índices de preços. |
| 166 ^a , 18/04/2012 | -0,75pp | 9,75%aa | 7:0 | (E) "o Copom considera que, neste momento, permanecem limitados os riscos para a trajetória da inflação. O Comitê nota ainda que, até agora, dada a fragilidade da economia global, a contribuição do setor externo tem sido desinflacionaria". | (F) As perspectivas são favoráveis para a atividade econômica neste e nos próximos semestres, com alguma assimetria entre os diversos setores. |
| 167 ^a , 30/05/2012* | -0,5pp | 9,0%aa | 7:0 | (O) "O Comitê identifica recuo na probabilidade de ocorrência de eventos extremos nos mercados financeiros internacionais [...]. europeia [...]. Esses e outros elementos, portanto, compõem um ambiente econômico em que prevalece nível de incerteza muito acima do usual." | (F) Recuperação gradual da atividade econômica, mas, por outro lado, o cenário central considera um ritmo de atividade mais intenso neste semestre. |
| 168 ^a , 11/07/2012 | -0,5pp | 8,5%aa | 8:0 | (O/E) "[...] o ambiente externo permanece complexo, dada a ausência de solução definitiva para a crise financeira europeia". (O) O Copom reafirma sua visão de que a inflação acumulada em doze meses tende a se deslocar na direção da trajetória de metas, ainda que de forma não linear. | (F) Demanda Agregada e Oferta Agregada. (F) Oferta agregada, |
| 170 ^a , 10/10/2012 | -0,25pp | 7,5%aa | 5:3 | (E) O Comitê considera Riscos limitados de descompasso, em segmentos específicos, entre as taxas de crescimento da oferta e da demanda. | Demanda Agregada e Índices de preços (F) Preços: "o Copom avalia que o cenário prospectivo para a inflação apresenta sinais favoráveis [...]". |
| 171 ^a , 28/11/2012 | Manutenção | 7,25%aa | 8:0 | | |

FIGURA 15 – AS BASES DA DECISÃO NA POLÍTICA DE JUROS, ANO DE 2012.

FONTE: O autor (2014).

A FIGURA 16, na página seguinte, sintetiza a política de juros em 2013, segundo as categorias analíticas de Cobham (2002). De acordo com a norma, o Copom realizou 08 reuniões em 2013 (da 172ª até a 179ª), sendo que 03 reuniões tiveram manutenção da meta para a taxa Selic e cinco resultaram numa mudança (Δ) da Selic. A tendência da taxa Selic ao longo do ano foi de elevação, após atingir o seu menor nível histórico: 7,25%aa. A política monetária começou o ano, na primeira reunião (172ª), mantendo o nível da meta para a taxa Selic acima descrito. A partir de abril/2013, o Copom iniciou uma contração monetária por meio da elevação de 0,25pp inicialmente para sinalizar a reversão na política de juros que estava começando. Nas próximas quatro reuniões (176ª a 179ª), a meta para a taxa Selic foi elevada 0,5%aa, sucessivamente, em cada reunião. O resultado, na última reunião do ano (25/nov/2013) foi uma taxa básica de 9,5%aa, sem o uso de viés. É importante observar que o Copom teve um ano de decisões quase consensuais (do início ao fim), à exceção da terceira reunião (Ata n.174ª), quando decidiram pela manutenção da Selic numa votação de 6 a 2.

Das questões que não fazem parte dos *argumentos e fundamentos usados diretamente para a decisão*: sete foram motivadas por questões estratégicas (da 173ª a 179ª), enquanto uma por “outras” motivações (172ª). Nas sete reuniões em que se argumentaram questões estratégicas, a principal argumentação foi de que “[...] o Comitê pondera que incertezas internas e, principalmente, externas cercam o cenário prospectivo para a inflação e recomendam que a política monetária seja administrada com cautela”. (BACEN. Atas do Copom, 2014, 172ª-179ª).

Em 2013, as *bases para a decisão* tiveram a seguinte relação: duas decisões informadas por “outros” elementos (*others*) e seis baseadas nos “fundamentos” de macroeconomia. Em geral, as decisões informadas pelos fundamentos tiveram a seguinte motivação: a elevada inflação, sua resistência e persistência ao longo do ano.

| Reunião / Data | Aumento ou Diminuição | Nível anterior | Votação | Questões que não fazem parte dos fundamentos e argumentos usados: 'estratégico' (E) e 'outras' (O) considerações | Base para a decisão: fundamentos / outros |
|----------------------------------|-----------------------|----------------|------------|--|--|
| 172 ^a , 16/01/2013 | Manutenção | 7,25%aa | 8:0 | (O) O Copom considera que, desde sua última reunião, os riscos para a estabilidade financeira global permaneceram elevados, em particular os derivados do processo de desalavancagem em curso nos principais blocos econômicos. | (O) "o Copom destaca que o balanço de riscos para a inflação apresentou piora no curto prazo [...]". |
| 173 ^a , 06/03/2013 | Manutenção | 7,25%aa | 8:0 | (E) O cenário central contempla ritmo de atividade doméstica mais intensa neste ano. "Nesse contexto, o Comitê destaca a estreita margem de ociosidade no mercado de trabalho, apesar dos sinais de moderação nesse mercado, [...]". | (F) Aumentos de preços ao consumidor, pressões sazonais e pressões no segmento de transportes. |
| 174 ^a , 17/04/2013 | Manutenção | 7,25%aa | 6:2 | (E) "[...] o Comitê pondera que incertezas internas e, principalmente, externas cercam o cenário prospectivo para a inflação e recomendam que a política monetária seja administrada com cautela" [...]. | (O) Necessidade de uma ação de política monetária destinada a neutralizar riscos que se apresentam no cenário prospectivo para a inflação. |
| 175 ^a , 29/05/2013 | +0,25pp | 7,5%aa | 8:0 | (E) A projeção para a inflação de 2013 elevou-se em relação ao valor considerado na reunião do Copom de abril e se posiciona acima do valor central de 4,5% para a meta fixada pelo CMN. | (F) A inflação se apresenta elevada e resistente. |
| 176 ^a , 10/07/2013 | +0,5pp | 8%aa | 8:0 | (E) No cenário atual, a projeção para a inflação de 2013 não se alterou em relação ao valor considerado na reunião do Copom de maio, portanto, permanece acima da meta de 4,5% fixada pelo CMN. | (F) A inflação se apresenta elevada e resistente. |
| 177 ^a , 28/08/2013 | +0,5pp | 8,5%aa | 8:0 | (E) Estreita margem de ociosidade no mercado de trabalho. Existe um risco significativo na possibilidade de concessão de aumentos de salários incompatíveis com o crescimento da produtividade. | (F) Inflação apresenta resistência nos últimos doze meses. |
| 178 ^a , 09/10/2013 | +0,5pp | 9%aa | 8:0 | (E) Risco significativo na concessão de aumentos de salários incompatíveis com o crescimento da produtividade e suas repercussões negativas sobre a inflação. | (F) A inflação ainda mostre resistência. |
| 179 ^a , 27/11/2013 | +0,5pp | 9,5%aa | 8:0 | (E) A projeção para a inflação de 2013 diminuiu em relação ao valor considerado na última reunião, porém, permanece acima da meta. | (F) Elevada variação dos índices de preços ao consumidor. |

FIGURA 16 – AS BASES DA DECISÃO NA POLÍTICA DE JUROS, ANO DE 2013.

FONTE: O autor (2013 e 2014).

No ponto 22 da Ata, o Copom afirma que: "[...] visa assegurar a convergência da inflação para a trajetória de metas, o que exige a pronta correção de eventuais desvios em relação a essa trajetória. Tal estratégia leva em conta as defasagens do mecanismo de transmissão e é a mais indicada para lidar com a incerteza inerente ao processo de formulação e de implementação da política monetária.

Enfim, o quadro abaixo, resume as bases para a decisão e aquelas que predominaram, ano a ano. Assim como, classifica o tipo de incerteza e o seu respectivo nível (de um a três).

| ANO | Base para a decisão | Decisão que se destaca | Categoria(s) de Incerteza predominante | Nível da incerteza |
|------|---------------------|------------------------|--|--------------------|
| 1999 | 8 (F) vs. 3 (O) | Fundamentos. | Paramétrica, Modelo e Global. | 3 |
| 2000 | 12 (F) | Fundamentos. | Global. | 2 |
| 2001 | 8 (O) vs. 4 (F) | Outros elementos. | Paramétrica, Modelo e Global. | 3 |
| 2002 | 9 (O) vs. 2 (F) | Outros elementos. | Global. | 3 |
| 2003 | 7 (O) vs. 4 (F) | Outros elementos. | Paramétrica e Modelo. | 2 |
| 2004 | 7 (O) vs. 4 (F) | Outros elementos. | Modelo e Paramétrica | 1 |
| 2005 | 4 (O) vs. 8 (F) | Fundamentos. | Modelo e Global. | 1 |
| 2006 | 4 (O) vs. 8 (F) | Fundamentos. | Global. | 2 |
| 2007 | 5 (O) vs. 5 (F) | Ambos (F / O) | Modelo. | 3 |
| 2008 | 3 (O) vs. 6 (F) | Fundamentos. | Paramétrica, Modelo e Global. | 3 |
| 2009 | 3 (O) vs. 6 (F) | Fundamentos. | Modelo e Global. | 3 |
| 2010 | 4 (O) vs. 5 (F) | Fundamentos. | Global | 1 |
| 2011 | 2 (O) vs. 6 (F) | Fundamentos. | Modelo e Global. | 1 |
| 2012 | 2 (O) vs. 6 (F) | Fundamentos. | Global. | 2 |
| 2013 | 2 (O) vs. 6 (F) | Fundamentos. | Global. | 2 |

QUADRO 2 – INCERTEZA E POLÍTICA MONETÁRIA.

FONTE: O autor (2014 e 2015).

O texto a seguir encerra o capítulo destacando alguns pontos específicos sobre o papel da incerteza na política de juros do Copom, por meio das atas, assinalando questões que não foram abordadas anteriormente. No ano de 1999, A incerteza favoreceu ajustes plenos, como se fosse uma função de reação. A consequência mais imediata e óbvia foi o elevado patamar dos juros no início do “regime de metas de inflação”, chegando aos 45%aa. A incerteza desse período se refere não somente às categorias propostas por Dow *et alli* (2009), mas, também, ao período de aprendizado sobre a administração de um novo regime monetário em contexto de crise. Em 2000, o Comitê destaca que “Caso a intensidade dos choques se revele menor que a estimada, maior será a folga para o cumprimento da meta. Mas dada a defasagem com que opera o mecanismo de transmissão via demanda agregada, a política monetária atual terá efeito apenas a partir do último trimestre deste ano”. (BACEN. Atas do Copom, 2014, 45^a). Já em 2001, o ano teve dois acontecimentos totalmente imprevistos: (a) A Crise da Argentina, (b) Os eventos de 9/11 nos EUA. O Comitê teve grande preocupação com a Curva de Juros em todas as suas atas. De fato, é possível afirmar que as decisões levaram em conta a ETTJ e sua volatilidade ao longo do conturbado ano. Segundo o Copom, “A curva de juros

apresentou aumento de volatilidade desde a última reunião do Copom, em razão dos efeitos dos ataques nos EUA e do aumento das incertezas em relação à Argentina. A inclinação da curva, medida pelo *spread* entre a Taxa Selic e a taxa para 90 dias apresentou aumento de 255 pontos-base [...]”. (BACEN. Atas do Copom, 2014, 64ª).

No ano de 2002, um choque adverso também caracterizou todo o período. Apesar das eleições presidenciais estarem na agenda do Comitê, o impacto e a volatilidade pelo canal do câmbio foram mais intensos do que o esperado. No início do ano, entretanto, o Copom indicava um cenário benigno expresso pela curva de juros. (BACEN. Atas do Copom, 2014, 68ª). Mas, a partir de setembro, a conjuntura se modificou e o Comitê começa a tomar decisões consensuais, num contexto de incerteza global e fundamental, de contração monetária. O exemplo mais notório foi a tentativa de “demonstrar força” para o mercado financeiro durante as eleições. Isso aconteceu na 76ª reunião (extraordinária), elevando consensualmente em 300 pontos base a taxa Selic. Em 2003, o papel da incerteza pode ser expresso por meio da ata de out/03: “23. O Copom baseia suas projeções de inflação em modelos que, por sua própria natureza, embutem incertezas quanto à magnitude e à defasagem dos mecanismos de transmissão da política monetária [...]”. (BACEN. Atas do Copom, 2014, 89ª). Contudo, essa incerteza não implicou em decisões de manutenção ou aumento da taxa básica, diferentemente, da equipe anterior. Apesar da incerteza nos parâmetros e no modelo, a base para a decisão considerou diversos outros elementos. No ano de 2004, a incerteza não teve um papel explícito na comunicação e sinalização do Copom. Entretanto, basta analisar quatro atas (95ª, 98ª, 99ª, 101ª) para constatar que o Comitê iniciou um processo de suavização devido, dentre outros fatores, à incerteza. Na ata de abril (95ª), o Comitê de Política Monetária tem como base para a decisão a “[...] transição suave para um cenário duradouro de estabilidade com crescimento econômico [...]”. Na reunião de julho (98ª), ainda prevalece a seguinte visão: “30. Os membros do Copom avaliam que a manutenção da taxa de juros básica nos níveis atuais por um período prolongado de tempo deverá permitir a concretização de um cenário benigno para a inflação [...]”. (BACEN. Atas do Copom, 2014, [2004] 98ª).

Contudo, na 99ª (ago/04) já se comunica uma cautela quanto ao cenário incerto: “Dados recentes de absorção doméstica de bens de capital e da atividade da construção indicam a retomada dos investimentos (...), é natural que haja grande incerteza a respeito da velocidade de ampliação da capacidade produtiva dos

setores cujos níveis de utilização já são altos, e sobre a própria tendência de crescimento do produto potencial da economia como um todo. Nesse cenário, com a demanda continuando a se expandir rapidamente, é preciso monitorar com muita atenção o risco de descompasso entre o produto efetivo e o potencial". (BACEN. Atas do Copom, 2014, 92^a-102^a). Mais adiante, o Copom iniciou um período de contração monetária que se estendeu até julho de 2005. Contudo, existe uma diferença fundamental em relação à equipe anterior. O Comitê de Política Monetária, durante a presidência de Henrique Meirelles, iniciou em outubro de 2004 a prática de suavização (interest rate smoothness):

29. Assim, diante dos mesmos elementos que, em setembro, levaram-no a dar início a um processo de ajuste moderado da taxa básica de juros, o Copom entende que as atuais circunstâncias recomendam que esse processo tenha prosseguimento na forma prevista. Embora um aumento de 0,25 p.p. na taxa Selic tenha sido considerado adequado para dar início a esse processo de ajuste, de modo a suavizar a inflexão da postura de política monetária e minimizar o risco de turbulências ao seu primeiro impacto, o Comitê avalia que um aumento de 0,5 p.p. neste momento é mais condizente com a magnitude do movimento total capaz de promover a convergência da inflação para a trajetória de metas e com a velocidade ótima de implementação desse ajuste. (BACEN. Atas do Copom, 2014 [2004], 101^a, grifo nosso).

Ainda na reunião de 20/10/2004 (101^a), o Comitê destaca parte de seus critérios de decisão, enquanto agência técnica e burocrática, ao estabelecer que: "[...] calibra os instrumentos de política monetária com base em seus próprios cenários de projeção para a inflação, cotejando-os com a trajetória de metas, e não guiado pelas expectativas de inflação dos agentes privados". (BACEN. Atas do Copom, 2014 [2004], 101^a). Enfim, em 2004, o Comitê enfrentou uma incerteza tanto do modelo, quanto paramétrica, para se ajustar ao novo cenário "duradouro" de maior estabilidade macroeconômica.

Entretanto, em 2005 o Comitê reafirmou os seus principais critérios de decisão e a relação com a incerteza. Se considerada a ata nº 108 é possível encontrar a "orientação das decisões", conforme o extrato abaixo:

O Copom reitera que, no regime de metas para a inflação, orienta suas decisões de acordo com os valores projetados para a inflação futura, analisando cenários alternativos para a evolução das principais variáveis que determinam a dinâmica dos preços. A manutenção de riscos elevados para a inflação de curto prazo tende a aumentar a incerteza em relação ao comportamento futuro da inflação, dificultando tanto a avaliação de cenários por parte da autoridade monetária, quanto o processo de coordenação de expectativas dos agentes privados. Nesse ambiente, uma maior incerteza determinada pelo aumento da inflação corrente e

dos núcleos, que deve reverter-se em resposta aos estímulos da política monetária, poderia afetar de forma mais duradoura as expectativas de inflação. (BACEN. Atas do Copom, 2014 [2005], 108^a, grifo nosso).

A partir de 2005 fica evidente para os *policy-makers* que a estabilidade da inflação também depende da maneira e intensidade como se utiliza a taxa de juros. Em outras palavras, a suavização emerge como meio para atingir as metas sem aumentar a percepção da incerteza e desestabilizar a economia - que é instável²⁵ ou está temporariamente desequilibrada. Ademais, é interessante observar que o Comitê começa a se relacionar melhor com os agentes, na forma da FIGURA 1. Ou seja, sinalizando e recebendo sinais que afetam a formulação da política monetária. Exemplo desses dois pontos analisados (suavização e sinalização) é a moderação antes de uma reversão na direção da política de juros. Em 2005, ocorrem três reuniões que resultam numa manutenção da Selic (109^a, 110^a e 111^a), antes de uma contração monetária que começa suavemente com um declínio de -0,25pp.

Por outro lado, na reunião nº111 (ago/05), o Copom afirma, novamente, a orientação das suas decisões. De acordo com o item 26 da ata do Comitê de Política Monetária “[...] a autoridade monetária orienta suas decisões de acordo com os valores projetados para a inflação futura”. (BACEN. Atas do Copom, 2014 [2005], 111^a, grifo nosso). E, desta forma, o Comitê reconhece que ao orientar suas decisões em projeções futuras, acrescenta uma incerteza do tipo global e, até mesmo, fundamental e forte. Pois, o Copom fica na dependência de bons resultados na inflação, ou mais precisamente, nos índices de preço que podem “contribuir de forma importante para reduzir a incerteza em relação ao comportamento futuro da inflação”. (*Idem*). Já em 2006, após uma mudança no comportamento do Comitê, emergiu um novo padrão de análise e decisões. Contudo, o Copom ainda insistiu em destacar que existem defasagens relevantes, como aquelas que Friedman (1961, 1968) analisava. Essas defasagens causam uma demora para que o efeito da redução dos juros afete a renda e o produto. Assim sendo,

18. O Copom considera relevante ressaltar, uma vez mais, que há defasagens importantes entre a implementação da política monetária e seus efeitos sobre o nível de atividade e sobre a inflação. Desde o início do ciclo de flexibilização da política monetária, em setembro de 2005, a taxa

²⁵ Nesta sentença, a discussão sobre a estabilidade de uma economia capitalista foi evitada de propósito, por mais que o trabalho trate da incerteza. O objetivo é não levar o caro leitor para uma digressão que foge ao objetivo principal: compreender o papel desempenhado pela incerteza ao longo desses 15 anos no RMMI.

de juros básica já foi reduzida em um total de 450 p.b. Boa parte dos efeitos desse corte de juros ainda não se refletiu no nível de atividade, assim como os efeitos da recente retomada da atividade sobre a inflação também não tiveram tempo de se materializar. (BACEN. Atas do Copom, 2014 [2006], 120ª, grifo nosso).

Portanto, a incerteza teve um papel pouco relevante ao longo do ano. Pois, de acordo com as atas, um “cenário benigno” para a inflação se configurou, principalmente, a partir de março (117ª) até novembro (123ª).

No ano de 2007, o Copom manifestou em suas atas uma incerteza que até o momento, parecia pouco relevante: o preço do barril do petróleo. Conforme a ata 131ª (dez/07), expressa: “11. O preço do petróleo, outra fonte sistemática de incerteza advinda do cenário internacional, segue mostrando alta volatilidade, e apresentou elevação desde a última reunião do Comitê.” (BACEN. Atas do Copom, 2014 [2007], 131ª). Ademais, o Comitê destaca que essa é uma incerteza que também provém de mudanças estruturais, pois os “patamares recentes das cotações internacionais dessa *commodity* parecem estar refletindo deslocamentos estruturais na demanda global por energia, bem como recorrentes episódios de incerteza geopolítica”. (*Idem*). Por outro lado, o Comitê persiste em sua manifestação sobre o período de efeito dos estímulos monetários que dependem (ou dependeriam) dos mecanismos de transmissão. De acordo com a ata de julho:

20. Tendo em vista os estímulos já existentes para a expansão da demanda agregada, as incertezas que cercam os mecanismos de transmissão da política monetária, a aproximação progressiva entre a taxa básica de juros corrente e as taxas de juros que deverão vigorar em equilíbrio no médio prazo e os cortes já implementados desde setembro de 2005, os membros do Copom entendem que a preservação das importantes conquistas obtidas no combate à inflação e na manutenção do crescimento econômico, com geração de empregos e aumento da renda real, demandará que, a partir de um determinado ponto, a flexibilização da política monetária passe a ser conduzida com maior parcimônia. (BACEN. Atas do Copom, 2014 [2007], 128ª, grifo nosso).

O item número vinte da ata 128 é interessante por dois motivos: primeiro, ele demonstra, diferente de Friedman (1956, 1968), que existe no caso brasileiro, algo maior do que um *lag*, mas uma incerteza sobre os mecanismos de transmissão; em segundo lugar, é importante notar que isso faz o Copom sinalizar uma “parcimônia” para o mercado. Talvez, neste caso, a proposição de Goodhart (1998) seja válida para o Brasil “This issue is the question of how policy-makers should treat uncertainty: uncertainty about where the economy is and where it is going, and

uncertainty about the impact of policy”. (GOODHART, 1988, p.115). Ademais, ele afirma que a incerteza pode se tornar um problema, mas, certamente, isso não significa que “[...] the literature ignores uncertainty—far from it—but that usually the uncertainty enters in a relatively uninteresting way”. (*Idem*). Já a questão de Milton Friedman necessita de uma melhor análise. De fato, o resultado do Copom é diferente de suas considerações nos decênios de 1950 e 60. Entretanto, a sua pesquisa tinha objetivos distintos, assim como esta dissertação. Sendo assim, esta discussão será deixada de lado, por escapar ao objeto deste trabalho.

Em 2008, de janeiro a março, a política foi de manutenção da taxa básica devido ao papel das *incertezas diversas* no cenário global e o acompanhamento da política de juros nos Estados Unidos, Europa e Japão (denominados de G3). A partir de abril (ata nº134^a), se iniciou uma contração monetária de 2,50%aa, ao longo de quatro meses. (BACEN. Atas do Copom, 2014 [2008], 132-139^a). Isso ocorreu em meio à mudança estrutural do cenário externo, devido à crise nos EUA. As decisões de elevação da taxa básica foram, totalmente, baseadas nos *fundamentos* macroeconômicos. Por outro lado, é válido destacar que esse foi o primeiro ano com pleno consenso em todas as reuniões e, por conseguinte, nas decisões do Comitê. (*Idem*). De fato, a demanda agregada e os preços tiveram maior atenção do Comitê - mesmo neste contexto de instabilidade global. A reunião de setembro é um exemplo do papel desempenhado pela incerteza, porque o *estado das expectativas* para o IPCA declinou junto com a curva de juros, implicando numa alteração da Selic. Neste contexto, o Copom mesmo incerto sobre a “deterioração do cenário benigno”, decidiu elevar em 75 pontos base a taxa básica de juros - ou 0,75pp. (*Idem*). No ano de 2009, a política foi de intensa expansão monetária. (BACEN. Atas do Copom, 2014 [2009], 140^a-147^a). É válido lembrar que o Copom é o único responsável pelas decisões no regime monetário de metas de inflação. Em 2009, o Comitê teve que tomar decisões difíceis durante a crise: o Copom diminuiu 5,70pp a meta para a taxa Selic. Tal medida ocorreu no período de janeiro a julho (ou nas reuniões 140^a a 144^a). A principal motivação dessas decisões foi o cenário recessivo no início do ano, causado em grande parte pela crise e ruptura de um sistema financeiro global.

Por outro lado, o Copom sinalizou, em todo o período, uma comunicação estratégica, concentrado principalmente em três elementos: (a) meta de inflação, (b) cenário prospectivo e, (c) indicadores correntes da economia. Todavia, as decisões

de alteração da Selic se basearam nos *fundamentos*. Isso aconteceu devido ao acompanhamento da recessão que se iniciava na economia brasileira e mundial. Enfim, esta política resultou no estabelecimento da menor taxa básica de juros desde a implantação do regime monetário de metas de inflação: 8,75% ao ano.

Em 2010, o RMMI brasileiro se consolidou sob a égide de um pensamento e ação bem específicos do seu processo decisório (Gracia, 2012, p.38-40), conforme a seguinte afirmativa, que aparece em quase todas as atas:

[...] a estratégia adotada pelo Copom visa assegurar a convergência da inflação para a trajetória de metas neste e nos próximos anos, o que exige a pronta correção de eventuais desvios em relação à trajetória. Tal estratégia leva em conta as defasagens do mecanismo de transmissão e é a mais indicada para lidar com a incerteza inerente ao processo de formulação e de implementação da política monetária. (BACEN. Atas do Copom, 2014 [2011], 151^a, grifo nosso).

De modo prático, a incerteza afetou consideravelmente o ano de 2010. Se consideradas as reuniões março até julho, as atas do Copom expressam intensa preocupação com a mudança do cenário e elevação das projeções de inflação.

.(BACEN. Atas do Copom, 2014 [2010], 149^a-152^a). Por exemplo, quando o Comitê faz a sua primeira elevação da Selic, expressando que a incerteza detectada em horizontes mais curtos não pode se propagar para os horizontes mais longos. Após afirmações como a anterior, na reunião de abril (150^a) o Comitê fez um ajuste pouco suave e bem direto: aumentou em 0,75pp a taxa básica da economia. Em junho (151^a) a situação se deteriorou, o Copom expressa os riscos aumentaram para a concretização de um cenário benigno, no qual a inflação seguiria a meta do CMN. Assim sendo, na reunião de 09 de junho de 2010, a taxa foi elevada em 0,75pp. Enfim, sob uma forte incerteza global o ano terminou com uma Selic de 10,75%.

O período de Tombini foi caracterizado pela suavização, declínio forte da taxa de juros, decisões mais lentas e menos intensas. Ademais, de 2011 a 2013 o Copom trabalhou mais próximo da meta de inflação. Contudo, permaneceu sinalizando ajustes suaves, porém, compromisso com a meta do CMN.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Neste trabalho procurou-se analisar e documentar o papel exercido pela incerteza, em contraposição a ideia de risco e arriscado na política de juros do Brasil de 1999 a 2013. Para isso, o capítulo dois se dedicou ao fomento de uma breve discussão sobre a organização formal do regime monetário e sua institucionalidade.

Durante a discussão acerca das capacidades e limitações que a condução monetária da política de juros por meio de regras engendra, a principal consideração é que uma regra do tipo de Taylor apresenta várias dificuldades quanto à formação da base de dados que lhe sustenta. Ou melhor, existem diversas imprecisões e defasagens quanto ao hiato do produto e inflação. Não obstante, Cusinato *et alli* (2010), demonstram por meio de sofisticado estudo econométrico que os erros são elevados e dispersos, dependendo do método que se aplique na revisão. Essa consideração, *per se*, já seria desestabilizadora das regras informadas no NCPM. Sobre o Novo Consenso de Política Macroeconômica o estudo apenas pontuou que suas origens tem alguns elementos do monetarismo tipo 1 e 2. Mas, por outro lado, o regime monetário de metas de inflação apenas se tornou possível devido ao fracasso das metas monetárias no decênio de 1980. Sobre a experiência brasileira, destacou-se que o regime entendido de forma isolada pode, até mesmo, se apresentar como uma política de elevado êxito. Isso se verifica na TABELA 1, quando as metas do CMN são confrontadas com a inflação efetiva. Sob outro ponto de vista, a questão cambial não é desprezível e ainda merece alguma atenção de autores que se dedicam a macroeconomia convencional. Pois, o movimento da taxa de câmbio e juros apresenta uma correlação interessante no início do regime de metas (principalmente, de 1999 até 2005).

Mais adiante, no capítulo três, analisou-se de modo estrito a incerteza na política monetária. Estrito no sentido de que apenas os autores necessários ao estabelecimento da discussão e fomento do arcabouço teórico – para efetuar a análise do capítulo quatro - foram utilizados. A principal conclusão foi o entendimento de que o reconhecimento de uma incerteza fundamental e, até mesmo, ontológica não implica em nenhum niilismo. Pelo contrário, ela pode tornar a análise mais compatível com a política monetária do país. Esse é o caso brasileiro e de diversos países, quando as atas ou minutas comunicam um ambiente incerto e destacam a necessidade de cautela ou vigilância sobre a estrutura a termo das

taxas de juros e a próxima decisão. Ademais, o QUADRO 1 demonstrou que existe um campo de discussão, ou melhor, uma interface entre a ortodoxia e a heterodoxia na incerteza do modelo. Em outras palavras, por meio de uma abordagem gradualista da incerteza e, ao mesmo tempo, uma categorização dessa incerteza é possível identificar áreas de fronteira entre o convencional e a heterodoxia. De fato, o trabalho pouco se interessa pela discussão entre as Escolas de Pensamento. A conclusão principal nesta etapa é que, no limite, as manifestações de incerteza caminham para uma complexa relação ontológica e epistêmica da incerteza. Toda essa discussão foi pautada por uma categorização a partir de uma leitura de Dow *et alli* (2009). Assim sendo, o capítulo partiu de uma incerteza paramétrica até uma incerteza global. Isso se tornou possível a partir da leitura de Keynes, David Dequech, Paul Davidson, Sheila Dow e Tony Lawson. Por outro lado, uma atenção em alguns autores como Brainard, Friedman e Lucas foi indispensável para o estabelecimento de um marco teórico mínimo.

O capítulo quatro finalmente analisou a condução monetária de 1999 a 2013 por meio do acesso direto as atas, em duas frentes: (i) uma análise da suavização e, (ii) outra que analisa a incerteza no processo decisório (reunião por reunião). A primeira demonstrou que os ajustes plenos informados numa função de reação caracterizam apenas o período inicial de instalação do RMMI. A partir de 2005, se observa outro comportamento: ajustes mais lentos e menos intensos não se tornam uma regra, mas, um padrão que constitui parte de uma relação mais afinada com o mercado. Essa é uma relação de sinalização que permite o estabelecimento de um estado de expectativas alinhado com o mercado financeiro. De modo mais preciso, isso significa que o Copom estabeleceu, progressivamente, um ponto focal para a curva de juros de curto e longo termo. Isso foi característico, sobretudo, da presidência de Henrique Meirelles e sua equipe. O resultado foi uma correlação negativa entre a meta para a taxa Selic e a frequência léxica da incerteza. O que tornou essa relação possível foi à sinalização entre a incerteza do banco central e do mercado por meio das “signal words”.

A segunda frente de análise se baseou no método de Cobham (2002, 2003). O principal resultado foi uma relação entre decisões baseadas nos fundamentos, mas que, ao mesmo tempo, o Comitê manifesta elevada frequência da incerteza. Outra característica relevante é a atenção que o Copom sinaliza sobre a estrutura a termo da taxa de juros (ETTJ). Certamente, isso se realizou com o objetivo de

demonstrar a existência de um canal permanente de comunicação. Tal manifestação da análise da ETTJ permitiu, ao lado de outros fatores, que o Comitê atingisse a sua meta com uma menor instabilidade do próprio instrumento: a meta para a taxa Selic. Ademais, isso reduz consideravelmente o custo desinflacionário. Ou seja: a prática mundialmente reconhecida de suavização está diretamente relacionada à comunicação da autoridade monetária e o tratamento dado para a incerteza. A guisa de encerramento pode-se afirmar que a incerteza foi responsável por taxas de juros menos oscilantes, após o período inicial, e ajustes que a teoria ortodoxa chamaria de “inferiores ao ponto ótimo”. Por fim, à medida que os anos foram passando, os membros do Comitê começam a reconhecer a incerteza global de modo mais natural. Enquanto, algo que permeia e constitui o ambiente de formulação da política monetária.

REFERENCIAL

ARESTIS, P; BADDELEY, M; MCCOMBIE, J.(Org.). **The New Monetary Policy: Implications and Relevance**. London: Edward Elgar, 2005.

ARESTIS, P; SAYWER, M..New Consensus Monetary Policy: an appraisal. In: ARESTIS, P; BADDELEY, M; MCCOMBIE, J.(Org.). **The New Monetary Policy: Implications and Relevance**. Londres: Edward Elgar, 2005.

(BACEN). BANCO CENTRAL DO BRASIL. **O Processo Decisório**. Brasília DF, 2007. Disponível: <<http://www4.bacen.gov.br/pec/gci/port/focus/>>. Acesso em: 15/05/2012.

(BACEN). BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Definição e Histórico**. Brasília DF, 2011. Disponível em: < <http://www.bacen.gov.br/?CopomHIST>>. Acesso em: 26/03/2011.

(BACEN). BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Entenda o CMN**. Brasília DF, 2011. Disponível: < <http://www.bacen.gov.br/?CMNENTENDA>>. Acesso em: 27/03/2011.

(BACEN). BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Comitê de Política Monetária**. Atas do Copom: 1999-2014. Brasília DF, 2014. Disponível em: <<http://www.BACEN.gov.br/?ATACopom>>. Acesso em: 05/04/2014.

(BACEN). BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Histórico de Metas**. Brasília DF, 2014. Disponível em: <<http://www.bacen.gov.br/Pec/metas/TabelaMetaseResultados.pdf>>. Acesso em: 08/04/2014.

(BACEN). BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatórios de Inflação**. Brasília DF, 2014. Disponível em: <<http://www.bacen.gov.br/?SISMETAS>>. Acesso em: 10/04/2014.

(BACEN). BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Dez anos de Metas para a Inflação – 1999-2009**. Disponível em: < <http://www.bcb.gov.br/?livro10anosmi>>. Acesso em: 12/04/2014.

(BIS). BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS. **68th Annual Report**. Basileia, June 1998.

BLINDER, A., WYPLOSZ, C. **Central Bank Talk: Committee Structure and Communication Policy**. Working Paper prepared for the ASSA meeting, Philadelphia January 7-9, [2004] 2005.

BLINDER, A. Monetary Policy by Committee: Why and How? **European Journal of Political Economy**. v.23, n.1, p.106-123, 2007.

BARRO, R.; GORDON, D. Rules, discretion and reputation in a model of monetary policy. **Journal of monetary economics**, v. 12, n. 1, p. 101-121, 1983.

BOGDANSKI, J; TOMBINI, A; WERLANG, S. Implementing Inflation Targeting in Brazil. **Banco Central do Brasil**. Working Paper Series, Brasília, n. 1, July 2000.

BONTORIN, D. **Análise dos sinais de incerteza do Banco Central e seu efeito sobre a decisão de política monetária.** Monografia (Graduação) – Curitiba: UFPR, Curso de Ciências Econômicas, 2014.

BOWLES, S. Endogenous Preferences: The Cultural Consequences of Markets and Other Economic Institutions. **Journal of Economic Literature**, Vol. 36, N. 1, p.75-111, 1998.

BRAINARD, W. Uncertainty and the effectiveness of policy. **American Economic Review**, v.57, p. 411-425, 1967.

BRASIL. Presidência da República. **Decreto n. 3.088 de 21/06/1999. Brasília, 2014. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto/D3088.htm>. Acesso em: 18/04/2014.**

BRESSER-PEREIRA, L. **Macroeconomia da estagnação: crítica da ortodoxia convencional no Brasil pós-1994.** São Paulo:Editoria 34, 2007.

BRESSER-PEREIRA, L; GOMES, C. O regime de metas de inflação no Brasil e a armadilha da taxa de juros/taxa de câmbio. In: OREIRO, J; PAULA, F; SOBREIRA, R. Política monetária, bancos centrais e metas de inflação: teoria e experiência brasileira. Rio de Janeiro: FGV, 2009.

CARDIM DE CARVALHO, F. *et alli*. **Economia Monetária e Financeira: teoria e política.** 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.

CARNEIRO, R. **Clássicos da Economia.** São Paulo: Ática, 1997.

CHAPPELL, H; MCGREGOR, R; VERMILYEA, T. **Committee decisions on monetary policy: evidence from historical records of the Federal Open Market Committee.** Massachusetts: MIT Press, 2005.

COBHAM, D. **The Making of Monetary Policy in the UK, 1975-2000.** London: Wiley, 2002.

COBHAM, D. **Why Does Monetary Committee Smooth Interest Rates?** Oxford: Oxford University Press, 2003.

CODATO, A. **Sistema estatal e política econômica no Brasil pós-64.** São Paulo: Hucitec, 1997.

CUSINATO, R.; MINELLA, A; PÔRTO JÚNIOR, S. Hiato do Produto e PIB no Brasil: uma Análise de Dados em Tempo Real. **Banco Central do Brasil. Trabalhos para Discussão**, n. 203, 2010.

DAVIDSON, Paul. **International Money and the Real World.** Macmillan, 1982.

DAVIDSON, P. Is probability theory relevant for uncertainty? A post Keynesian perspective. **The Journal of Economic Perspectives**, p. 129-143, 1991.

DAVIDSON, P. Is economics a science? Should economics be rigorous? **Real-world economics review**, n. 59, p. 58-66, 2012.

DEQUECH, D. Expectations and confidence under uncertainty. **Journal of Post Keynesian Economics**, p. 415-430, 1999a.

DEQUECH, David. Incerteza num sentido forte: Significado e Fontes. In: LIMA, G.; SICSÚ, J; PAULA, L. F. (org). **Macroeconomia Moderna: Keynes e a economia Contemporânea**. Rio de Janeiro: Campus, 1999b.

DEQUECH, D. Uncertainty, conventions and short-term expectations. **Brazilian Journal of Political Economy**, v. 19, n. 3, p. 75, 1999c.

DEQUECH, D. Fundamental uncertainty and ambiguity. **Eastern Economic Journal**. p.41-60, 2000.

DEQUECH, D. Bounded rationality, institutions, and uncertainty. **Journal of economic issues**, p. 911-929, 2001.

DEZORDI, L. **A condução da política monetária brasileira no regime de metas de inflação: uma abordagem teórica**. Dissertação (Mestrado em Desenvolvimento Econômico) – Curitiba: Universidade Federal do Paraná, 2004.

DOW, S. Uncertainty and Monetary Policy. **Oxford Economic Papers**, Oxford, Oxford University Press, v. 56, p. 539-561, 2004.

DOW, S; KLAES, M; MONTAGNOLI, A. Monetary Policy by Signal. In: **SUERF and Bank of Finland Joint Conference**. Open Market Operations and the Financial Markets, Helsinki, 2005.

DOW, S. C; KLAES, M.; MONTAGNOLI, A. Risk and uncertainty in Central Bank signals: an analysis of Monetary Policy Committee Minutes. **Metroeconomica**, v.60 n.4, p. 584–618, 2009.

DOW, S. Endogenising Uncertainty. In: **Annual Plenary Conference of INET**. 'Time and expectations in economic analysis' session, Hong Kong, 2013.

FEIJO, C. A. A medida de utilização de capacidade conceitos e metodologias. **Revista de Economia Contemporânea**, Rio de Janeiro, vol.10, n.3, p. 611-629, 2006.

FRAGA, Armínio. Dez Anos de Metas para a Inflação. In: BACEN. **Dez anos de Metas para a Inflação – 1999-2009**. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?livro10anosmi>>. Acesso em: 12/03/2014.

FRIEDMAN, Benjamin. Monetary Policy without quantity variables. **NBER Working paper**. n. 2552, Cambridge, 1988.

FRIEDMAN, Milton. **Studies in the Quantity Theory of Money**. Chicago: University Chicago Press, 1956.

_____. The Lag In Effect of Monetary Policy. **Journal of Political Economy**. V. 69, n. 5, p. 447-466, Oct., 1961.

_____. **Capitalismo e liberdade**. São Paulo: Nova Cultural, 1985 [1962].

_____. The Role of Monetary Policy. **The American Economic Review**, V. 58, n.1, p. 1-17, March 1968.

_____. A Theoretical Framework for Monetary Analysis. **Journal of Political Economy**, Chicago, Vol. 78, n. 2, p. 193-238, 1970.

FROYEN, R; GUENDER, A. **Optimal monetary policy under uncertainty**. Cheltenham: Edward Elgar Publishing Limited, 2008.

FURTADO, C. **Teoria e Política do Desenvolvimento Econômico**. 3. Ed. São Paulo: Companhia Editora Nacional, 1969.

FURTADO, C. **Transformação e crise na economia mundial**. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 2006 [1987].

GOODHART, C. **Money, Information and Uncertainty**. Massachusetts: The MIT Press, 1989.

GOODHART, C. Central Bankers and Uncertainty. **Bank of England Quarterly Bulletin**, v. 39, p. 102-21, 1998.

GRACIA, N. **A política monetária no Brasil: um estudo de caso do comportamento do Comitê de Política Monetária de 1999 a 2010**. Monografia (Graduação) – Curitiba: UFPR, Curso de Ciências Econômicas, 2012.

GRACIA, N.; DALTO, F. La Institución de la Política Monetaria: el caso brasileño de 1999-2010. In: GRACIA, N (Org.). **A Nostalgia do Futuro: pensamento original e políticas públicas no Brasil**. Curitiba: Editora CRV, 2013.

GUIZZO, D; LIMA, I. Incerteza e Pós-Modernismo na Política Monetária Brasileira. In: GRACIA, N. (Org.). **A Nostalgia do Futuro: pensamento original e políticas públicas no Brasil**. Curitiba: Editora CRV, 2013.

HODGSON, G. The Approach of Institutional Economics. **Journal of Economic Literature**, American Economic Association, v. 36, n.1, p. 166-192, March 1998.

HOOVER, K. Two Types of Monetarism. **Journal of Economic Literature**. v. 22, p. 58-76, March 1984.

KEYNES, John Maynard. **A treatise on probability**. Mineola: Dover, 2004 [1921].

_____. **The general theory of employment interest and money**. New York: Harcourt Brace, 1936.

_____. The general theory of employment. **The quarterly journal of economics**, p. 209-223, 1937.

_____. **The collected writings of John Maynard Keynes**. Cambridge: Cambridge University Press for the Royal Economic Society, 2013, v.5-6.

KOHN, D; SACKS, B. Central Bank Talk: does it matter and why? **Board of Governors of Federal Reserve System**, Washington, Series 2003-55, n. 123, p.33-55, 2003.

KYDLAND, F; PRESCOTT, E. Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans. **Journal of Political Economy**, Chicago, V. 85, n. 3, p. 473-492, 1977.

LAWSON, Tony. Uncertainty and Economic Analysis. **The Economic Journal**, V. 95, n. 380, p. 909-927, 1985.

LAWSON, T.; PESARAN, H. (Org.). **Keynes' Economics (Routledge Revivals): Methodological Issues**. Routledge, 2009 [1985], cap. 1-3.

LE HERON, E.; CARRÉ, E. Credibility versus Confidence in Monetary Policy. In: WRAY, L; FORSTATE M. **Money, Financial Instability and Stabilization Policy**. Cheltenham, UK; Northampton, MA: E. Elgar, 2006, p. 58-84.

LOTHIAN, J. Milton Friedman's monetary economics and the quantity-theory tradition. **Journal of International Money and Finance**, v. 28, p. 1086-1096, 2009.

LUCAS, Robert. Expectations and the Neutrality of Money. **Journal of Economic Theory**, v.4, n.2, p.103-124, 1972.

_____. Econometric policy evaluation: A critique. In: **Carnegie-Rochester conference series on public policy**. North-Holland, 1976. p. 19-46.

MAYES, D; MONTAGNOLI, A. **Uncertainty and monetary policy**. 2011.

MINELLA, A; SPRINGER, P; GOLDFAJN, I; MUINHOS, M. Inflation Targeting in Brazil: Lessons and Challenges. **Banco Central do Brasil**. Working Paper Series, n. 53, 2002.

MISHKIN, F. Can central bank transparency go too far? In: **Reserve Bank of Australia**, NBER Working Paper, n. 10829, 2004.

MODENESI, A. **Regimes monetários: teoria e a experiência do Real**. Barueri: Manole, 2005.

MODENESI, A.M.; MODENESI, R.L. Quinze Anos de Rigidez Monetária no Brasil (1995-2008): uma agenda de pesquisa, **III Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira**, UFRGS, 2010.

NOVELLI, J. **Instituições, política e idéias econômicas: o caso do Banco Central do Brasil (1965-1998)**. São Paulo: Annablume, 2002.

OREIRO, J; PAULA, F; SOBREIRA, R. **Política monetária, bancos centrais e metas de inflação: teoria e experiência brasileira**. Rio de Janeiro: FGV, 2009.

POLOZ, S. **Integrating Uncertainty and Monetary Policy-Making: A Practitioner's Perspective**. In: Bank of Canada, Discussion Paper 2014-6, 2014.

ROGOFF, K. The optimal degree of commitment to an intermediate monetary target. **The quarterly journal of economics**, p. 1169-1189, 1985.

SARGENT, T; WALLACE, N. Rational Expectations, the Optimal Monetary Instrument, and the Optimal Money Supply Rule. **Journal of Political Economy**, Chicago, Vol. 83, n. 2, p. 241-254, 1975.

SICSÚ, J. Volatilidade cambial e taxa de juros no Brasil. **Revista de Economia Política**, Vol. 22, n.3, 2002.

SICSÚ, J. **Emprego, juros e câmbio: finanças globais e desemprego**. Rio de Janeiro: Campus, 2007.

SVENSSON, L. Open-economy inflation targeting. **Journal of International Economics**, 50, pp. 155-183, 2000.

TAYLOR, J. Discretion versus policy rules in practice. **Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy** 39, 1993.

TAYLOR, J; WILLIAMS, J. Simple and Robust Rules for Monetary Policy, **NBER Working Paper**, no. 15908, 2010.

TINBERGEN, J. **Política Económica: principios y formulación**. Mexico - Buenos Aires: Fondo de Cultura Económica, 1961.

TOBIN, J. Stabilization Policy Ten Years After. **Brookings Papers on Economic Activity**. The Brookings Institution, v. 11, pp. 19-90, 1980.

WALSH, Carl. **Monetary Theory and Policy**. Massachusetts: MIT Press, 2003, cap.8-10.

WALSH, C. Implications of a changing economic structure for the strategy of monetary policy. **UC Santa Cruz SCCIE Working Paper**, n. 03-18, 2004, p.5-31.