

A inflação e a política monetária no primeiro semestre de 2007*

Edison Marques Moreira**

Economista da FEE e Professor da PUCRS

O Comitê de Política Monetária (Copom) tem reafirmado, nas atas das suas reuniões deste ano, que, além de conter as pressões inflacionárias de curto prazo, a política monetária vem contribuindo, de maneira importante, para a consolidação de um ambiente macroeconômico favorável em horizontes mais longos.

A redução da taxa de juros em 0,5 ponto percentual (p.p.), definida na reunião do Copom de junho, trazendo a taxa Selic para 12% ao ano, refletiu a significativa melhora das condições econômicas e representou a retomada do ritmo de cortes que prevalecera entre abril e novembro do ano passado. A votação, novamente dividida (na reunião anterior, também não houve unanimidade), não deixou inferir por quantas reuniões o novo ritmo se manterá, mas o ajuste feito pelo Banco Central (Bacen) permitirá, sem perder de vista o objetivo principal de fazer a inflação convergir para as metas já definidas para 2007 e 2008 (4,5% em cada ano), que a taxa real de juros decline para patamares não vistos anteriormente, num quadro de estabilidade econômica.

O presente texto, além de analisar a evolução da inflação brasileira nos cinco primeiros meses de 2007, como resposta à política monetária implementada pelo Bacen no período, também procura entender como o Copom pensou suas decisões sobre a política de juros ao longo do semestre.

1 Regime de metas de inflação

Os fundamentos teóricos do regime de metas de inflação baseiam-se no princípio de neutralidade da moeda e nas hipóteses novo-clássicas de expectativas racionais, equilíbrio de mercado, preços flexíveis e oferta de trabalho determinada por salários reais. Mas, no que concerne à política monetária, o principal argumento do

modelo novo-clássico é a existência de um viés inflacionário inerente à prática governamental, que leva a autoridade monetária a praticar uma política caracterizada como inconsistente temporalmente. Nesse contexto, a ênfase na estabilidade de preços é feita em contraposição às políticas monetárias discricionárias — decorrentes das análises macroeconômicas keynesianas, que consideram que a moeda não é neutra —, cujo intuito é a redução do desemprego, consideradas ineficientes pelos novos-clássicos. A ampla aceitação desses argumentos levou tanto ao desenvolvimento do regime de metas de inflação quanto à tese da independência do Banco Central como formas de impedir a concretização do viés inflacionário. Nessa visão, o regime de metas de inflação consiste na adoção de regras definidas para a condução da política monetária por um Banco Central com objetivos precisos de estabilidade de preços e, portanto, incentivado a não ser contaminado por esse viés.

As principais características da implementação de um regime de metas de inflação são: o anúncio público de que o Banco Central objetiva levar ou manter a inflação em um nível numérico predefinido (que pode ser um ponto específico, ou comportar uma banda); o horizonte temporal relevante para alcançar a meta; a escolha de um parâmetro para mensurar a inflação e aferir o cumprimento da meta; o grau de responsabilização da autoridade monetária, caso ela não seja atingida; e a necessidade de que suas ações tenham transparência e sejam comunicadas ao público. Neste momento, deve estar definido se esse será o único objetivo do Banco Central, ao qual outros se subordinem, ou se deverá ser combinado com outros objetivos, tal como o crescimento econômico. A adoção desse novo regime deve abrir a possibilidade de uma convergência gradual da inflação para um patamar definido como de estabilidade de preços. Alguns autores listam condições adicionais, que seriam fundamentais para o bom funcionamento do regime de metas de inflação, dentre as quais, destacam-se: a inexistência de outra âncora nominal para as expectativas (que forneça a base para a combinação do regime de

* Artigo recebido em 03 jul. 2007.

** E-mail: moreira@fee.tche.br

metas com o de câmbio flutuante); a austeridade na gestão das contas públicas (ausência de dominância fiscal); e a solidez do sistema financeiro (para evitar que a autoridade monetária tenha de atuar como emprestador de última instância).

Um amplo e importante debate tem-se desenvolvido entre economistas e dirigentes de bancos centrais sobre a caracterização do regime de metas de inflação, como um conjunto de regras a ser aplicado pelo Banco Central, de forma a atingir seu objetivo. Para alguns, tais regras devem ser rígidas, de modo a maximizar a credibilidade do Banco Central. Para eles, o custo de uma política monetária restritiva, em termos de PIB, é, no máximo, de curto prazo, podendo ser negligenciado. Já outros defendem a adoção desse regime, mas sublinham que ele constitui um quadro de referência flexível para a política monetária e não um conjunto de regras rígidas. Se o regime de metas for interpretado como sendo de regras rígidas, então, dever-se-ia aceitar que essa abordagem é suscetível a importantes críticas. Primeiro, a idéia de que a política monetária não tem, essencialmente, outros objetivos além da inflação encontra pouca sustentação entre os dirigentes de bancos centrais, o público e muitos economistas monetaristas. Segundo, dado que os bancos centrais se preocupam com produto, emprego, taxas de câmbio e outras variáveis além da inflação, tratar o regime de metas como uma regra literal pode levar a obter resultados econômicos muito pobres. A ênfase exclusiva nas metas de inflação pode acarretar uma economia real altamente instável, caso ocorra significativo choque de oferta, como, por exemplo, grandes mudanças nos preços do petróleo.

2 O índice de preços a ser escolhido

A escolha do índice de preços adequado para o acompanhamento da taxa de inflação é uma questão que está diretamente relacionada à obtenção de transparência e credibilidade na condução do regime de metas de inflação. Esse é um fator de pouca discordância entre os teóricos do regime de metas, pois os critérios apontados para a escolha do índice são os mesmos na maioria dos trabalhos sobre o assunto. É consenso entre os especialistas o fato de que o índice escolhido deve respeitar alguns critérios.

Primeiro, para a escolha adequada do índice, é preciso basear-se no grau de conhecimento dos agentes econômicos quanto ao mesmo. É conveniente que o

índice seja amplamente conhecido e que sua metodologia de cálculo seja entendida pela maior parte possível dos agentes. Tal conhecimento facilitará o acompanhamento da inflação medida e a formação de expectativas para a taxa de inflação em períodos futuros. Segundo, o índice escolhido deve prover uma boa série histórica, não sendo de elaboração e uso recentes. Terceiro, como forma de permitir a obtenção de maior flexibilidade na condução da política monetária, é aconselhável que o índice utilizado esteja focado no núcleo da inflação, evitando os efeitos primários de possíveis choques.

Dessa forma, a observação dos critérios apresentados pode contribuir fortemente para a flexibilidade e a transparência do regime de metas de inflação, bem como favorecer a eficiente condução do mesmo. Nesse sentido, alguma variação do Índice de Preços ao Consumidor (IPC) parece estar se mostrando uma boa opção nos países que adotaram o regime de metas de inflação.

No caso do Brasil, o índice de preço escolhido pelo Governo foi o Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), pesquisado pela Fundação Instituto Brasileiro de Geografia Estatística (IBGE). Esse índice e as diferentes medidas de seu núcleo são utilizados no próximo item, para acompanhar a trajetória da inflação nos cinco primeiros meses de 2007.

3 A inflação nos primeiros meses do ano

De acordo com o IPCA, a inflação cresceu 0,44% tanto em janeiro como em fevereiro de 2007. Em março, a inflação desacelerou para 0,37%, ficando acumulada, no primeiro trimestre de 2007, em 1,26%, abaixo da taxa de 1,44% observada no primeiro trimestre do ano passado.

Em abril, esse índice também se reduziu, ficando em 0,25%, e, em maio, registrou uma pequena elevação, de 0,28%, mas, mesmo assim, sinalizou uma tendência de queda da inflação, no trimestre de março a maio, em relação ao trimestre anterior. Dessa forma, a inflação acumulada nos primeiros cinco meses de 2007 foi de 1,76%, levemente acima da taxa de 1,75% observada no mesmo período do ano passado. No acumulado em 12 meses, o índice segue muito bem comportado, com alta de apenas 3,2%, mantendo-se bem abaixo da meta de 4,5% estipulada para 2007.

Essa situação de tranquilidade inflacionária nos primeiros cinco meses do ano vem desencadeando um movimento de queda das expectativas de inflação para

2007. De acordo com o **Relatório de Inflação** divulgado pelo Bacen (2007d), a mediana das expectativas de inflação para o ano chegou a 4,1% em meados de janeiro, mas entrou em desaceleração ao longo dos meses, sendo que, na primeira semana de junho, já havia recuado para 3,6%. A composição desse cenário de alívio inflacionário é baseada numa melhora no comportamento tanto dos preços livres quanto no dos administrados.

Os preços monitorados (administrados), que avançaram 1,34% ante 2,70% nos cinco primeiros meses de 2006, têm contribuído para mitigar a aceleração inflacionária, uma vez que os preços livres tiveram elevação de 1,95% de janeiro a maio de 2007, ou seja, acima da taxa de 1,27% observada nesse período, em 2006. No período de 12 meses até maio, a inflação alcançou 3,18% (4,23% até maio de 2006), os preços livres subiram 3,30% (2,48% até maio de 2006), e os administrados, 2,88% (8,24% até maio de 2006). O recuo da inflação mensal em abril e em maio deveu-se à redução da variação dos preços livres, 0,19% e 0,21% respectivamente, frente a 0,44% em março, contrastando com a aceleração da inflação dos preços administrados, de 0,21% em março para 0,39% em abril e de 0,35% em maio. Sob outra ótica, segundo o **Relatório de Inflação** (Bacen, 2007d), os preços dos itens comercializáveis aceleraram-se de 0,21% em março para 0,26% em abril e para 0,48% em maio, em contraste com a variação dos preços dos itens não comercializáveis, que recuaram de 0,66% em março para 0,12% em abril e 0,03% em maio (4,41% nos últimos 12 meses).

Utilizando-se, agora, as medidas de núcleo da variação do IPCA, constata-se que elas não acompanha-

ram o recuo da inflação plena a partir de março. De fato, o núcleo por exclusão dos produtos monitorados (administrados) e de alimentos no domicílio deslocou-se de 0,23% em março para 0,29% em abril e 0,33% em maio. Já o núcleo por médias aparadas **com** suavização de itens preestabelecidos manteve-se, em março e abril, em 0,29%, subindo para 0,30% em maio, ao passo que o núcleo por médias aparadas **sem** suavização de itens preestabelecidos se deslocou de 0,24% em março para 0,28% em abril e 0,30% em maio. No acumulado dos primeiros cinco meses do ano, os núcleos por exclusão e por médias aparadas **com** e **sem** suavização registraram inflação de 1,80%, 1,51% e 1,40%, respectivamente, abaixo das variações acumuladas em igual período de 2006. A variação acumulada do núcleo por médias aparadas **com** suavização nos 12 meses até maio recuou de 3,98% em março para 3,86% em abril e para 3,68% em maio. Por outro lado, no que se refere à variação acumulada em 12 meses, os núcleos por exclusão e por médias aparadas **sem** suavização, segundo o **Relatório de Inflação** (Bacen, 2007d), registraram altas, em abril e em maio, face às taxas observadas em março, mas permanecem abaixo do valor central de 4,5% para a meta de 2007.

Enfim, a moderação das pressões inflacionárias, observadas nos cinco primeiros meses do ano (principalmente em abril e maio), indica que a inflação deve continuar evoluindo segundo a trajetória das metas.

Na seção seguinte, face à trajetória da inflação no semestre, procura-se analisar como o Copom pensou a política de juros no período.

Tabela 1

Evolução percentual do IPCA e de seus núcleos — jan.-maio/07

DISCRIMINAÇÃO	JAN	FEV	MAR	ABR	MAIO	NO ANO
IPCA (cheio)	0,44	0,44	0,37	0,25	0,28	1,76
Preços livres	0,52	0,59	0,44	0,19	0,21	1,95
Preços monitorados	0,27	0,12	0,21	0,39	0,35	1,34
Núcleos com exclusão	0,41	0,52	0,23	0,29	0,33	1,80
Núcleos com média aparada e com suavização	0,39	0,24	0,29	0,29	0,30	1,51
Núcleos com média aparada e sem suavização	0,35	0,22	0,24	0,28	0,30	1,40

FONTE: BANCO CENTRAL DO BRASIL — BACEN. **Relatório de inflação**. Brasília: BACEN, 2007d. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br>>. Acesso em: 20 jun. 2007.

4 A política monetária no primeiro semestre de 2007

Na primeira reunião do Copom neste ano (Bacen, 2007), no final de janeiro, o Bacen reduziu o ritmo de queda da taxa básica de juros de 0,5p.p., que até então vinha impondo nas últimas reuniões, para 0,25p.p., o que fez com que a taxa Selic passasse de 13,25% para 13,00% ao ano.

Essa desaceleração na velocidade de queda da taxa Selic era amplamente esperada, em função das persistentes sinalizações incluídas nas atas das reuniões anteriores, sobre necessidade da adoção de maior “parcimônia” no ritmo de flexibilização da política monetária em curso. As principais justificativas técnicas do Copom para respaldar essa necessidade de maior parcimônia na flexibilização da política monetária envolviam o desconhecimento quanto aos impactos, com defasagens desconhecidas, das reduções já efetivadas dos juros e dos impulsos fiscais (ocorridos e esperados) sobre o nível da demanda agregada. Adicionalmente, destacavam-se, também, incertezas ainda presentes nas perspectivas da economia internacional, relacionadas à possibilidade de altas nas taxas de juros nos Estados Unidos e à intensidade da desaceleração econômica naquele país.

Na reunião seguinte, em 07 de março (Bacen, 2007a), a autoridade monetária manteve o nível de queda da taxa Selic em 0,25% ao ano, pois acreditava que a sua redução progressiva seria fundamental para aumentar a probabilidade de que a inflação evoluísse segundo a trajetória de metas.

Em 18 de abril, ocorreu a terceira reunião do Copom (Bacen, 2007b), e tudo parecia indicar mais uma reunião sem surpresas — um corte de 0,25p.p. na taxa Selic, que passou para 12,50% ao ano. Entretanto a divisão dos membros abriu uma discussão entre os economistas e os analistas do mercado financeiro. Na prática, os que defendiam um corte de 0,5p.p. se baseavam na forte apreciação do real e na dificuldade do Banco Central de controlar a entrada de dólares. Por outro lado, o grupo que previa a manutenção dos cortes em 0,25p.p. entendia que não havia sinalização por parte da autoridade monetária (na ata anterior) de uma possível redução maior da taxa Selic e que permaneciam as condições de incerteza sobre o ritmo da expansão da atividade, advindo da defasagem da redução da taxa de juros.

Na verdade, existiam argumentos para os dois lados, e a decisão com probabilidade não desprezível para ambos. O “racha” no Copom era o que estava por

trás dessa dualidade de expectativas. O tema tornara-se subjetivo, gerando volatilidade excessiva no mercado. Era, portanto, questionável se o Bacen havia demonstrado a sinalização correta, ainda mais que ele havia, recentemente, aumentado as intervenções no mercado cambial, seja através de *swaps*, seja por meio de compras diretas, mostrando que havia uma zona de desconforto para a taxa de câmbio, mesmo que a autoridade monetária não confirmasse isso oficialmente.

Um outro evento que pesou na decisão do Copom de não tornar maior a redução da taxa Selic foram as turbulências financeiras ocorridas em fevereiro e março, por conta da queda da Bolsa de Xangai e das incertezas em relação à velocidade de desaceleração da economia norte-americana. Especificamente em relação à crise da Bolsa de Xangai (que caiu, em 27 de março, 8,84%), esta atingiu os mercados asiáticos, alastrou-se pela Europa e chegou ao mercado norte-americano e aos mercados emergentes. No Brasil, a Bovespa caiu 6,63%, e o Risco-País subiu 12%, fechando a 204 pontos. Nos Estados Unidos da América, o índice Dow Jones registrou queda de 3,29%. As quedas nas bolsas do Brasil e dos EUA foram as maiores desde os ataques terroristas de 11 de setembro de 2001. O movimento desse dia, estimulado por temores de desaceleração nos dois maiores motores da economia global, EUA e China, foi chamado por analistas de “solução temporário”, ou ajustes de preços, pois ele ocorreu num momento em que ações, títulos e *commodities* registravam níveis recordes.

O fato de a crise ter começado no mercado chinês não foi devido à mudança em nenhum indicador econômico, mas, sim, à possibilidade, na ocasião, de Pequim impor restrições às operações no mercado acionário, fato que assustou os investidores. Na época, o Vice-Presidente do Parlamento chinês sinalizava com a possibilidade da existência de uma “bolha” no mercado local de ações. Isso chamou a atenção de investidores tanto para o risco de os preços estarem muito altos quanto para a possibilidade de intervenção estatal. O resultado foi que a Bolsa de Xangai teve sua maior queda desde 1996, e em torno de 800 ações caíram mais de 10%. Para piorar o cenário, nos EUA foram divulgadas as estatísticas sobre o consumo de bens duráveis, as quais registravam uma queda de 7,8% em janeiro — o mercado esperava 3%. Soma-se a isso a declaração de Alan Greenspan, ex-Presidente do FED, salientando que a economia norte-americana corria risco de recessão.

Mesmo com a turbulência nos mercados mundiais, o Bacen continuou a comprar dólares para reforçar suas reservas em moeda estrangeira. Devido a isso, as

reservas brasileiras, na época, ultrapassaram US\$ 100 bilhões, maior nível já registrado pelo País.

Ao episódio acima descrito juntou-se outro, qual seja, a possibilidade de estouro da “bolha” no mercado imobiliário norte-americano, fazendo crescerem as preocupações acerca de uma freada brusca na economia dos EUA, com reflexos sobre a economia mundial. O anúncio de vendas no varejo inferiores ao esperado, conforme já referido acima, e de maior inadimplência no crédito imobiliário, que alcançou o maior índice desde o segundo trimestre de 2003, repercutiu, no dia 13 de março, no mercado internacional. A Bolsa de Nova Iorque fechou em baixa de 1,97%, e levou junto a Bolsa de Valores de São Paulo, que caiu 3,39%. O dólar fechou em alta de 0,76%, passando para R\$ 2,1040, e o Risco-Brasil aumentou 4,21%, indo para 198 pontos.

O impacto do ajuste do setor imobiliário sobre a economia norte-americana, no entanto, foi relativizado por diferentes economistas, dentre os quais, Alan Greenspan. O ex-Diretor de Pesquisa do Fundo Monetário Internacional, Michael Mussa, ressaltou que as perdas com os empréstimos imobiliários de alto risco iriam reduzir o crescimento norte-americano em 1p.p. do PIB, mas não seria o suficiente para que os EUA entrassem em recessão, como em 2000, quando estourou a “bolha” da *internet*. Apesar desse otimismo, entretanto, o número de empresas de crédito imobiliário com problemas estava aumentando. A Bolsa de Nova Iorque suspendeu os negócios com as ações da New Century Financial, a segunda maior do segmento “subprime” — mercado que negocia crédito com clientes de alto risco e com ficha suja, que querem comprar imóveis e estão dispostos a pagar taxas mais altas de juros —, cujas ações já tinham perdido 97% do valor neste ano. As ações da 15ª maior, a Accredited Home Lenders Holdind Co., que reconheceu estar buscando fundos no mercado, caíram 65%. O clima negativo atrasou a elevação do *rating* do Brasil. Na realidade, bancarrotas no crédito “subprime” tendem a espalhar prejuízos, mas que podem ser assimiláveis pelos bancos e que, por si só, são incapazes de gerar uma cadeia de falências, pois esse segmento do mercado movimenta 20% do dinheiro canalizado para a comercialização de imóveis.

Todos esses episódios deixaram clara a relação indireta entre o fluxo comercial e a apreciação cambial, evidenciando a relação direta entre esta última e as variáveis financeiras. A rigor, os movimentos de aumento da taxa de câmbio durante a crise e a posterior retomada do processo de apreciação mostraram que não foi o fluxo comercial acima do normal no primeiro quadrimestre do ano que induziu novas reavaliações sobre posições em

moeda estrangeira, mas, sim, a combinação de fluxo comercial elevado com perspectiva de parcimônia na condução da política monetária doméstica e de afrouxamento da política monetária externa, em condições de Risco-País estável ou em queda.

Ou seja, o fluxo comercial em si não provocou a queda da taxa de câmbio, mas, sim, o fato de esse fluxo precisar ser absorvido quando a perspectiva era de taxa de câmbio com tendência de queda e, portanto, quando o bom negócio era vender e não comprar moeda estrangeira. Em função disso, as volumosas compras do Banco Central não evitaram que a taxa de câmbio ficasse ao redor de R\$ 2,00/US\$ em abril (no final de junho, ela se encontrava em torno de R\$ 1,94/US\$), pois não foram suficientes para absorver o fluxo cambial excedente e o aumento de posições vendidas desejado pelos bancos.

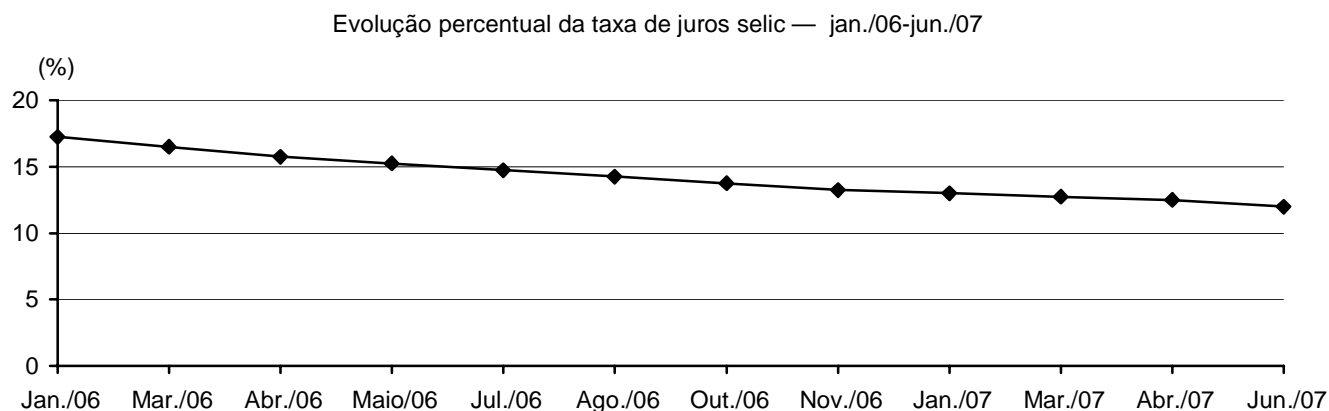
A quarta **Ata do Copom** (Bacen, 2007c), que divulgou a reunião do Comitê do dia 06 de junho, na qual o Bacen resolveu reduzir a taxa Selic para 12% ao ano, ou seja, uma queda de 0,5p.p., fez também referência ao fato de que os dados relativos à atividade econômica apontavam um fortalecimento da expansão da demanda, mas ainda não sugeriam uma probabilidade elevada de que estavam ocorrendo pressões significativas sobre a inflação no curto prazo. O crescimento das importações vinha contribuindo, fundamentalmente, para esse processo, complementando a produção doméstica e, assim, permitindo que os efeitos inflacionários do crescimento sustentado da demanda agregada continuassem sendo limitados. Além disso, a despeito da incerteza sobre a continuidade do forte crescimento da economia internacional observado nos últimos anos, das perspectivas de restrição monetária adicional em importantes economias e blocos econômicos e de certo aumento de volatilidade nos mercados globais, o cenário externo continuava favorável. Particularmente no que diz respeito às perspectivas de financiamento externo para a economia brasileira no horizonte de projeção, a combinação de vultosos superávits comerciais com a crescente atração de fluxos de capitais sugeria que o balanço de pagamentos deveria continuar tendo desempenho robusto. Dessa forma, as perspectivas para a trajetória da inflação permaneciam benignas.

O Copom considerou que o comportamento mais benigno da inflação nos últimos meses (março, abril e maio), em contraste com as taxas mensais relativamente elevadas que vinham persistindo desde o final de 2006 e início de 2007, confirmava a convergência da inflação para a trajetória das metas. Essa situação e a resultante consolidação de um cenário de estabilidade macroeco-

nômica duradoura deveriam contribuir para a continuidade do processo de redução progressiva da percepção de risco macroeconômico que vinha ocorrendo nos últimos anos. O espaço para que se observassem juros reais menores no futuro continuava se consolidando de forma

natural, como consequência dessa melhora de percepção. O Copom considerava que a persistência de uma atuação cautelosa da política monetária vinha sendo fundamental para aumentar a probabilidade de que a inflação continuasse evoluindo segundo a trajetória de metas.

Gráfico 1



FONTE: Bacen.

NOTA: Percentual ao ano.

5 Considerações finais

Como é possível constatar ao longo deste texto, o Copom reafirmou, nas atas das suas reuniões deste ano, que, além de conter as pressões inflacionárias de curto prazo, a política monetária tem contribuído de maneira importante para a consolidação de um ambiente macroeconômico favorável em horizontes mais longos. Os dados referentes à atividade econômica ainda não sugerem uma probabilidade elevada de que se observem pressões significativas sobre a inflação de curto prazo. A expansão das importações tem contribuído de forma relevante para esse processo, complementando a produção doméstica e, assim, permitindo que os efeitos inflacionários do crescimento sustentado da demanda agregada continuem sendo limitados. Além disso, a despeito da perspectiva de consolidação de um ambiente de menor liquidez global, em virtude dos efeitos dos processos de elevação das taxas de juros nas economias industrializadas e de certo aumento de volatilidade nos mercados globais, o cenário externo continua favorável. Particularmente no que diz respeito às perspectivas de

financiamento externo para a economia brasileira, o Copom continua atribuindo baixa probabilidade a um cenário de deterioração significativa nos mercados financeiros internacionais. Assim, as perspectivas para a trajetória da inflação permanecem benignas, sendo o principal desafio da política monetária, nesse contexto, garantir a consolidação do desenvolvimento favorável que se antecipa para o futuro.

Referências

BANCO CENTRAL DO BRASIL — BACEN. Comitê de Política Monetária. **Ata da Reunião 124 do COPOM**. Brasília, DF: Bacen 23/24 jan. 2007. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?COPOM>>. Acesso em: 09 abr. 2007.

BANCO CENTRAL DO BRASIL — BACEN. Comitê de Política Monetária. **Ata da reunião 125 do COPOM**. Brasília, DF: Bacen 06/07 mar. 2007a. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?COPOM>>. Acesso em: 28 abr. 2007.

BANCO CENTRAL DO BRASIL — BACEN. Comitê de Política Monetária. **Ata da reunião 126 do COPOM.** Brasília, DF: Bacen 17/18 abr. 2007b. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?COPOM>>. Acesso em: 15 maio 2007.

BANCO CENTRAL DO BRASIL — BACEN. Comitê de Política Monetária. **Ata da reunião 127 do COPOM.** Brasília, DF: Bacen 05/06 jun. 2007c. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?COPOM>>. Acesso em: 20 jun. 2007.

BANCO CENTRAL DO BRASIL — BACEN. **Relatório de inflação.** Brasília: BACEN, 2007d. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br>>. Acesso em: 20 jun. 2007.

BOLETIM DE CONJUNTURA. Brasília: IPEA, n. 77, jun. 2007. Disponível em: <<http://www.ipea.gov.br>>. Acesso em: 12 jun. 2007.

MODENESI, André de M. **Regimes monetários: teoria e a experiência do real.** São Paulo: Manole, 2005. 438p.