

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA**

MARIA ANDRÉIA DOS SANTOS NUNES

**INFLAÇÃO E POLÍTICA MONETÁRIA – UMA AVALIAÇÃO DA EXPERIÊNCIA
BRASILEIRA COM O REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO (1999-2012)**

Porto Alegre

2014

MARIA ANDRÉIA DOS SANTOS NUNES

**INFLAÇÃO E POLÍTICA MONETÁRIA – UMA AVALIAÇÃO DA EXPERIÊNCIA
BRASILEIRA COM O REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO (1999-2012)**

Dissertação submetida ao Programa de Pós-Graduação em Economia da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre em Economia, modalidade profissionalizante.

Orientador: Prof. Marcelo Milan

Porto Alegre

2014

CIP - Catalogação na Publicação

dos Santos Nunes, Maria Andreia

Inflação e política monetária - uma avaliação da experiência brasileira com o regime de metas de inflação (1999-2012) / Maria Andreia dos Santos Nunes. -- 2014.

79 f.

Orientador: Marcelo Milan.

Dissertação (Mestrado) -- Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Faculdade de Ciências Econômicas, Programa de Pós-Graduação em Economia, Porto Alegre, BR-RS, 2014.

1. Metas de inflação. 2. Experiências internacionais. 3. Credibilidade. I. Milan, Marcelo, orient. II. Título.

Elaborada pelo Sistema de Geração Automática de Ficha Catalográfica da UFRGS com os dados fornecidos pelo(a) autor(a).

MARIA ANDRÉIA DOS SANTOS NUNES

**INFLAÇÃO E POLÍTICA MONETÁRIA – UMA AVALIAÇÃO DA EXPERIÊNCIA
BRASILEIRA COM O REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO (1999-2012)**

Dissertação submetida ao Programa de Pós-Graduação em Economia da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre em Economia, modalidade profissionalizante.

Aprovada em: Porto Alegre, 28 de maio de 2014.

BANCA EXAMINADORA:

Prof. Dr. Marcelo Milan – Orientador

UFRGS

Prof. Pós-Dr. Eduardo Strachman

UNESP

Prof. *Postdoc.* Fernando Ferrari Filho

UFRGS

Prof. Dr. Flávio Tosi Feijo

UFRGS

AGRADECIMENTOS

A todos aqueles que, direta ou indiretamente, contribuíram para o pleno êxito dessa jornada, vão os meus mais sinceros agradecimentos.

Devo agradecer, num primeiro momento, a Deus, por ter me permitido chegar com sucesso até aqui.

Aos meus pais, *Nira dos Santos Nunes e Enelmi Ribeiro Nunes*, pela família que somos; pelo esforço e incentivo à minha formação intelectual, que, muitas vezes, os fizeram abdicar de seus próprios sonhos para que eu pudesse realizar os meus.

A minha companheira de análise, *Rosângela Costa*, pelos anos de dedicação. E, parafraseando *Van Gogh*, acredite-me, se este trabalho estiver suficientemente bom, você terá sido também autora, tanto quanto eu, pois nós o fizemos juntas.

E, finalmente, ao professor e orientador deste trabalho, *Marcelo Milan*, por sua contribuição como professor do curso de pós-graduação em economia da UFRGS e, principalmente, pela disposição e pelos comentários, indispensáveis ao desenvolvimento do presente trabalho.

RESUMO

Diversos países adotaram o regime de metas de inflação como estratégia de condução da política monetária, visando à busca prioritária da estabilidade de preços. Neste sentido, o objetivo do presente trabalho é analisar, num primeiro momento, as principais características desse arranjo de política monetária, assim como as condições necessárias para sua implementação e operacionalização, enfatizando o papel da credibilidade. Posteriormente, para fornecer parâmetros de comparação ao caso brasileiro, são apresentados alguns resultados empíricos de importantes experiências internacionais, a saber, Nova Zelândia, Canadá e Reino Unido, representando economias avançadas; Chile, Israel e México, representando economias emergentes. Em seguida, é analisada a experiência brasileira, apresentando o cenário econômico anterior à introdução do sistema de metas no País, passando, então, à análise das evidências empíricas desde sua implementação, em junho de 1999, até dezembro de 2012. Por fim, são apresentadas algumas conclusões acerca da efetividade, ou não, do sistema nos países analisados, bem como da importância da credibilidade para o desempenho do referido regime, em particular, no Brasil.

Palavras-chave: Metas de inflação, experiências internacionais, credibilidade.

ABSTRACT

Several countries have adopted inflation targeting regime as a monetary policy aimed at priority pursuit of price stability strategy driving. In this sense, the objective of this paper is to analyze, at first, the main features of this arrangement monetary policy, as the necessary conditions for its implementation and operation, emphasizing the role of credibility. Later on, in order to provide benchmarks to the Brazilian case, some empirical results of important international experiences, namely New Zealand, Canada and the UK, representing advanced economies are presented; and Chile, Israel and Mexico, representing emerging economies. Then it is analyzed the Brazilian experience, presenting the economic scenario in the country before the introduction of the system of targets, passing then to the analysis of the empirical evidence, since its inception in June 1999 until December 2012. Finally, we present some conclusions about the effectiveness, or not, the system in the countries analyzed, as well as the importance of the credibility to the performance of the referred scheme, particularly in Brazil.

Keywords: Inflation target, international experiences, credibility.

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1a - Inflação anual em % medida pelo IPC da Nova Zelândia de 1990-2012.....	29
Gráfico 1b - Crescimento anual em % do PIB Real da Nova Zelândia de 1990-2012.....	30
Gráfico 2a - Inflação anual em % medida pelo IPC e pelo IPC com expurgos do Canadá de 1991- 2012.....	32
Gráfico 2b - Crescimento anual em % do PIB Real do Canadá de 1990-2012.....	33
Gráfico 3a - Inflação anual em % medida pelo IPC do Reino Unido de 1990-2012	35
Gráfico 3b - Comparação entre a inflação anual, em %, medida pelo IPC e RPIX do Reino Unido de 1997-2012	35
Gráfico 3c - Crescimento anual em % do PIB Real do Reino Unido de 1990-2012.....	36
Gráfico 4a - Inflação anual em % medida pelo IPC do Chile de 1990-2012.....	39
Gráfico 4b - Crescimento anual em % do PIB Real do Chile de 1990-2012.....	39
Gráfico 5a - Inflação anual em % medida pelo IPC de Israel de 1990-2012.....	41
Gráfico 5b - Crescimento anual em % do PIB Real de Israel de 1990-2012.....	41
Gráfico 6a - Inflação anual em % medida pelo IPC do México de 1990-2012.....	44
Gráfico 6b - Crescimento anual em % do PIB Real do México de 1990-2012.....	45
Gráfico 7 - Depreciação cambial e inflação em 2001.....	54
Gráfico 8 - Depreciação cambial e inflação em 2002.....	55
Gráfico 9 - Depreciação cambial e inflação em 2003.....	56
Gráfico 10 - Depreciação cambial e inflação em 2004.....	57
Gráfico 11 - Depreciação cambial e inflação em 2005.....	58
Gráfico 12 - Depreciação cambial e inflação em 2006.....	59
Gráfico 13 - Depreciação cambial e inflação em 2007.....	60
Gráfico 14 - Depreciação cambial e inflação em 2008.....	61
Gráfico 15 - Depreciação cambial e inflação em 2009.....	62
Gráfico 16 - Depreciação cambial e inflação em 2010.....	63
Gráfico 17 - Depreciação cambial e inflação em 2011.....	64
Gráfico 18 - Depreciação cambial e inflação em 2012.....	65
Gráfico 19a - Trajetória da inflação medida pelo IPCA em % de 1999 a 2012.....	67
Gráfico 19b - Taxa básica de juros, Selic, em % de 1999 a 2012	68
Gráfico 19c - Expectativas de Inflação, em%, 12 meses à frente de 2001 a 2012.....	69
Gráfico 19d - Crescimento anual em % do PIB Real do Brasil de 1996 a 2012.....	69

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Itens excluídos do IPC para a mensuração do núcleo da inflação do Canadá ...	31
Tabela 2 - Trajetória do IPCA	52
Tabela 3 - Decomposição da inflação para o período 2001-2012	65

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	9
2	ASPECTOS TEÓRICOS E EMPÍRICOS DO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO	14
2.1	INFLAÇÃO E METAS PARA A POLÍTICA MONETÁRIA	14
2.2	METAS DE INFLAÇÃO: IMPLEMENTAÇÃO E OPERACIONALIZAÇÃO	17
2.3	METAS DE INFLAÇÃO: VANTAGENS E DESVANTAGENS	19
2.4	METAS DE INFLAÇÃO E O TRINÔMIO REPUTAÇÃO-TRANSPARÊNCIA-CREDIBILIDADE DA POLÍTICA MONETÁRIA	21
3	AS EXPERIÊNCIAS INTERNACIONAIS COM O REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO	26
3.1	ANÁLISE DAS PRINCIPAIS EXPERIÊNCIAS INTERNACIONAIS	26
3.1.1	Metas de inflação nas economias avançadas	27
3.1.2	Metas de inflação nas economias emergentes	36
4	A EXPERIÊNCIA BRASILEIRA COM AS METAS DE INFLAÇÃO.....	47
4.1	TRANSIÇÃO PARA O REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO	47
4.2	O COMPORTAMENTO DA INFLAÇÃO SOB O REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO NO BRASIL	50
4.3	EXPECTATIVAS DE INFLAÇÃO, REPUTAÇÃO E CREDIBILIDADE DA POLÍTICA MONETÁRIA NO BRASIL NO PERÍODO RECENTE.....	65
5	CONSIDERAÇÕES FINAIS	71
	REFERÊNCIAS	74

1 INTRODUÇÃO

Nos últimos anos, têm crescido, entre os economistas, as discussões acerca da necessidade de adotar a estabilidade de preços como objetivo prioritário da política monetária, a fim de propiciar crescimento e desenvolvimento econômicos a médio e longo prazos. Neste particular, quatro tipos de âncoras nominais têm sido propostos como estratégia de condução da política monetária coerente com esse objetivo, fixação da taxa de câmbio, metas para agregados monetários, metas para o crescimento do produto nominal e metas de inflação.

O regime de fixação da taxa de câmbio correspondia, inicialmente, ao padrão-ouro no qual um país estabelecia o ouro como moeda ou fixava uma taxa de conversão de sua moeda em ouro. Posteriormente, esse sistema deixou de ser utilizado, passando pelo padrão dólar-ouro e tendo, hoje, versões mais modernas como o *currency board*, a plena dolarização da economia e a união monetária. O regime de fixação da taxa de câmbio apresentou limitação importante ao tornar a economia vulnerável a ataques especulativos e gerar dificuldades de ajustamento (CANZONERI; NOLAN; YATES, 1997; OBSTFELD, 1994; OBSTFELD; ROGOFF, 1996), levando ao colapso regimes cambiais de economias como a do México (1994), do sudeste asiático (1997), do Brasil (1999) e da Argentina (2002).

O regime de metas para agregados monetários, comum na metade dos anos 1970 até o início dos 1980, consiste no anúncio de metas para um agregado monetário¹ que seja capaz de guiar as expectativas de inflação do público. No entanto, a utilização da âncora monetária, arranjo no qual a moeda funciona como meta explícita de política monetária, (notadamente utilizado pela Suíça e Alemanha, nos anos 70, e EUA, nos anos 80), ficou comprometida pela instabilidade da taxa de juros, tendo em vista que as inovações financeiras dificultaram a mensuração exata dos agregados monetários, afetando a velocidade-renda da circulação.

Por sua vez, a adoção de um regime de metas para a expansão do produto nominal é defendida por alguns economistas, tais como Mankiw e Hall (1994), como uma forma de obter taxas de inflação baixas e estáveis, assim como níveis desejáveis de crescimento econômico (essa abordagem não considera explicitamente a baixa inflação como único objetivo da política monetária). Contudo, segundo Gonçalves (2001), esse arranjo mostra limitações, como o fato de que o produto nominal não é uma variável facilmente

¹ A definição de agregados monetários pode apresentar variações a depender do país considerado. No Brasil, os agregados monetários compõem-se de M1: Papel-moeda em poder do público + depósitos à vista no Sistema Bancário, M2: M1 + depósitos em Poupança + Títulos emitidos por instituições depositárias (Ted), M3: M2 + Quotas de fundos depositários + Operações Compromissadas registradas no Sistema Especial de Liquidação e Custódia (Selic) e M4: M3 + Títulos Federais.

compreendida pelo público e de que a defasagem com que, normalmente, são disponibilizadas as estatísticas dessa variável, o que afeta a transparência do sistema, assim como sua eficiência, na medida em que dificulta o monitoramento, pelos agentes privados, da condução da política monetária.

Atualmente, são diversos os países desenvolvidos e em desenvolvimento, nos quais se inclui o Brasil, a tomar o sistema de metas para a inflação como âncora nominal de condução da política monetária. Este regime é caracterizado, basicamente, de acordo com Mishkin (1999, 2004):

- a) pelo anúncio público de metas numéricas a serem cumpridas no médio prazo;
- b) pelo compromisso institucional com a estabilidade de preços como objetivo prioritário de longo prazo;
- c) pelo aumento da transparência da política monetária, ocasionada pelo aprimoramento dos canais de comunicação com o público; e
- d) pela redução da participação das metas intermediárias.

Ao que tudo indica, a principal vantagem deste sistema está relacionada ao seu elevado grau de transparência, dado que informações a respeito da taxa de inflação, dependendo da forma como são apresentadas, são mais facilmente compreendidas pelo público. Frente a este fato, espera-se que a autoridade monetária, cujas ações serão mais facilmente supervisionadas pela sociedade, conduza suas políticas com maior responsabilidade de maneira a cumprir com os objetivos preestabelecidos, já que o seu não cumprimento resulta em maiores custos em virtude da perda de credibilidade.

Conforme mencionado por Mendonça (2006, p. 178):

Dado que há o reconhecimento de que a efetividade da condução da política econômica depende de alguma forma da capacidade do público antecipar as ações do Banco Central; é esperado que a transparência ajude os agentes econômicos a prever melhor as ações da política monetária. Nesse sentido, a transparência contribuiria para o aumento da responsabilidade do Banco Central no alcance das metas anunciadas e, por conseguinte, para o aumento da credibilidade.

Dessa forma, na medida em que for incrementada a transparência do sistema de metas de inflação, são esperados consequentes ganhos de credibilidade da política monetária, o que facilita a convergência das expectativas de inflação à trajetória das metas, uma vez que aumenta a confiança dos agentes econômicos nas ações futuras dos bancos centrais, contribuindo para a efetividade da política monetária. Com efeito, uma política monetária

somente será percebida como crível se os agentes econômicos confiarem na sua exequibilidade e no seu cumprimento em linha com o que foi anunciado pela autoridade monetária. Nas palavras de Sicsú (2002a, p.3):

Se um objetivo de política econômica é crível, isto significa que o mercado acredita que pode ser alcançado. Então, uma meta de inflação para um determinado período é plenamente crível se é igual à expectativa de inflação do mercado para o mesmo período, sendo o contrário verdadeiro: se a expectativa de inflação do mercado está bastante distante da meta de inflação do banco central, isto significa que tal objetivo de política econômica carece de credibilidade. Enfim, credibilidade quer dizer quanto o mercado acredita que a meta pode ser alcançada.

Por outro lado, de acordo com Mishkin e Posen (1997), a principal desvantagem, mas não necessariamente a única, como será discutido adiante, do regime de metas de inflação está associada à defasagem de tempo existente entre as ações de política monetária e seus efeitos sobre a economia, num contexto de incertezas relacionadas a eventos inesperados (choques externos e internos) e a erros de previsão para a política monetária, o que dificulta o alcance preciso de uma meta estipulada para a inflação.

Com base nisso e considerando que, durante muito tempo, a economia brasileira conviveu com elevadas taxas de inflação e com diferentes planos de estabilização econômica, é importante avaliar a contribuição do sistema de metas de inflação para o controle do nível de preços no Brasil, visto que a persistência de pressões inflacionárias por períodos prolongados resulta em severos custos para a sociedade. Além disso, considerando a persistente dispersão das expectativas de inflação em relação ao centro da meta de 4,50%, sobretudo no período de 2010 a 2012, cuja expectativa para inflação 12 meses à frente era de 5,64% na data de corte (31/12/2012), cabe analisar a importância da credibilidade da política monetária adotada pela autoridade monetária para o desempenho do referido regime, na medida em que, de acordo com estudos realizados por Sicsú (2001; 2002a; 2002b) e Mendonça (2002b), a autoridade monetária tem elevada capacidade de influenciar as expectativas de inflação dos agentes privados, com base nos resultados obtidos em períodos anteriores, o que implica em efeitos diretos sobre a credibilidade de suas políticas.

Posto isso, o objetivo fundamental da presente dissertação é responder às seguintes questões:

- a) o regime de metas de inflação é efetivo como estratégia de condução da política monetária, com o objetivo de manter baixos e estáveis os níveis de preços no Brasil?; e
- b) a credibilidade da política monetária é importante nesse processo?

Nesse sentido, a justificativa para o desenvolvimento desta dissertação refere-se à possibilidade de contribuir para a discussão quanto à efetividade do regime de metas de inflação como âncora de condução da política monetária brasileira, num contexto em que existem indícios de dificuldades para que a inflação convirja para o centro da meta.

Para tanto, como metodologia de pesquisa, será executada uma revisão da literatura referente ao regime de metas de inflação, que incluirá, entre outros, artigos científicos nacionais e internacionais, textos para discussão, livros, teses e dissertações. Adota-se no trabalho o entendimento dos economistas do Banco Central, sem entrar em discussões detalhadas sobre os fundamentos teóricos do regime de metas, ou alternativas interpretativas sobre este regime. Ademais, também será utilizada a análise empírica de dados referentes às experiências nacional e internacional relacionadas ao regime de metas de inflação.

Além desta introdução (Capítulo 1) e da conclusão (Capítulo 5), esse trabalho está segmentado em três outros capítulos, cada um abordando aspectos distintos do sistema. No Capítulo 2, são apresentados os fundamentos teóricos que embasam o sistema de metas de inflação, suas vantagens, desvantagens e dilemas inerentes a sua implementação e operacionalização, e sua conjugação com a credibilidade da política monetária.

No Capítulo 3, são examinadas as principais experiências internacionais de países que adotaram o referido sistema como âncora para a política monetária. Nesse sentido, são abordados os aspectos operacionais e institucionais de cada um deles, destacando a relação entre a credibilidade das políticas adotadas e a efetividade do regime. O objetivo não é exaurir as experiências com o regime de metas, mas proporcionar parâmetros internacionais de comparação para melhor avaliar a experiência brasileira.

No Capítulo 4, analisa-se a trajetória do sistema de metas de inflação no Brasil, desde sua implementação, em junho de 1999, até o período recente. Para tanto, são abordados o contexto político-econômico do país que antecederam a implementação do sistema, as motivações que levaram as autoridades monetárias brasileiras a adotá-lo e seu funcionamento enquanto âncora nominal no país, procurando evidenciar suas insuficiências e dilemas, bem como a importância da credibilidade da política monetária neste contexto.

Por fim, são apresentadas as conclusões finais sobre o regime de metas de inflação, procurando avaliar sua efetividade, ou não, como estratégia para manter baixos e estáveis os níveis de preços no Brasil e a importância da credibilidade da política monetária neste processo, em confronto com as evidências obtidas pela análise das principais experiências internacionais. Preliminarmente, o regime em questão parece um instrumento adequado à

condução da política monetária, na medida em que permite que as autoridades monetárias concentrem seus esforços na redução e estabilização da inflação no longo prazo, sem, no entanto, impedir que sejam adotadas outras políticas, alinhadas com a estabilidade de preços, que visem, entre outros resultados econômicos, ao crescimento e ao desenvolvimento da economia.

2 ASPECTOS TEÓRICOS E EMPÍRICOS DO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO

2.1 INFLAÇÃO E METAS PARA A POLÍTICA MONETÁRIA

De maneira geral, em questões pertinentes à análise macroeconômica, o papel dos responsáveis pela política econômica tem sido foco de discussões entre economistas do mundo inteiro. Suas decisões afetam a vida e o bem-estar de toda a sociedade, de maneira que, em muitos casos, as consequências dessas decisões ultrapassam as fronteiras de um país, provocando, em certa medida, reações nas economias de outros. Nesse sentido, tanto as políticas fiscal, monetária, comercial e cambial, quanto as ações reguladoras e dinamizadoras das condições de infraestrutura, mostram-se decisivas para dar as condições necessárias ao pleno desenvolvimento econômico.

Com efeito, a política monetária, determinada exclusivamente por um BC ou em conjunto com outros agentes autorizados, tem se manifestado como uma das responsabilidades mais críticas de um governo. Diferentemente da política fiscal, que apresenta múltiplas metas e convive com as flutuações do poder legislativo, a política monetária apresenta-se como o instrumento de maior agilidade, podendo responder, no curto prazo, às eventuais oscilações macroeconômicas.

De acordo com a abordagem que privilegia a importância da política monetária, a inflação baixa e estável é fundamental para o crescimento de uma economia, e, para controlá-la, a política monetária mostra-se como a ferramenta mais propícia. Nesse particular, Mishkin e Posen (1997) apresentam argumentos a favor de taxas de inflação baixas e estáveis no longo prazo, e argumentos contra políticas de curto prazo, visando tão somente a expansão do produto. Um desses argumentos é o fato de que alterações de curto prazo na política monetária com o objetivo de estimular o produto e reduzir o desemprego podem não produzir os efeitos desejados, em função da defasagem temporal entre as ações de política monetária e seus efeitos sobre a economia real.

Outro argumento refere-se ao chamado problema de inconsistência dinâmica, baseado na visão de que salários e preços se ajustam de acordo com as expectativas da inflação futura. Dessa maneira, uma ação de política monetária com a finalidade de expandir o produto além do potencial, sob a hipótese de que as expectativas dos agentes privados são, no momento da tomada de decisão, de aumento da atividade econômica, provoca a elevação da inflação. Isto porque os agentes privados tomam suas decisões, acerca de salários e preços, baseados em

suas expectativas em relação à política monetária atual. Assim, na medida em que os agentes identificam um incentivo da autoridade monetária à expansão do produto acima do potencial, eles aumentam suas expectativas de inflação, provocando a elevação dos salários e preços.

Ademais, segundo os referidos autores, uma inflação baixa e estável influencia, positivamente, a eficiência do sistema econômico, na medida em que reduz os custos provenientes da utilização de grandes volumes de moeda para as transações diárias. Isso se justifica na medida em que os recursos, antes aplicados no setor financeiro como proteção temporária à inflação, voltam a alimentar os gastos e a atividade produtiva, otimizando a alocação dos mesmos nos diversos setores da economia, aumentando a produtividade e proporcionando o crescimento econômico.

Assim, com o objetivo de estabilizar a taxa de inflação, muitos países adotaram regimes de metas explícitas de política monetária, tais como:

- a) fixação da taxa de câmbio;
- b) metas para agregados monetários;
- c) metas para o crescimento do produto nominal; e
- d) metas de inflação.

O sistema de fixação da taxa de câmbio é um regime de política monetária que correspondia, inicialmente, ao padrão-ouro no qual um país estabelecia o ouro como moeda doméstica ou fixava uma taxa de conversão da mesma em ouro. Após a Primeira Guerra Mundial, este método deixou de ser utilizado, passando pelo padrão dólar-ouro e tendo, hoje, nas versões *currency board* e plena dolarização da economia, segundo Mendonça (2002a), os dois principais regimes de fixação para a política monetária, em que o primeiro seria a restrição da taxa de câmbio à disponibilidade de uma reserva legal e o segundo à substituição da moeda do país em questão pelo dólar. Uma das vantagens da adoção de regimes de câmbio fixo para o controle da inflação é que a inflação doméstica passa a ser, rapidamente, equiparável à taxa de inflação internacional. Esta equiparação pode ser atingida, entre outras, pelo alcance de uma paridade cambial. A manutenção desta paridade cambial é obtida através da disciplina fiscal e monetária, que contribui para o sucesso desse sistema, na medida em que tal situação promove ganhos de credibilidade em relação à moeda nacional e ao governo. Contudo, um dos principais problemas de um regime de câmbio fixo é a rigidez no ajuste dos preços relativos frente a choques de oferta. Se, por um lado, um regime de câmbio fixo evita volatilidade excessiva da taxa de câmbio, por outro, implica em alterações dos preços domésticos diante desses choques. Ademais, o regime de câmbio fixo como âncora nominal

torna a economia extremamente vulnerável a ataques especulativos. Em tal situação, a proteção da taxa de câmbio doméstica pode resultar em elevações excessivas da taxa de juros interna, penalizando o setor produtivo através da redução do consumo e do investimento, podendo culminar em uma severa crise do sistema financeiro.

O segundo sistema, amplamente utilizado pela Alemanha e Suíça nos anos 1970 e pelos EUA nos anos 1980, tem como base o estabelecimento de metas para o crescimento dos agregados monetários. Ao que parece, a maior vantagem desse arranjo consiste no fato de que os responsáveis pela política monetária, por meio do controle da base monetária, têm condições de responder, com satisfatória agilidade, aos possíveis choques sobre a economia, através de ajustes nos instrumentos de política monetária. Além disso, indicadores a respeito da condução da política monetária podem ser mensurados rapidamente e com relativa precisão, pelo fato de que os agregados monetários não apresentam longas defasagens. Desse modo, o regime de metas para agregados monetários pode transmitir, quase imediatamente, sinais aos agentes privados a respeito do andamento da política monetária. O mesmo é válido para as intenções das autoridades monetárias em controlar a inflação e manter as expectativas de inflação, que são determinadas pela taxa de crescimento monetário, relativamente estáveis e evitando seus efeitos sobre a taxa de inflação final. Essas vantagens, no entanto, dependem, segundo Mishkin (1999), de uma relação forte entre inflação e agregados monetários. Isto se deve ao fato de que, diante de choques de velocidade de circulação da moeda, uma relação instável implica em resultados indesejáveis sobre a taxa de inflação e, deste modo, não fornece os sinais adequados aos agentes privados a respeito da condução da política monetária, o que, por sua vez, afeta as expectativas de inflação e o resultado final da inflação, o qual depende, entre outros fatores, das expectativas.

Por sua vez, o regime de metas para a expansão do produto nominal, consiste no comprometimento da autoridade monetária com uma taxa de crescimento do produto nominal previamente determinada. Tal mecanismo é defendido por alguns economistas, tais como Hall e Mankiw (1994), como uma forma de obter taxas de inflação baixas e estáveis, assim como níveis aceitáveis de crescimento econômico. Com base nesse sistema, uma elevação na taxa de inflação, derivada de um choque de oferta, não gera, segundo Gonçalves (2001), uma ação contracionista da autoridade monetária à queda simultânea do produto real originada do mesmo choque. Contudo, ainda com base no trabalho do mesmo autor, há dois evidentes problemas ligados a esse arranjo. O primeiro deles é que o produto nominal não é uma variável facilmente compreendida pelo público, o que afeta a transparência do sistema, assim como sua eficiência (isso sugere que as diversas formas de calcular a inflação são mais

facilmente entendidas pelo público). Adicionalmente, para Bernanke et al. (1999), o produto nominal, muitas vezes, é confundido com o produto real, prejudicando o monitoramento e a eficiência das ações de política monetária. O segundo problema é em relação à defasagem com que, normalmente, são disponibilizadas as estatísticas de produto nominal, o que dificulta o acompanhamento, pelo público, da condução da política monetária.

Diante dos dilemas e dificuldades de controle de agregados monetários em função das mudanças na velocidade-renda da moeda e conhecidas as deficiências da ancoragem cambial, no início dos anos 90, um novo regime monetário passou a ser utilizado como estratégia para a condução de uma política monetária por um grande número de países, qual seja, o regime de metas de inflação, cuja institucionalização se baseou na ideia de que os bancos centrais deveriam ser autônomos e responsáveis pela missão de conduzir a política monetária de modo a atingir a estabilidade de preços.

2.2 METAS DE INFLAÇÃO: IMPLEMENTAÇÃO E OPERACIONALIZAÇÃO

Diversos estudos, entre eles os desenvolvidos por Mishkin e Posen (1997) e Stevens e Debelle (1995), têm defendido recentemente a implementação do regime de metas de inflação como forma de conduzir a política monetária, com o objetivo de manter baixos e estáveis os níveis de inflação. De acordo com os mesmos, o sistema de metas de inflação é particularmente importante na medida em que permite, entre outros fatores, que a autoridade monetária tenha como objetivo prioritário o controle da inflação, reduzindo os custos sociais e econômicos produzidos, no longo prazo, pelas elevadas taxas inflacionárias, e, ao mesmo tempo, reduzindo as incertezas, o que, por sua vez, aumenta a eficiência alocativa, incentiva o investimento, o aumento da produtividade e o crescimento econômico. Ademais, esse arranjo permite que a autoridade monetária responda, com considerável rapidez, a choques adversos, evitando flutuações bruscas nas taxas de inflação que possam afetar o crescimento econômico de longo prazo.

Como consequência, diversos países optaram pela adoção do regime de metas de inflação explícitas como abordagem para a condução da política monetária. O primeiro deles foi a Nova Zelândia (1990), sendo seguido, posteriormente, pelo Canadá (1991), Reino Unido (1992), Suécia (1993), Finlândia (1993), Austrália (1994) e Espanha (1994). Também são

exemplos Israel, Chile e Brasil.² Embora as características institucionais e operacionais sejam diferentes em cada país, a experiência de cada um deles tem sugerido uma série de pontos em comum.

O regime de metas de inflação consiste, primeiramente, no anúncio oficial de uma meta para a inflação que deverá ser atingida em um prazo de um a dois anos. Isto ocorre devido ao reconhecimento do fato de que há uma defasagem de tempo entre a execução da política monetária e os seus efeitos sobre a economia. A meta de inflação poderá ser um número fixo ou uma banda. Na prática, a adoção de bandas tem sido mais utilizada, pois apresenta como vantagem o reconhecimento da incerteza dos efeitos da política monetária sobre a taxa de inflação, oferecendo ao regime maior flexibilidade diante de choques de oferta e maior probabilidade da meta ser alcançada.³ No entanto, esta estrutura poderá apresentar problemas se houver falta de credibilidade, levando o público a incorporar as expectativas de inflação do limite superior da banda, o que implicará mais tempo para a estabilidade de preços. De acordo com Brunilla e Lahdenperä (1995), a distinção entre a adoção de uma banda ou de um número fixo como meta para a inflação tem importância secundária caso os agentes sejam dotados de expectativas racionais, de maneira que, neste caso, eles saberão que as autoridades monetárias têm capacidade limitada na determinação da taxa de inflação⁴. Em última análise, o sucesso das metas de inflação está ligado à capacidade de entendimento e previsão do comportamento da economia pelo BC.

Em segundo lugar, com o anúncio de uma meta para a inflação, o BC comunica ao mercado e aos seus agentes seu compromisso na busca da estabilidade de preços e, ao agir desta maneira, contribui para o aumento da sua credibilidade junto ao público na condução da política monetária, reduzindo incertezas em relação à trajetória futura da inflação. Certamente, isto é reforçado sempre que o BC alcança seus objetivos de forma sistemática.

Em terceiro lugar, a adoção de metas de inflação aumenta a transparência das ações de política monetária, pois aumenta a comunicação entre a autoridade monetária e o público. Esta comunicação é feita, em grande parte, através da publicação de relatórios de inflação,

² Além dos países citados, há aqueles que utilizam metas de inflação implícitas. Este é o caso de Japão, Coreia, México, EUA, Dinamarca, Suíça, além de alguns países da Zona do Euro como Áustria, Bélgica, França, Alemanha, Irlanda, Itália, Holanda, Portugal.

³ No regime de metas de inflação da Nova Zelândia, o primeiro PTA (*Policy Targets Agreement*), de março de 1990, estabeleceu como meta uma banda de 0 a 2%. No Canadá, o regime de metas de inflação, que começou em 1991, estabeleceu bandas de amplitude de 2%, em que o ponto médio foi especificado em 3% para 1992, 2,5% para meados de 1994 e 2,0% em 1995. E, na Suécia, foi anunciada em 1993, para iniciar em 1995, uma meta de inflação anual de 2%, com banda de 1 a 3%.

⁴ Este trabalho não discute a forma como as expectativas são formadas, e os autores postulam expectativas racionais como uma condição.

que não traz nenhuma novidade em si, mas, onde constam dados, tais como as metas e os limites da política monetária, os valores numéricos da meta de inflação e como eles foram determinados, como as metas para a inflação são obtidas, dadas as condições atuais da economia e as razões para os possíveis desvios às metas anunciadas (MISHKIN, 1999). Dessa maneira, o público passa a monitorar as ações do BC aumentando sua responsabilidade pelo cumprimento da meta, já que desvios sistemáticos implicariam em perda de credibilidade e reputação. Além disso, a transparência reduz a possibilidade do BC utilizar a política monetária para provocar surpresas inflacionárias, que visem levar o produto e o emprego para níveis além da capacidade da economia (BERNANKE; MISHKIN, 1997).

E, por último, sendo estabelecida uma meta de inflação, as metas intermediárias passam a ter menor importância na formação das expectativas, comportando-se apenas como previsões de inflação. Para gerar estas previsões, utiliza-se um modelo econométrico que, a partir do recolhimento, junto aos agentes, de estimativas sobre o valor de variáveis exógenas futuras, como as expectativas macroeconômicas, estabelece o movimento de variáveis monetárias. Em seguida, com base nestas estimativas, a autoridade age de forma a influenciar a inflação futura no sentido dos limites definidos pela meta de inflação principal. O sucesso do regime de metas de inflação depende, portanto, da capacidade do BC modelar, prever e analisar tanto a inflação quanto seus determinantes, assim como de compreender o funcionamento do mecanismo de transmissão da política monetária e das defasagens de tempo nele envolvidas.

2.3 METAS DE INFLAÇÃO: VANTAGENS E DESVANTAGENS

De acordo com Mendonça (2002a, p. 45), autoridades monetárias de diversos países têm adotado o regime de metas de inflação porque acreditam ter encontrado uma estrutura capaz de neutralizar as expectativas de inflação dos agentes sem estarem sujeitos aos problemas presentes em outros regimes. Com efeito, nas palavras de Stevens e Debelle (1995, p. 81):

The announcement of a specific goal for inflation is an attempt to anchor inflationary expectations and develop a measure of confidence in the conduct of monetary policy in much the same way that monetary or exchange rate objectives were designed to do, while avoiding the problems of unstable velocity or being a sitting target for speculative players in currency markets.

O regime de metas de inflação apresenta vantagens e desvantagens em comparação a outros regimes adotados. Esta seção, no entanto, não esgota a discussão acerca dos aspectos positivos e negativos deste regime, apenas traz alguns elementos relevantes para a análise proposta, os quais são retomados ao longo desse trabalho.

A utilização de uma taxa de câmbio nominal como âncora para o controle da inflação apresenta significativos ganhos de credibilidade frente às metas de inflação. No entanto, este primeiro sistema torna a política monetária ineficaz para estabilizar o produto frente a choques na economia doméstica, tornando-a suscetível a ataques especulativos, capazes de provocar grandes flutuações do câmbio. Neste sentido, o regime de metas de inflação tem a vantagem de conseguir sobreviver em situações nas quais a âncora cambial não consegue.

Comparativamente ao sistema de metas monetárias, o regime de metas de inflação envolve todos os pontos básicos que constituem a estratégia do primeiro (ajuste fiscal e câmbio flexível, publicação de metas, aumento da responsabilidade dos responsáveis pela política monetária, e aumento da credibilidade nas informações transmitidas por um agregado monetário para a condução da política monetária). Porém, com a característica de ser facilmente compreendida pelo público e com a vantagem adicional de que os choques gerados pela velocidade de circulação da moeda não têm relevância, pois não há a necessidade de uma relação estável entre moeda e inflação.

Em relação à meta de crescimento do produto nominal, Bernanke *et al.* (1999) destacam quatro pontos que fazem das metas de inflação preferíveis à primeira. O primeiro deles é que existem dificuldades para se estimar o crescimento do produto potencial⁵. Isto pode gerar um desgaste político, em função de descontentamentos gerados pela sociedade no caso de uma estimativa de crescimento potencial do produto abaixo do que deveria ser. O segundo refere-se às estatísticas de inflação, que são produzidas rapidamente, enquanto que as estimativas de produto demoram mais para serem finalizadas, devido à disponibilidade de dados, e, ainda, estão sujeitas a grandes revisões. Ainda que fossem implementados um sistema de coletas e um banco de dados semelhantes aos do regime de metas de inflação, seria bastante complicado realizar esse trabalho de maneira pontual, devido às dificuldades de se obter dados atualizados sobre o produto nominal num curto espaço de tempo. No terceiro ponto temos que a política monetária do regime de metas de inflação é, consideravelmente, flexível no curto prazo. Em relação a este aspecto, existem dúvidas quanto à capacidade da meta de crescimento do produto nominal ser mais efetiva no alcance da estabilização da

⁵ Dependendo do regime de política monetária, com a utilização de uma regra por exemplo, este aspecto também pode ser um problema para o regime de metas de inflação.

inflação no curto prazo. E, por último, mesmo que o BC possa utilizar metas de produto nominal e avaliar a condução da política monetária pela evolução desta variável, em algumas circunstâncias, o regime de metas de inflação mostra-se melhor compreendido pelo público⁶. De acordo com Mishkin e Posen (1997), o regime de metas de inflação poderá apresentar algumas desvantagens em relação a outros mecanismos de controle de inflação. Uma delas está associada à defasagem de tempo existente entre as ações de política monetária e seus efeitos sobre a economia. Em geral, para as autoridades monetárias, é mais difícil alcançar, precisamente, uma meta estipulada para a inflação, frente à incerteza dos efeitos da política monetária, do que fixar uma taxa de câmbio ou alcançar uma meta para agregados monetários. No sentido de auxiliar no processo de tomada de decisões, torna-se indispensável o uso do instrumental econométrico para que possam ser estimados os impactos provenientes de choques sobre a inflação.

Outra potencial desvantagem, ainda segundo Mishkin e Posen, é que o regime de metas de inflação pode ser considerado como um mecanismo que impede qualquer relação com a estabilização do produto. Em outras palavras, tal regime, se interpretado literalmente, poderá estimular a existência de um *trade-off* na relação variabilidade da inflação e produto. No entanto, isso não tem ocorrido na prática. Cecchetti e Ehrmann (1999) fizeram uma análise utilizando o produto, cinco anos antes e cinco anos depois, de nove países que adotaram metas de inflação explícitas, e observaram que apenas a Nova Zelândia indicou a existência do *trade-off*. Nos demais países, observou-se maior eficiência após a implementação das metas de inflação, com redução significativa da variabilidade da inflação, enquanto a variabilidade do produto foi desprezível.

2.4 METAS DE INFLAÇÃO E O TRINÔMIO REPUTAÇÃO-TRANSPARÊNCIA-CREDIBILIDADE DA POLÍTICA MONETÁRIA

De acordo com Mendonça (2006), é reconhecido que o sucesso de uma política anti-inflacionária depende do nível de confiança que os agentes econômicos depositam na possibilidade de que a política anunciada seja implementada e cumprida até o fim. Em outras palavras, a efetividade de tal política mostra-se associada à medida de sua credibilidade, de modo que, quanto maior a confiança atribuída pelos agentes econômicos à determinada política, mais facilmente será alcançado o objetivo desejado.

⁶ Por exemplo, o BC torna o crédito mais caro quando os preços sobem, com o intuito de desaquecer a demanda, ao passo que facilita o crédito quando ocorre o contrário, objetivando reanimar a demanda.

A influência da política monetária sobre a economia é efetiva na medida em que intervenções desta natureza são capazes de afetar as expectativas dos agentes econômicos em relação ao comportamento da demanda futura, que, por sua vez, afetam as condições de oferta, as quais abrangem decisões de preço, produção e alocação de fatores. Nesse sentido, conforme apontam Montes e Feijó (2007), as expectativas que orientam as decisões dos agentes econômicos são consideradas um importante canal de transmissão da política monetária. Dessa forma, uma política monetária será considerada efetiva quando for capaz de fazer convergir as expectativas do público aos objetivos pretendidos pela autoridade monetária. Essa convergência, por sua vez, será possível se a política monetária anunciada for considerada crível, ou seja, dependerá da avaliação dos agentes econômicos acerca da possibilidade de que esses referidos objetivos sejam alcançados.

Além disso, para que as intervenções monetárias alcancem as metas desejadas de maneira mais efetiva, através de uma condução adequada das expectativas, mostra-se necessário que o formulador da política monetária possua uma elevada reputação, conquistada ao longo do tempo pelo compromisso com uma estratégia de política monetária previamente estabelecida. Com efeito, a construção da reputação está relacionada à capacidade da autoridade monetária de cumprir os objetivos preestabelecidos.

Nesse particular, deve-se destacar a autonomia ou independência dos bancos centrais como importante elemento na conquista da reputação, e, por sua vez, da credibilidade da política monetária, sobretudo em países em que a estabilidade de preços é estabelecida como objetivo predominante. Segundo Maxfield (1997), quanto mais forte este objetivo, mais relevantes e concretas serão as medidas adotadas para conceder maior grau de autonomia ou independência ao BC, tendo em vista o aumento da sua responsabilidade de decidir sobre as metas e as ferramentas de política monetária.

Segundo Saddi (1997), os bancos centrais podem ser classificados como dependentes, independentes e autônomos em relação a interferências políticas externas. Um BC dependente é aquele que está subordinado ao Poder Executivo e que tem papel de executar ordens e implementar políticas previamente definidas pelo Tesouro e pelo Ministério da Fazenda, podendo participar de suas definições, mas sem o poder de veto. Por outro lado, um BC independente é aquele que tem total liberdade na elaboração e condução da política monetária, cabendo-lhe definir os melhores instrumentos a serem utilizados para atingir seus objetivos. Já um BC autônomo tem “liberdade relativa” para implementar as diretrizes definidas pelo Poder Executivo de maneira a alcançar os objetivos de política monetária por este estipulados. Em outras palavras, essa autonomia, segundo o mesmo autor, é “dirigida ao

coletivo e ao interesse público”, e, com base nisso, o BC define os instrumentos mais adequados para a condução da política monetária em sintonia com os objetivos traçados pelo governo.

Ainda de acordo com Saddi (1997), é comum que alguns analistas utilizem o conceito de BC independente como equivalente ao de BC autônomo. No entanto, o mesmo salienta que, linguisticamente, são conceitos totalmente diferentes e estabelece uma diferença crucial para o entendimento do tema.

Autonomia... pressupõe a idéia composta de direção própria, de agir ou deixar de agir, de possuir a faculdade de organização, administrativa e juridicamente. Já independência, é uma faculdade incondicional, não hierárquica, caracterizada pela não-subordinação recíproca entre aqueles que exercem o poder; não sofre interferências, influências ou ingerências de outros elementos externos e tem assegurada legalmente suas atribuições de formas privativas e exclusivas. Um BC independente puro é aquele que pode propor e implementar qualquer política monetária sem discussões prévias com o Executivo, o legislativo ou qualquer outro grupo de interesse. Assim, a independência pressupõe a auto-suficiência absoluta, enquanto a autonomia é apenas uma faculdade dada a um órgão da administração. (SADDI, 1997, p. 51-55).

Até o presente momento, não há conhecimento de nenhum BC totalmente independente. Nem mesmo o *Bundesbank*, ex-banco central da Alemanha, que foi um dos mais autônomos do mundo, era totalmente independente do poder executivo, e seus estatutos obrigavam-no a prestar contas à sociedade. Dessa forma, o conceito de independência vem sendo utilizado inapropriadamente, uma vez que independentes, no estrito senso, são apenas os três poderes do Estado.

Na economia atual, em que decisões são tomadas com base em expectativas sobre um futuro incerto, bancos centrais têm importante papel na formação das expectativas ao proporcionar confiança aos agentes, viabilizando as operações econômicas. A confiança dos agentes na autoridade monetária e em suas políticas é determinante para a eficácia da política monetária, a qual é transmitida, entre outros, pelo canal das expectativas. Com efeito, uma autoridade monetária com elevada reputação, atuando com base em políticas críveis, fortalece a confiança e as expectativas positivas dos agentes econômicos em relação ao futuro, estimulando a tomada de decisões em linha com os objetivos pretendidos pelo formulador da política monetária.

Por conta disso, dois argumentos têm justificado a autonomia dos bancos centrais como aspecto relevante na construção da reputação, conforme abordado por Mendonça (2002b). O primeiro deles refere-se ao viés inflacionário de políticas discricionárias, cuja análise sugere que há incentivos para que autoridades monetárias reduzam o desemprego por

meio de políticas inflacionárias, o que resulta, no longo prazo, dada uma taxa natural de desemprego, em diluição dos efeitos da expansão monetária sobre o emprego e persistência da inflação. Já o segundo argumento refere-se ao uso político da política monetária, o qual sugere que bancos centrais sob o controle do governo tendem a emitir moeda com o objetivo de financiar gastos públicos, produzindo, conseqüentemente, maior inflação. Além disso, na proximidade de eleições, observa-se que governos tendem a preferir políticas que priorizem um maior nível de emprego em relação a uma menor taxa de inflação, como forma de alcançar a reeleição ou a eleição de candidatos de seu partido. Nessa situação, a tendência é que governos pressionem os responsáveis pela política monetária para que implementem políticas visando à expansão do produto, provocando maior variabilidade da inflação. Nesse caso, considerando a adoção do regime de metas de inflação como âncora da política monetária, o qual pressupõe regras que estabeleçam a estabilidade de preços como objetivo predominante, a concessão de maior grau de autonomia para os bancos centrais inibiria a manifestação do viés inflacionário, bem como o uso político da política monetária, proporcionando maior reputação da autoridade monetária e maior credibilidade de suas políticas. Ou seja, quanto maior a autonomia dos bancos centrais, maior será sua credibilidade no combate à inflação e, portanto, menor será o custo social da desinflação.

Outro elemento que deve ser destacado pela sua importância na conquista da reputação da autoridade monetária é a transparência nos seus anúncios e na condução da política monetária. De acordo com Montes e Feijó (2007), a transparência contribui na capacidade de o banco central fazer convergir, mais rapidamente, as expectativas dos agentes aos objetivos preestabelecidos. Com efeito, quando o formulador da política monetária sinaliza adequadamente e de maneira transparente suas intenções, permitindo aos agentes econômicos que compreendam sua lógica de atuação, tem-se como benefícios a redução das incertezas e o estímulo à tomada de decisões compatíveis com o objetivo desejado pela autoridade monetária. Dessa forma, conforme Montes e Feijó (2007, pp. 162 e 164), a demanda dos agentes econômicos por um maior grau de transparência tem por fundamento a busca de informações e de conhecimento sobre o comportamento presente e futuro da autoridade monetária, que atuarão na formação das expectativas correntes e futuras para variáveis como inflação, produto e emprego. Nessa linha, os mesmos autores apontam importantes resultados do aumento da transparência da autoridade monetária e de suas políticas sobre as expectativas dos agentes econômicos, sobre a reputação e sobre a credibilidade:

(i) a transparência aumenta a capacidade de previsão de ações e resultados da política monetária; (ii) a transparência tende a induzir a construção de reputação, pois aumenta a sensibilidade das expectativas do setor privado relacionada a resultados e ações de políticas monetárias não antecipadas; e (iii) a transparência possui o potencial de aumentar a credibilidade da política monetária e fazer com que as expectativas de inflação do setor privado sejam mais estáveis no longo prazo (MONTES E FEIJÓ, 2007, p. 162).

Assim, a credibilidade da política monetária, associada à uma elevada reputação de seu formulador e transparência de suas ações e objetivos, mostra-se como elemento relevante no processo de convergência das expectativas e da confiança dos agentes econômicos aos objetivos previamente determinados pela autoridade monetária. Desse modo, espera-se que uma autoridade monetária com elevada reputação, atuando por meio da implementação de políticas críveis e transparentes, aumente a confiança nas expectativas em relação ao futuro, viabilizando a tomada de decisões em linha com seus objetivos e, conseqüentemente, facilitando a convergência das expectativas à meta preestabelecida.

3 AS EXPERIÊNCIAS INTERNACIONAIS COM O REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO

O objetivo deste capítulo é analisar os arranjos e as experiências de alguns países que adotaram, explicitamente, o regime de metas de inflação como abordagem para a condução da política monetária. Tal análise abrangerá os principais aspectos dos modelos adotados tanto por economias avançadas, as quais serão representadas por Nova Zelândia, Canadá, e Reino Unido, quanto por emergentes, representadas por Chile, México e Israel, as quais, apesar de apresentarem características institucionais e operacionais substancialmente distintas, nos oferecem importantes ensinamentos a respeito do efetivo funcionamento do sistema de metas de inflação.

3.1 ANÁLISE DAS PRINCIPAIS EXPERIÊNCIAS INTERNACIONAIS

O regime de metas de inflação, desde seu surgimento, há quase vinte e cinco anos, tem se manifestado como um importante desenvolvimento na abordagem de condução da política monetária. Após a adoção pioneira pela Nova Zelândia, em 1990, o regime de metas de inflação passou a ser escolhido por um número crescente de bancos centrais, tanto em economias desenvolvidas quanto emergentes, como um método de conduzir a economia a uma trajetória de redução e estabilização dos preços.

Estudiosos da política monetária, em diversos países, defendem a ideia de que uma inflação baixa e estável é uma condição necessária, embora não suficiente, para promover crescimento e desenvolvimento econômicos a médio e longo prazos. Com base nisso, nesta abordagem, muitas autoridades passaram a utilizar o regime de metas de inflação, em conjunto com outras reformas, fiscais e estruturais, com o objetivo de controlar a inflação com maior transparência e credibilidade, e, em decorrência disso, viabilizar os processos de produção, circulação e distribuição de bens e serviços. Essa maior transparência e credibilidade da política monetária, de acordo com Mishkin e Posen (1997), contribuem para o controle da inflação, reduzindo as expectativas de inflação, o que ajuda a manter a inflação dentro da trajetória desejada. Além disso, conforme os mesmos autores, o regime de metas de inflação isola as autoridades monetárias de pressões políticas por resultados de curto prazo, capazes de provocar problemas de inconsistência temporal. Com efeito, cabe analisar como tais aspectos se desenvolvem nas diferentes economias em que a política monetária é guiada pelo regime de metas de inflação.

3.1.1 Metas de inflação nas economias avançadas

3.1.1.1 Nova Zelândia

Entre os três países de economias avançadas mencionados acima, o arranjo de política monetária implementado pela Nova Zelândia se apresenta como o mais ambicioso. De acordo com McCallum (1996), isto se deve, fundamentalmente, a dois aspectos, não observados nas demais experiências. O primeiro deles é a escolha do valor da meta numérica para a inflação com uma variação de 0% a 2%, significativamente abaixo das metas estabelecidas em outros países. O segundo deles, e mais importante, é o alto grau de institucionalização formal do arranjo, planejado para aumentar a credibilidade e sinalizar ao mercado o compromisso do Banco Central da Nova Zelândia (BCNZ) com a estabilização dos preços, que vai muito além da extensão alcançada em outros países. Neste particular, é interessante destacar dois aspectos notáveis. O primeiro é que o BCNZ, na Ata de 1989, aprovada pelo Parlamento, especifica como objetivo dominante da política monetária a “*estabilidade do nível geral de preços*”. Na mesma Ata, é exigida a publicação de um *Policy Targets Agreements* (PTA) pelo Presidente do BCNZ e pelo Ministro das Finanças, a cada início de mandato, explicitando os objetivos de política monetária ao longo de um período de cinco anos, assim como de um *Monetary Policy Statements* (MPS), onde devem constar as projeções para o índice de preços a ser atingido e uma banda de variação admissível. O segundo aspecto importante é a possibilidade do Presidente do BCNZ ser demitido, antes do final de seu mandato de cinco anos, caso a inflação ultrapasse os limites determinados pela banda.

O primeiro PTA, de 02 de março de 1990, determinou uma banda de variação da inflação de 0% a 2%, como meta possível, a ser alcançada até dezembro de 1992. E para o período de transição, o primeiro MPS, de abril de 1990, especificou uma banda de variação menos ambiciosa, já que a inflação, no momento da implantação do novo arranjo de política monetária, se apresentava acima de 7% ao ano. Assim, o intervalo de variação, para dezembro de 1990, ficou determinado entre 3% e 5% e, para dezembro de 1991, entre 1,5% e 3,5%, devendo se situar dentro da banda de 0% a 2% em dezembro de 1992. Entretanto, diante de uma pressão sobre o IPC, causada pela elevação do preço do petróleo, o MPS, de fevereiro de 1991, redefiniu a trajetória da inflação, alterando o intervalo de variação da meta de dezembro de 1991, ficando entre 2,5% e 4,5%, e postergando, para dezembro de 1993, a banda de variação de 0% a 2%, que permaneceu inalterada até dezembro de 1997, quando foi ampliada para 0% a 3% ao ano, permanecendo em vigor até então.

O PTA seguinte determinou que o BCNZ passaria a monitorar alguns índices de preços, mas que o índice formal, no qual se basearia o controle da inflação, seria o Índice de Preços ao Consumidor (IPC), em função de ser mais facilmente compreendido pelo público. Embora considerando o fato de que a variação do IPC, ao longo de 12 meses, deva se manter dentro da banda estipulada de 0 a 2%, o PTA reconhece a possibilidade de que este índice seja influenciado por choques exógenos, por alterações nas políticas governamentais, ou por crises que estejam fora da influência direta da política monetária, levando-o a ultrapassar os limites determinados. Neste caso, o BCNZ passou a construir uma série denominada Inflação Subjacente, que difere do IPC, basicamente, porque este último inclui na categoria custos de moradia os pagamentos de juros de hipoteca, enquanto a medida auxiliar considera, no lugar dos juros, os valores dos aluguéis. Além disso, a construção do indicador de Inflação Subjacente permite, em alguns casos, a exclusão de itens atingidos por mudanças significativas nas alíquotas de impostos, bem como de itens responsáveis por alterações relevantes nos termos de troca.

Contudo, novamente com base em McCallum (1996), existem alguns problemas inerentes a essa prática. Um deles se deve ao fato de que o índice de inflação subjacente não é diretamente obtido das séries de índices de preços publicadas nas estatísticas da Nova Zelândia, e sim através de modelos econométricos do BCNZ, o que influencia, de certa forma, na transparência do sistema. Outro problema em relação ao uso da inflação subjacente é que esses ajustes no IPC básico são adotados somente frente a choques de amplitude significativa, mostrando-se ambíguo aos agentes privados.

Por estas razões, o BCNZ decidiu suspender, em 1997, o cálculo do índice de inflação subjacente, passando a excluir do IPC somente os itens referentes a pagamentos de juros de hipoteca. Com isso o BCNZ passou a adotar uma nova postura diante de choques capazes de alterar a trajetória da inflação, não ajustando sua política e permitindo, portanto, o desvio temporário da inflação em relação a sua meta. O fato de não excluir do IPC a maior parte dos choques adversos, aumentou a probabilidade da inflação se afastar mais facilmente da meta por um certo período de tempo, o que ressaltou a importância da utilização de um instrumento como as cláusulas de escape.

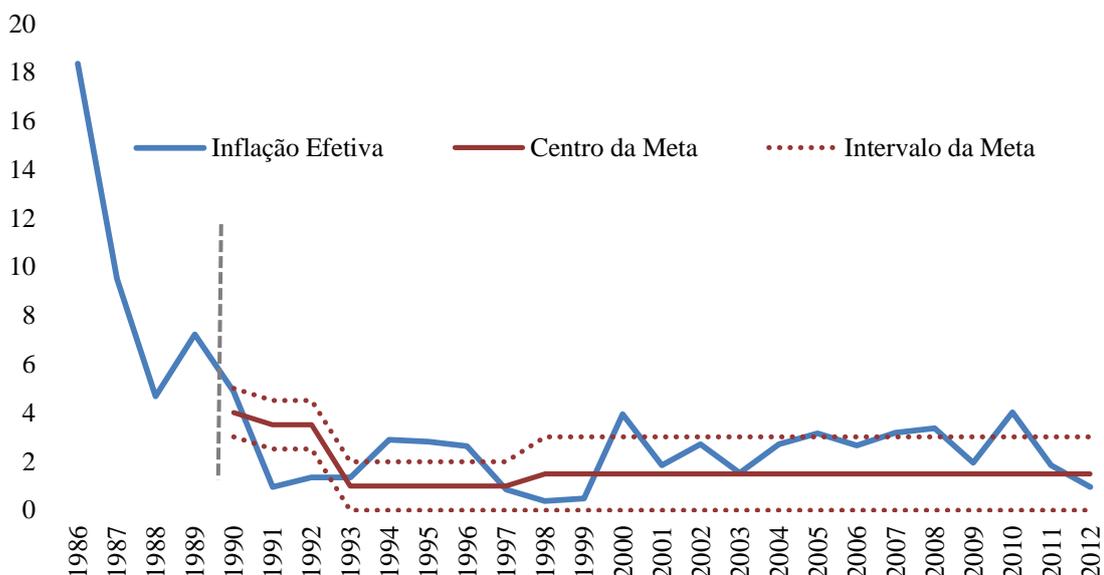
Nesse contexto, o PTA de 1999 destacou que, ao buscar a estabilidade dos preços, o BCNZ deve evitar excessiva instabilidade do produto, das taxas de juros e da taxa de câmbio. Contudo, enumerou alguns fatores que podem afetar o IPC, provocando desvio temporário das metas, como alterações nos preços de *commodities*, variações nas alíquotas de impostos indiretos e desastres naturais, sem refletir, necessariamente, uma tendência de longo prazo.

Isso permite ao BCNZ proceder de modo a evitar maiores pressões inflacionárias, evitando, por sua vez, um comprometimento maior da atividade econômica.

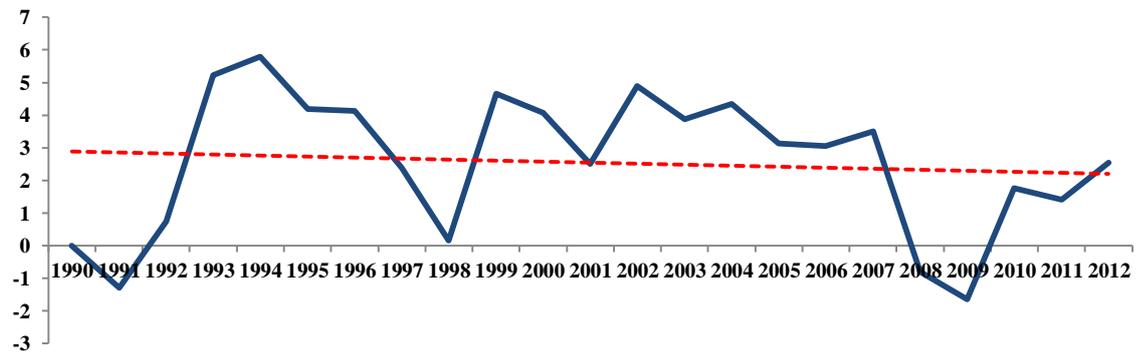
Com base nos aspectos da estrutura formal e operacional do regime de metas de inflação da Nova Zelândia analisados, cabem algumas considerações. Conforme Mishkin e Posen (1997), a mais relevante delas é que o desafio de reduzir a inflação e mantê-la estável, assim como o de reduzir as expectativas de inflação, parece tornar-se relativamente mais simples se o curso da inflação não for mantido sob um controle excessivamente rígido, dentro de variações demasiadamente estreitas, especialmente em pequenas economias abertas. Em outras palavras, a experiência neozelandesa sugere que um controle demasiadamente rígido da trajetória da inflação pode provocar movimentos indesejados nos instrumentos de política monetária, com maiores custos em termos de produto e emprego, bem como em termos de credibilidade do regime.

Com efeito, passados quase vinte e cinco anos da implementação do regime de metas de inflação, e sem sugerir qualquer relação de causalidade, a Nova Zelândia tem apresentado, de maneira geral, uma situação econômica de inflação baixa, acompanhada de consideráveis taxas de crescimento econômico, embora voláteis e em trajetória cadente, conforme mostram os gráficos 1a e 1b.

Gráfico 1a: Inflação anual em % medida pelo IPC da Nova Zelândia de 1990 a 2012



Fonte: International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, Abril 2013.

Gráfico 1b: Crescimento anual em % do PIB Real da Nova Zelândia de 1990 a 2012

Fonte: International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, April 2013.

3.1.1.2 Canadá

Em 26 de fevereiro de 1991, o regime de metas de inflação foi formalmente instituído no Canadá, como resultado de uma campanha que vinha sendo feita pelo Banco Central (BCC) desde 1988, com o objetivo central de promover a estabilidade dos preços como meta de longo prazo para a política monetária (MISHKIN; POSEN, 1997).

Seguindo-se ao anúncio da adoção do novo arranjo de política monetária, foram determinadas, pelo Presidente do BCC em conjunto com o Ministro das Finanças, as metas para a inflação a serem atingidas nos próximos períodos. Tal qual a Nova Zelândia, o Canadá optou pela utilização de bandas como estrutura de acomodação das metas, publicando, porém, o ponto central da meta a ser cumprida, com intervalos de 2% para mais e para menos. Assim, foram especificados os pontos centrais de 3% a.a. para o fim de 1992 e de 2,5% a.a. para junho de 1994. Para o fim de 1995, a meta central foi estabelecida em 2% a.a., com um intervalo de tolerância de 1%, para mais e para menos. Posteriormente, foi decidido pelo Presidente do BCC, em conjunto com o Ministro das Finanças, manter a banda de variação de 1% a 3% a.a., a qual vigora até hoje. O modelo canadense tem o presidente do BCC como responsável pelo cumprimento das metas estipuladas, sem a imposição de penalidades em caso de não cumprimento, exigindo apenas a justificativa das razões pelas quais as metas não foram alcançadas.

Quanto à sua estrutura formal e operacional, cabe enfatizar alguns aspectos importantes. Um deles se refere à adoção do núcleo de inflação, como forma de tratar dos inevitáveis choques adversos que atingem a economia, sem, contudo, prejudicar a sua credibilidade. Com o objetivo de eliminar os efeitos transitórios destes choques e obter um melhor ajuste à trajetória de longo prazo da inflação, o BCC adotou uma medida de núcleo de

inflação, na qual está baseada a estrutura do sistema. Esta medida é obtida através da exclusão dos oito itens mais voláteis que compõem o IPC (conforme Tabela 1), o que representa em torno de 16% do índice cheio, e dos efeitos da variação dos impostos indiretos sobre os demais componentes. Neste particular, é interessante salientar que existe uma clara separação entre a instituição responsável pelo cálculo de IPC e seus respectivos expurgos (*Statistics Canada*) e o BCC. Segundo Mishkin e Schmidt-Hebbel (2001), esses aspectos, em conjunto, contribuem para o objetivo do regime de metas de inflação canadense, que é reduzir e estabilizar o nível de preços, na medida em que, por um lado, reduzem as expectativas de inflação e, por outro, evitam os indesejáveis desvios em relação às metas estabelecidas, mantendo a credibilidade do regime.

Tabela 1: Itens excluídos do IPC para a mensuração do núcleo da inflação do Canadá

Ítems excluídos do IPC canadense	
Frutas, derivados e nozes	
Vegetais e derivados	
Gasolina	
Óleo combustível e outros combustíveis	
Gás natural	
Tabaco e outros produtos para fumantes	
Transporte intermunicipal	
Juros de hipoteca	
Total	16%

Fonte: Bank of Canada, maio 2013.

Além da utilização do núcleo da inflação, de acordo do Mishkin e Schmidt-Hebbel (2001), o BCC pode rever a trajetória de suas metas para a inflação, através do mecanismo de cláusulas de escape, frente a choques extremamente relevantes, tais como desastres naturais, bruscos aumentos nos preços do petróleo, interrupção no fluxo de capitais, etc. De fato, não há qualquer referência sobre a utilização dessa estrutura flexibilizada por parte do Canadá, principalmente, pelo fato de a trajetória da inflação não ter se desviado significativamente da meta estipulada.

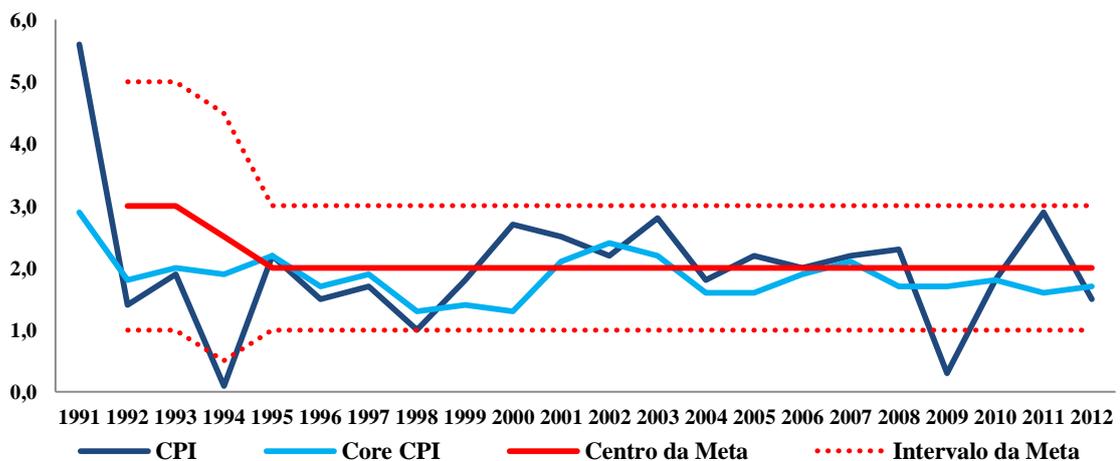
Outro aspecto importante refere-se ao forte comprometimento, por parte do BCC, com a transparência na condução da política monetária, reforçada pela ampla comunicação com o público, através da publicação semestral do *Monetary Policy Report*. A seriedade com a qual é conduzida a política monetária tem contribuído para o desempenho positivo do modelo canadense de metas de inflação e para sua capacidade de amenizar as flutuações dos ciclos de

negócios. De acordo com Mishkin e Posen (1997), de fato isso contribui para elevar a confiança na autoridade monetária, principalmente, em condições econômicas menos favoráveis, evitando a deterioração das expectativas de inflação futura.

Nessa linha, embora caracterizado por uma maior tolerância frente a possíveis desvios da trajetória dos preços em relação à meta estabelecida, o sistema de metas de inflação canadense tem alcançado seu objetivo de manter a inflação baixa e estável mesmo diante de choques adversos. Ainda de acordo com Mishkin e Posen (1997), o elemento central do sucesso desse modelo é o seu intenso comprometimento com a transparência e com a comunicação com o público em geral, o que contribui para a redução das expectativas de inflação, na medida em que possibilita a distinção entre choques transitórios e tendência da inflação.

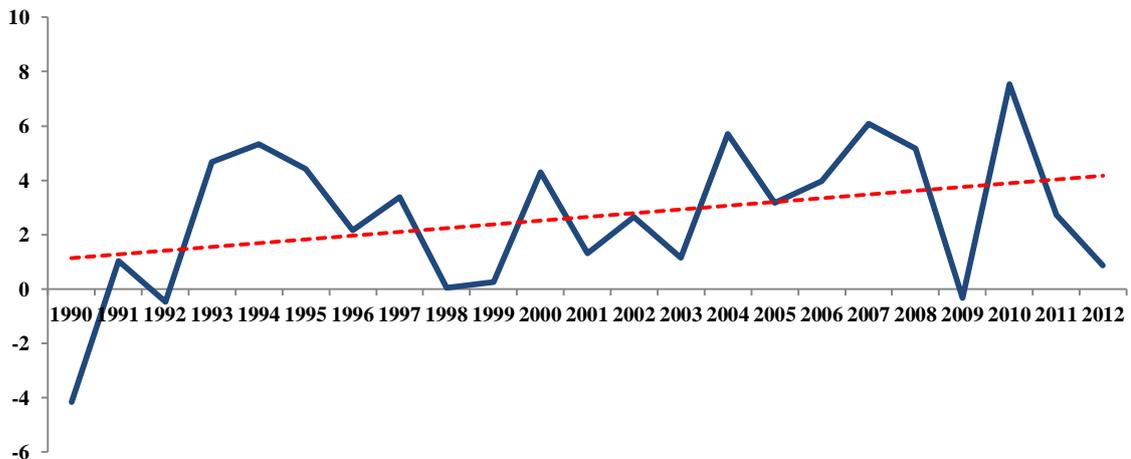
Com efeito, o sistema de metas de inflação no Canadá, apesar de apresentar uma estrutura operacional distinta da observada na Nova Zelândia, tem demonstrado resultados semelhantes. Desde sua implementação, em fevereiro de 1991, quando a taxa anual média de inflação ao consumidor foi de 5,6% a.a., a inflação ao consumidor canadense mantém-se em um patamar baixo e estável, inclusive frente a choques adversos (em média próximo a 1,8% a.a.), acompanhada de níveis tendencialmente crescentes de PIB (Gráfico 2b). Além disso, conforme pode ser observado no Gráfico 2a, a taxa de inflação com expurgos em momento algum ultrapassou o limite superior da banda estipulada como meta.

Gráfico 2a: Inflação anual em % medida pelo IPC e pelo IPC com expurgos do Canadá de 1991 – 2012



Fonte: Statistics Canada, May 2013.

Gráfico 2b: Crescimento anual em % do PIB Real do Canadá de 1990 a 2012



Fonte: Statistics Canada, May 2013.

3.1.1.3 Reino Unido

A adoção do regime de metas de inflação no Reino Unido deu-se em 08 de outubro de 1992, pouco tempo depois da adoção do mesmo pelo Canadá, mas em um contexto econômico totalmente distinto. Tal qual o observado na Nova Zelândia e no Canadá, a adoção deste novo arranjo de política monetária seguiu-se a uma significativa queda na taxa de inflação. Contudo, diferentemente desses países, o Reino Unido tomou tal decisão como consequência de uma grave crise cambial, que resultou na livre flutuação do câmbio e na depreciação da moeda inglesa, a fim de restituir uma âncora nominal para a política monetária.

Conforme Mishkin e Posen (1997), em setembro de 1992, quando o governo inglês se deparou com sua capacidade esgotada de manter a paridade cambial, foi permitida a livre flutuação da taxa de câmbio, resultando na desvalorização da moeda inglesa. A partir de então, de acordo com King (1997), quatro mudanças institucionais se fizeram necessárias, a fim de tornar possível a institucionalização do novo arranjo de política monetária. A primeira delas se refere à organização de reuniões mensais entre o Ministro da Fazenda e o Presidente do Banco Central ou Banco da Inglaterra (BI), onde seriam discutidas as decisões do primeiro a respeito das taxas de juros. A segunda refere-se à publicação trimestral, pelo BI, do *Inflation Report*, no qual constariam as análises de sua equipe em relação ao panorama econômico, dando ao BI a oportunidade de tornar pública a opinião de seus analistas. A terceira, e mais importante delas, diz respeito à publicação das atas de reuniões mensais entre o Ministro da

Fazenda e o Presidente do BI, onde constariam as decisões tomadas por estes, fato que levaria o BI a identificar, rapidamente, situações em que alguma decisão contrária fosse tomada pelo Ministro após a reunião. E a quarta e última mudança diz respeito à tarefa dada ao BI de controlar o tempo preciso para mudanças nas taxas de juros, desde que nenhuma decisão tomada pelo Ministro da Fazenda fosse efetivada antes da reunião subsequente.

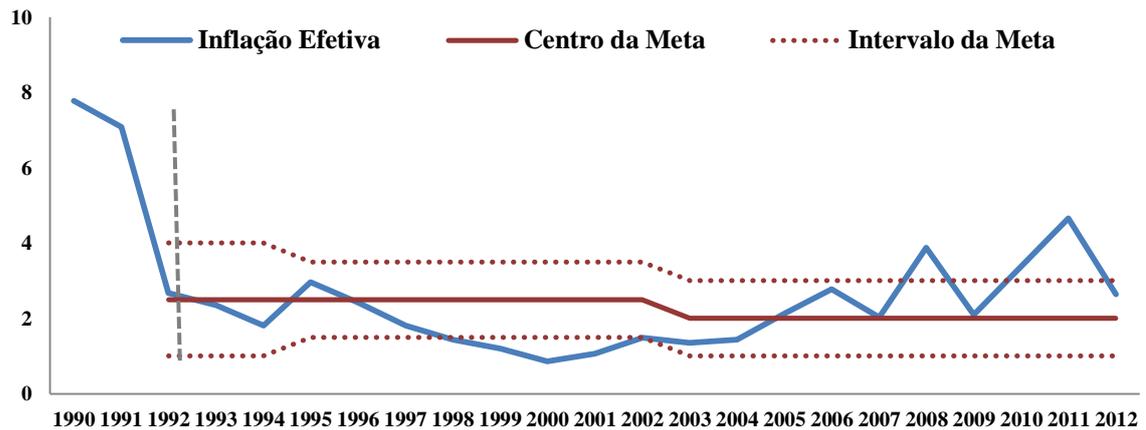
Nesse contexto, mesmo diante de um pequeno grau de independência dado ao BI, sem autoridade para manipular os instrumentos de política monetária até maio de 1997, quando o mesmo tornou-se efetivamente independente, a implementação do regime de metas de inflação no Reino Unido foi viabilizada. Assim, logo após o anúncio da adoção do novo sistema de política monetária pelo então Ministro da Fazenda, Norman Lamont, foram determinadas as metas a serem cumpridas nos próximos períodos. A meta escolhida inicialmente foi uma banda de variação com intervalos entre 1% e 4% a.a. Esta foi alterada, em junho de 1995, para um ponto central de 2,5% a.a., com um intervalo de tolerância de 1%, para mais e para menos. Esta última meta permaneceu inalterada até dezembro de 2003, quando passou a ser de 2,0% a.a., também com um intervalo de tolerância de 1%, para mais e para menos, permanecendo inalterado até o presente momento, conforme pode ser observado no Gráfico 3a.

Para balizar a mensuração da taxa de inflação do sistema de metas inglês, foi escolhido RPIX o (*Retail Price Index*), do qual são excluídos os juros de hipoteca, com o intuito de eliminar os efeitos diretos positivos da política monetária e, assim, acabar com possíveis ambiguidades provenientes da política de juros. Este índice foi utilizado desde a implementação do regime até dezembro de 2003, quando foi substituído pelo HICP (*harmonised index of consumer prices*), usado para comparar as taxas de inflação entre os países da União Européia, chamado pela *UK National Statistics* de Índice de Preços ao Consumidor (IPC) do Reino Unido. Essa substituição, de acordo com o Ministro da Fazenda da Inglaterra da época, se fez necessária na medida em que há diferenças significativas na composição de ambos os índices, responsáveis por divergências na taxa de inflação, conforme pode ser observado no Gráfico 3b.

O RPIX e o CPI incluem diferentes itens em suas composições, fato que produz diferentes trajetórias para a inflação, como também pode ser observado no gráfico 3b. O RPIX, em particular, inclui os chamados custos imobiliários, tais como taxas de transferência de propriedade, taxas de avaliação de imóveis, seguros para imóveis residenciais, entre outros, os quais não se incluem no CPI. Além disso, estão incluídos no CPI itens como taxas de acomodação universitária e de ensino universitário para estrangeiros, que não são cobertos

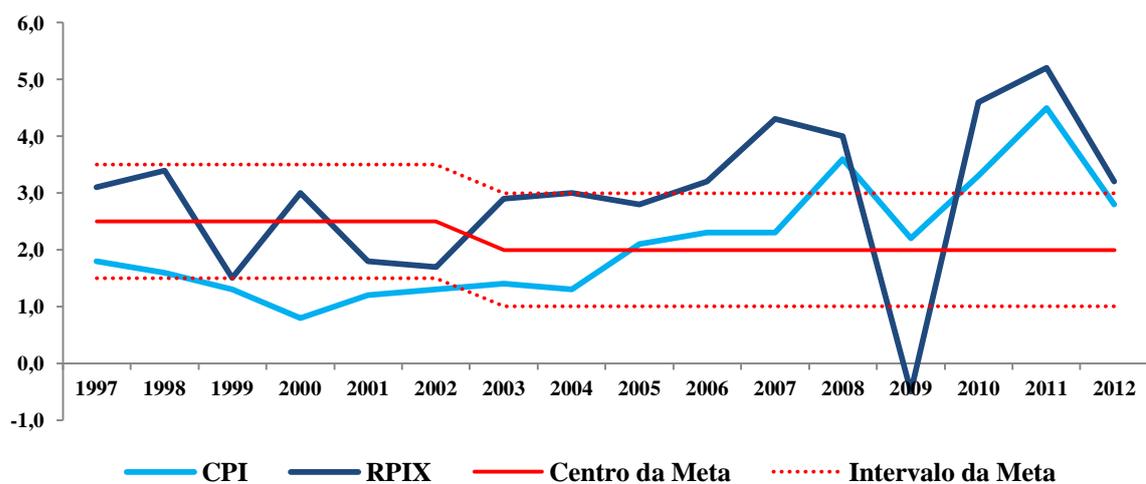
pelo RPIX. Com base nisso, o CPI passou a ser o índice no qual se baseia a trajetória da inflação, cuja meta foi alterada, após essa substituição, para 2% a.a., sem bandas de variação.

Gráfico 3a: Inflação anual em % medida pelo IPC do Reino Unido de 1990 – 2012



Fonte: *UK National Statistics, May 2013.*

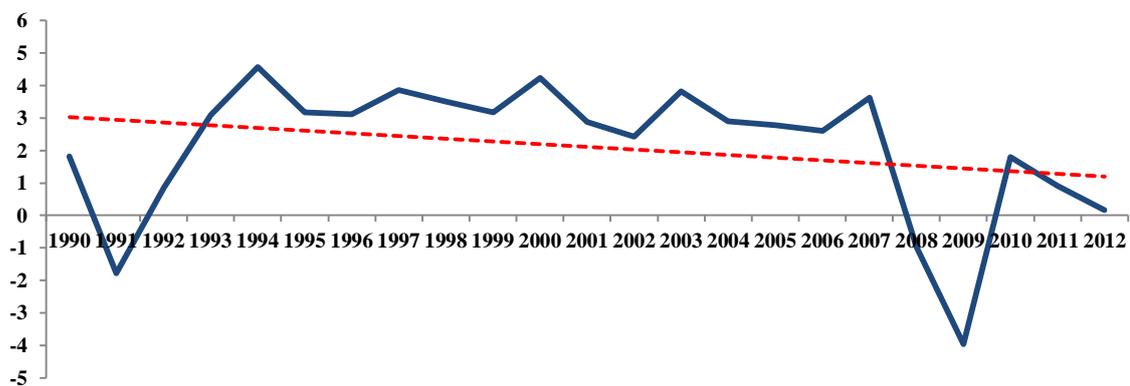
Gráfico 3b: Comparação entre a inflação anual em % medida pelo IPC e RPIX do Reino Unido de 1997 – 2012



Fonte: *UK National Statistics, May 2013.*

O modelo inglês, embora tenha se defrontado com alguns obstáculos, tem se mostrado, de maneira geral, bem sucedido, na medida em que vem mantendo a inflação mais baixa e estável (no período de 1992 a 2012, a inflação média medida pelo IPC foi de 2,21% a.a), acompanhada de uma razoável taxa de crescimento econômico, ainda que em trajetória cadente, conforme pode ser observado nos gráficos 3a e 3c, respectivamente. Isso pode ser atribuído, conforme Mishkin e Posen (1997), ao forte compromisso do BI com a transparência e com o esclarecimento efetivo da estratégia de política monetária aos agentes de mercado. Neste particular, é interessante salientar que o fato de o BI ter sido mantido, por vários anos, em uma posição relativamente mais frágil frente aos BC's de outros países, conduziu o mesmo a inovar, significativamente, nas formas de comunicação com o público, principalmente, através do *Inflation Report*, servindo de modelo para vários outros países sob o regime de metas de inflação.

Gráfico 3c: Crescimento anual em % do PIB Real do Reino Unido de 1990 – 2012



Fonte: UK National Statistics, May 2013.

3.1.2 Metas de inflação nas economias emergentes

3.1.2.1 Chile

O regime de metas de inflação foi adotado formalmente pelo Banco Central do Chile em setembro de 1990, logo após a implementação do ambicioso modelo neozelandês, como resposta ao aumento das pressões inflacionárias decorrentes das políticas expansionistas do período 1988-1989 e do choque sobre os preços do petróleo proveniente da Guerra do Golfo, em 1990. Nesse contexto, no qual a inflação doméstica era crescente e superava 25% ao ano,

o Banco Central do Chile pretendia sinalizar seu compromisso com a reversão da trajetória inflacionária, mediante a aplicação de uma política monetária contracionista.

Diferentemente de outros países que adotaram o regime de metas de inflação como âncora para a política monetária, o Chile apresentava alguns aspectos particulares, especialmente no que se refere:

- a) à extensão dos mecanismos de indexação, que fazia da economia chilena uma das mais indexadas do mundo, aumentando os custos de desinflação;
- b) à condução gradual do programa de estabilização econômica, que proporcionou a redução paulatina da inflação desde o patamar anual de 25%, em 1990, até à estabilização próxima a 3% no período recente; e
- c) à independência, tanto operacional quanto de instrumentos, do banco central chileno, que garantiu a prerrogativa da autoridade monetária para a determinação da meta de inflação (MORANDÉ, 2001).

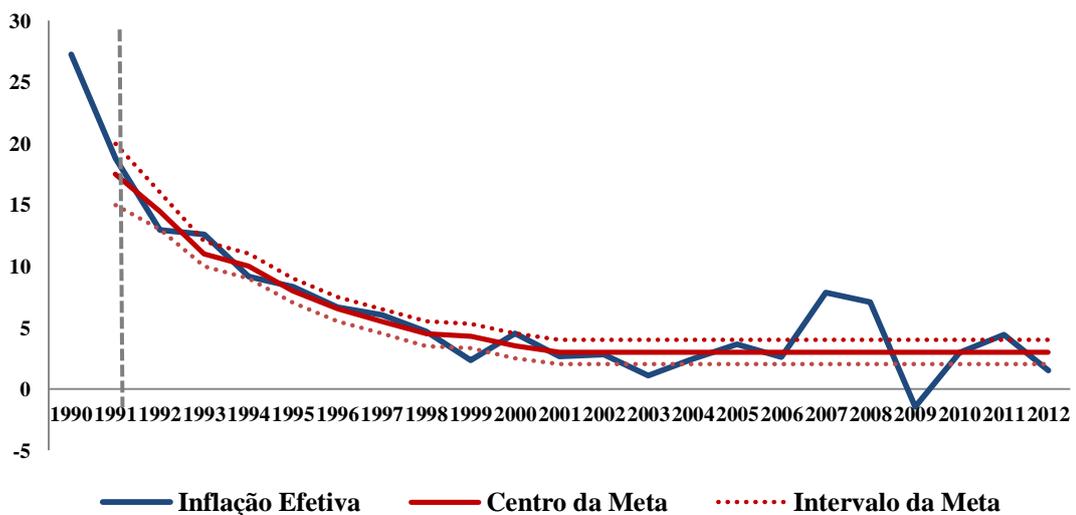
Com efeito, a experiência chilena com o arranjo de metas de inflação pode ser dividida em duas etapas distintas. A primeira se estendeu de 1990 a 1999, sob uma conjuntura marcada pelo superaquecimento econômico e pelo elevado nível de incertezas, que exigiu da autoridade monetária uma atuação firme, priorizando a construção da credibilidade em detrimento da flexibilidade, como forma de sinalizar aos agentes seu compromisso com a estabilidade de preços e sua autonomia em relação às pressões políticas, bem como de ancorar as expectativas de inflação (MORANDÉ, 2001). Nesse sentido, o banco central do Chile estabeleceu um horizonte de curto prazo para a meta de inflação (no mês de dezembro de cada ano) e adotou metas pontuais, sem cláusulas de escape, baseadas no amplamente conhecido Índice de Preços ao Consumidor, o IPC.

Concomitantemente, a autoridade monetária buscou o equilíbrio da meta de inflação com outros objetivos (uma meta explícita para câmbio e uma meta implícita para o déficit em conta corrente), o que reduziu significativamente a flexibilidade do arranjo monetário, podendo apresentar repercussões sobre a credibilidade. Por conta desses elementos, essa fase foi marcada pelo gradualismo, cujo objetivo prioritário de reduzir a inflação foi conduzido de forma a preservar níveis razoáveis de crescimento. Assim, na medida em que a inflação convergiu ao patamar desejado, acompanhada da consolidação da credibilidade da autoridade monetária, o regime de metas tornou-se mais flexível, ao passo que o horizonte para cumprimento destas tornou-se mais reduzido.

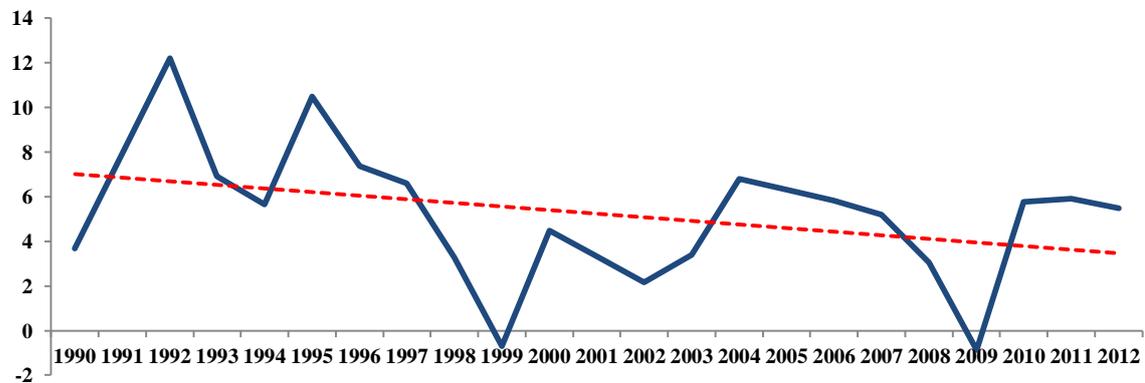
Desse modo, a segunda fase do regime de metas adotado pelo Chile teve início em 1999, com a inflação convertendo-se na única meta formal e explícita do banco central (MORANDÉ, 2001, p. 42). A partir de então, o arranjo monetário chileno completou sua operacionalização, aprimorando a transparência, através da publicação de relatórios de inflação, constituídos de previsões do Banco Central para a inflação e crescimento futuros, e do calendário das reuniões de política monetária, com seis meses de antecedência. No ano 2000, quando o país alcançou a convergência da taxa de inflação para um nível considerado de estabilidade de longo prazo, foi anunciada a meta de inflação, de 3% e intervalo de tolerância entre 2% e 4%, com um prazo indefinido e horizonte de convergência de dois anos, a qual vigora até o presente momento.

De maneira geral, a experiência chilena com o regime de metas de inflação tem se mostrado exitosa, já que o objetivo prioritário de reduzir e estabilizar o nível de preços doméstico foi, gradualmente, alcançado, conservando taxas relevantes de crescimento econômico, embora cadentes, conforme pode ser observado nos gráficos 4a e 4b a seguir. Com efeito, a taxa anual média de inflação ao consumidor chileno, que era de 27,2% quando da adoção do referido arranjo, manteve-se em torno de 3% na última década, salvo desvios pontuais, diante de eventos adversos, observados no auge da crise financeira. O crescimento do PIB, nesse contexto, manteve ritmo próximo a 5% no mesmo período, cabendo a mesma ressalva quanto aos desvios observados.

Gráfico 4a: Inflação anual em % medida pelo IPC do Chile de 1990 – 2012



Fonte: *National Statistics*, May 2013.

Gráfico 4b: Crescimento anual em % do PIB Real do Chile de 1990 – 2012

Fonte: *National Statistics, May 2013.*

3.1.2.2 Israel

Tal qual o Chile, Israel também conviveu com elevadas taxas de inflação. Como parte de um processo de estabilização iniciado em 1985, após a guerra do Líbano, quando a economia israelense convivia com taxas de inflação próximas a 20% ao ano e elevados déficits nas contas públicas e na balança comercial, o regime de metas de inflação foi introduzido em 1991. A partir de então, as metas de inflação passaram a exercer a função de âncora nominal da política monetária, ao passo que a taxa de câmbio, gradualmente, passou a flutuar entre bandas, até que, em 2005, tornou-se livre para flutuação.

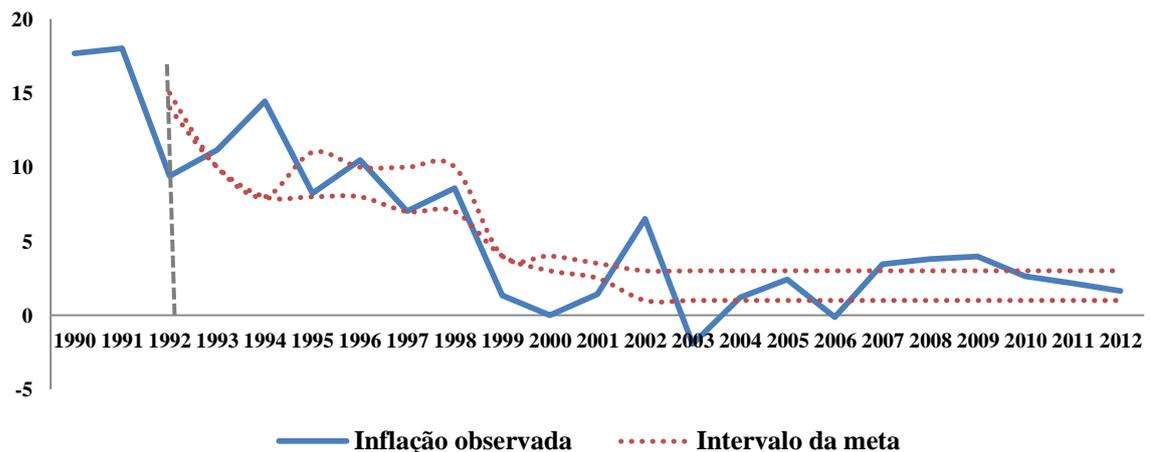
A inflação oficial de Israel é medida pelo Índice de Preços ao Consumidor e a meta de inflação é determinada com base em uma banda estreita ou um alvo específico. A modificação da meta para o ano seguinte é estabelecida a partir do desvio observado no ano anterior. Conforme explica Giambiagi; Mathias; Velho (2006, p. 454), em dezembro de 1994, a inflação israelense atingiu 14,5%, ou seja, 6,5 pontos percentuais acima da meta pontual preestabelecida. No ano seguinte, a meta do ano anterior viraria o piso da meta de 1995 (8% - 11%). Esse mecanismo atribuiu ao arranjo israelense a particularidade de adaptação a características próprias de sua economia, tais como a maior vulnerabilidade a choques, comum às economias emergentes, preservando a transparência e a credibilidade do sistema.

Dessa forma, apesar de alguns desvios em relação à meta, a experiência israelense com o regime de metas mostrou-se bem sucedida na condução da inflação em direção a níveis semelhantes aos vigentes nas economias avançadas. Ademais, as expectativas de inflação

recuaram significativamente a partir do primeiro anúncio de política monetária sob o novo regime e, de modo geral, mantiveram-se ancoradas ao longo do tempo.

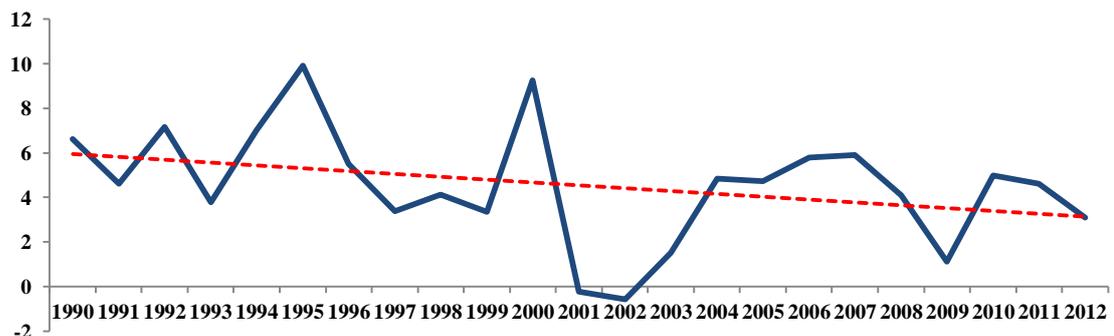
Conforme pode ser observado no gráfico 5a, entre 1992 e 1998, a inflação média anual ficou próxima a 10% e as metas foram cumpridas ou apresentaram uma divergência inferior a 1%. Já no período entre 1999-2001, a inflação média recuou para uma taxa abaixo de 1,5% ao ano. Nos últimos anos, a inflação tem se mantido em níveis reduzidos, em média próximos a 3% ao ano, e, portanto, dentro do intervalo estipulado para a banda de variação, entre 1,0% e 3,0%. Cabe notar, por fim, que o referido processo de redução e estabilização da inflação israelense foi acompanhado por taxas relevantes de expansão do PIB, ainda que cadentes (gráfico 5b).

Gráfico 5a: Inflação anual em % medida pelo IPC de Israel de 1990 – 2012



Fonte: *National Statistics, May 2013.*

Gráfico 5b: Crescimento anual em % do PIB Real de Israel de 1990 – 2012



Fonte: *National Statistics, May 2013.*

3.1.2.3 México

Na esteira de mudanças importantes na política monetária de economias avançadas e emergentes, a adoção do regime de metas de inflação foi oficialmente anunciada em 2001, pelo Banco do México (BM). Para tanto, após a crise financeira que afetou a economia mexicana em 1995, o principal objetivo de política econômica passou a ser a promoção da estabilidade da economia do país, num contexto de elevada vulnerabilidade externa, agravada pela rigidez cambial e pelos elevados déficits em conta corrente; de fragilidade da regulação e supervisão do sistema bancário; e de inflação em alta. Com efeito, neste mesmo ano, o BM adotou o regime de câmbio flutuante e a política monetária passou a exercer a função de âncora nominal, com base em metas para agregados monetários. No entanto, de acordo com Carstens e Werner (1999), esta estratégia de política monetária mostrou-se frágil, sobretudo pela dificuldade enfrentada pelo BM em controlar a base monetária no curto prazo e ancorar as expectativas de inflação, bem como pela instabilidade na velocidade de circulação da moeda em períodos de crise, o que levou o BM a estabelecer uma nova âncora para a política monetária, fixando metas anuais para o crescimento do crédito líquido. Dessa forma, o principal instrumento de controle da taxa de juros mexicana passou a ser a determinação de metas para os depósitos dos bancos comerciais⁷.

A partir de 1998, a autoridade monetária mexicana deu início ao processo de transição gradual ao regime de metas de inflação. Para tanto, o BM tinha como desafio, além de manter a estabilidade financeira do país, melhorar a transparência e a eficácia da política monetária (MARTÍNEZ, 2008, p. 96). Nesse sentido, os anúncios das decisões de política monetária, juntamente com suas razões, passaram a constar nas publicações do BM, cujo teor mostrou-se mais claro e detalhado, sinalizando de forma mais efetiva as intenções da autoridade monetária e refletindo positivamente na evolução das expectativas. Em 1999, foi definido como meta para a inflação de médio prazo a sua convergência aos níveis internacionais. Em 2000, o processo de melhora da transparência foi reforçado com a publicação de relatórios

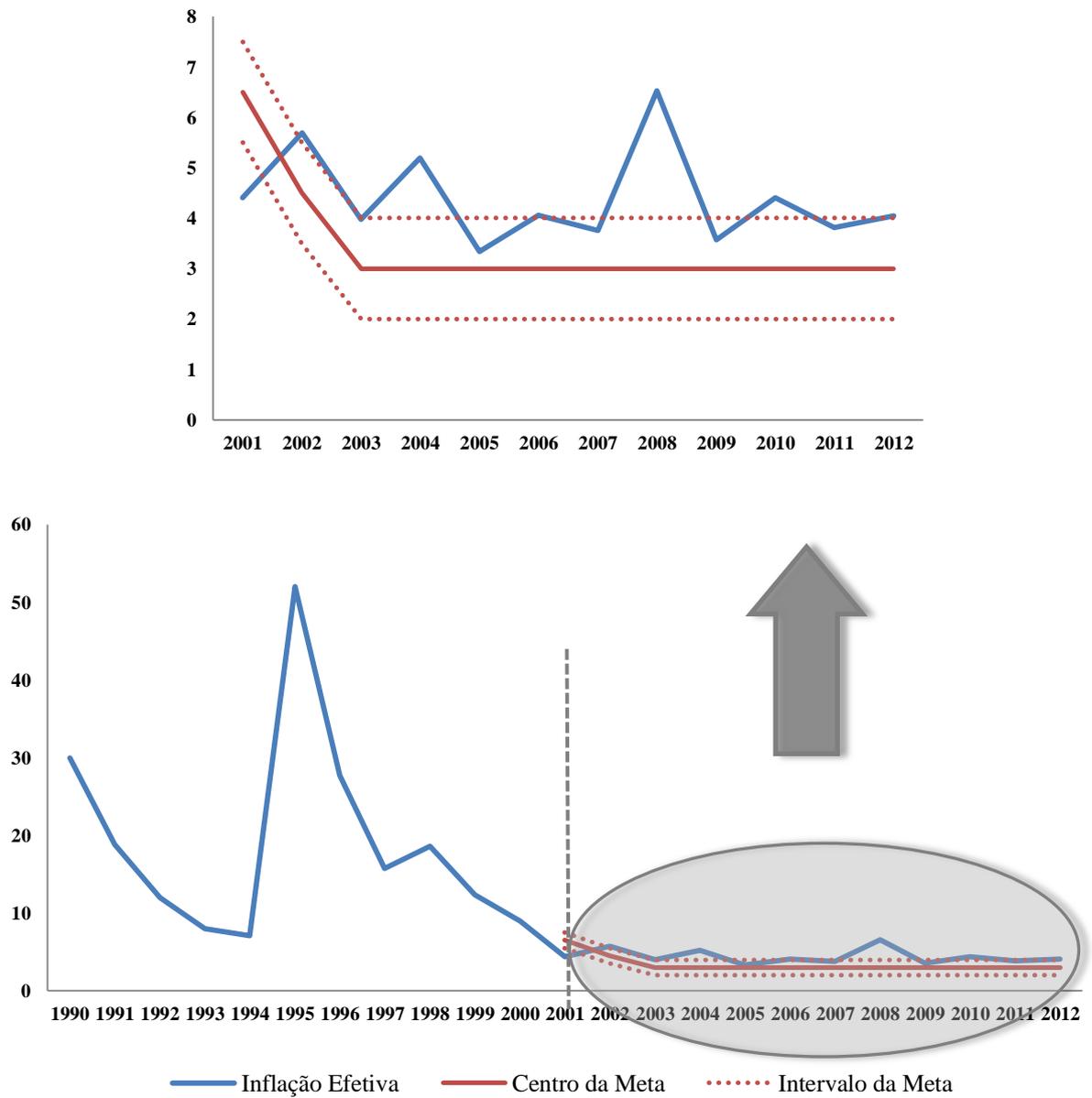
⁷ Na maior parte dos países, a taxa de juros de curto prazo da economia é determinada com base em uma meta, estabelecida pela autoridade monetária, a qual é acompanhada de operações de mercado aberto que induzem a movimentação das taxas na direção desejada. No México, por outro lado, a taxa de juros não era diretamente determinada pelo BM. Conforme Carstens e Werner (1999), este induzia alterações nos juros a partir do estabelecimento de meta para as reservas bancárias dos bancos comerciais. Ou seja, a partir da alteração nas condições de resgate e remuneração das reservas obrigatórias, o BM conduzia o deslocamento da taxa de juros ao patamar desejado. Esse mecanismo foi denominado “corto” e foi utilizado até 2008, quando a política monetária passou a ser instrumentada por uma meta operacional para a taxa de juros *overnight*.

trimestrais de inflação, incluindo, entre outros aspectos, o detalhamento das principais fontes de pressões inflacionárias. Além disso, no mesmo ano, foi introduzido, como importante elemento de análise do comportamento da inflação, o conceito de núcleo de inflação, particularmente importante para a avaliação de choques inflacionários (MARTÍNEZ, 2008, p. 96). Finalmente, em 2001 o sistema de metas de inflação foi adotado formalmente. E em 2002 foi estabelecida uma meta para a inflação de longo prazo, com base no índice de preços ao consumidor (IPC), definida em 3,0% ao ano, com um intervalo de variação de 1,0% para mais ou para menos. Desde 2003, os anúncios de política monetária passaram a ser feitos em datas pré-estabelecidas.

Conforme Francia e García (2005, p. 2), a experiência mexicana com o sistema de metas de inflação é interessante, pois representa uma economia emergente, sob um regime de câmbio flexível, que se mostrou capaz de reduzir a inflação doméstica de quase 52%, em 1995, para algo próximo a 3% em 2003, conforme pode ser observado no gráfico 6a. Com base nos mesmos autores, tendo em vista uma política monetária sustentada nos princípios do regime de metas de inflação, a experiência mexicana sugere que, dada uma situação de não dominância fiscal⁸, tal arcabouço impõe maior disciplina à condução da política monetária e, dessa forma, tende a exercer, adequadamente, a função de âncora nominal da economia. Ademais, ainda que o processo de redução inflacionária seja anterior à implementação oficial do sistema de metas e que o objetivo de longo prazo estabelecido para a trajetória inflacionária não tenha sido plenamente atingido, a inflação mexicana vem sendo mantida baixa e estável, acompanhada de taxas relevantes, embora decrescentes, de crescimento do PIB, em média próximas a 3,0% ao ano (gráfico 6b).

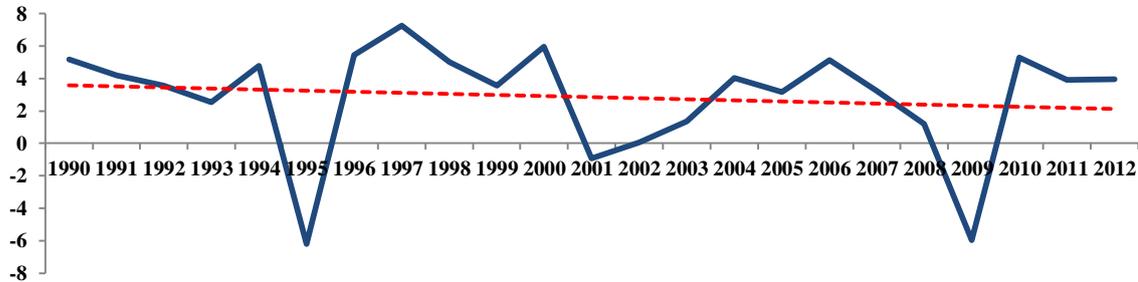
⁸ De maneira simplificada, uma economia estará sujeita à dominância fiscal quando a preocupação com a sustentabilidade da política fiscal influenciar as decisões da política monetária.

Gráfico 6a: Inflação anual em % medida pelo IPC do México de 1990 – 2012



Fonte: *National Statistics, May 2013.*

Gráfico 6b: Crescimento anual em % do PIB Real do México de 1990 – 2012



Fonte: *National Statistics, May 2013.*

3.1.2.4 Uma Avaliação Final

Em linhas gerais, as evidências obtidas pela análise de algumas experiências internacionais relevantes com o regime de metas de inflação apontam para o fato de que o arranjo institucional do sistema é de natureza crucial para o seu sucesso. Nesse sentido, regimes bem estruturados, como o da Nova Zelândia, Canadá e Reino Unido, alcançaram maior credibilidade e passaram a gerar os estímulos corretos à economia e reduzir a perversidade dos choques adversos.

Embora com arranjos institucionais e operacionais bastante distintos, o exame de tais experiências internacionais sugere que o regime de metas de inflação pode estar sendo bem sucedido nesses países, ajudando a manter a inflação baixa e estável e proporcionando níveis relevantes de crescimento econômico em cada um deles. Novamente de acordo com Mishkin e Posen (1997), isso é possível na medida em que o regime de metas de inflação não impede que a autoridade monetária defina políticas visando outros resultados econômicos, tais como o controle da taxa de câmbio e o crescimento econômico. Contudo, deve-se mencionar que, à exceção do Canadá, nos demais países analisados, observaram-se trajetórias declinantes de crescimento, que se choca com a ideia de que o regime sustentaria taxas de crescimento elevadas no longo prazo. Adicionalmente, Ball e Sheridan (2003) apresentam resultados sugerindo que, nos países que adotaram o regime de metas de inflação, as expectativas dos agentes quanto à trajetória da inflação passaram a responder menos às oscilações da inflação corrente e esta, por sua vez, passou a responder menos às oscilações dos preços das commodities, sugerindo uma maior ancoragem da inflação.

Por outro lado, é interessante notar que, entre os países analisados, observou-se que, a despeito de uma menor volatilidade das taxas de inflação, houve maior variabilidade nas taxas de crescimento do produto dessas economias, além das trajetórias declinantes de longo prazo. De acordo com Biondi e Toneto Junior (2005), esse comportamento do crescimento médio do produto dos países que adotaram o sistema de metas de inflação está relacionado à realização de políticas monetárias mais agressivas pelas autoridades monetárias desses países, com vistas à estabilidade de preços. De acordo com esses autores, a necessidade de ações mais agressivas de política monetária mostra-se associada ao nível de credibilidade atribuído à própria autoridade monetária, à propensão dos países à dominância fiscal e financeira e à rigidez na implementação do regime de metas, resultando em maiores custos de convergência das taxas de inflação às metas. Esse elevado custo no processo de convergência das taxas de inflação para a meta está presente principalmente no desempenho das economias emergentes, na medida em que se mostram mais propensas à dominância fiscal e financeira, a choques externos e a problemas de credibilidade das autoridades monetárias. Neste particular, interessante notar que os desdobramentos de políticas monetárias mais austeras sobre a atividade econômica de países que adotaram o regime de metas de inflação parecem sugerir que a busca pela credibilidade pode resultar em consequências negativas para a economia.

Embora não tenham sido observadas evidências de que esse arranjo de política monetária tenha produzido, no longo prazo, efeitos econômicos indesejáveis às economias que o adotaram, a eficácia do regime de metas de inflação ainda continua sob análise por tratar-se de uma estratégia de política monetária relativamente recente, a qual, conforme alguns analistas, não oferece evidências suficientemente claras de sua eficiência no combate à inflação e no desempenho econômico dessas economias. Sicsú (2002b), por exemplo, destaca em seu trabalho que o regime de metas não foi responsável pela queda da inflação nos países desenvolvidos onde este foi adotado. Segundo ele, todos esses países, com exceção do Canadá, já apresentavam uma trajetória decrescente do nível de preços anteriormente à implementação desse sistema.

Na mesma linha, Ball e Sheridan (2003) advertem que não há evidências de que o arranjo de metas de inflação melhore o desempenho econômico dos países que o adotaram. Conforme os autores, uma possível interpretação para esse resultado é que tanto os países que adotam o referido arranjo quanto os que não o adotam perseguem políticas de taxas de juros semelhantes e que estas não mudam significativamente por conta do comprometimento com uma meta explícita de inflação. Portanto, nas palavras dos mesmos autores, indicar supressão de texto “[...] se a meta não muda o comportamento dos instrumentos de política monetária,

não é surpreendente que os resultados econômicos também não mudem consideravelmente.” (BALL; SHERIDAN, 2003, p. 30). Com base nesse resultado, os autores sugerem que os aspectos formais e institucionais do sistema de metas, tais como os anúncios públicos de metas, os relatórios de inflação, o reforço da independência dos bancos centrais, não são importantes, de modo que os países que o adotam não teriam benefícios em perseguir metas explícitas.

Em suma, o que se pode concluir, preliminarmente, é que de fato existem evidências de que o processo de declínio das taxas de inflação teve início anteriormente à implementação do regime de metas pelos países analisados. Por outro lado, após a adoção oficial do referido arranjo, observou-se uma menor volatilidade do nível de preços, bem com sua manutenção em patamares mais baixos. No entanto, com base nos dados observados, seria prematuro assegurar a existência de uma relação clara entre este resultado e a efetividade do arranjo de política monetária adotado nesses países. De qualquer forma, parece plausível argumentar que a credibilidade desempenha um papel central no regime de metas, o qual, uma vez adotado, requer compromisso com o cumprimento das metas no horizonte definido da convergência das taxas de inflação.

4 A EXPERIÊNCIA BRASILEIRA COM AS METAS DE INFLAÇÃO

4.1 TRANSIÇÃO PARA O REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO

Durante muito tempo a economia brasileira conviveu com elevadas taxas de inflação e com diferentes planos de estabilização econômica. No período de 1986 a 1994, tivemos, ao todo, cinco planos econômicos: Plano Cruzado, Plano Bresser, Plano Verão, Plano Collor e Plano Real. No entanto, somente após a implementação do Plano Real (1994), iniciou-se o processo sustentado de estabilização de preços.

O elemento central do Plano Real foi a criação da âncora cambial, a exemplo de outros países da América latina, tendo como objetivo principal o controle inflacionário pelo lado da demanda. Nesse sentido, foi anunciado, oficialmente, no momento da implantação do Plano Real, apenas o limite superior para a taxa de câmbio entre o real e o dólar como equivalente a R\$ 1 por US\$ 1, já que a institucionalização do regime de bandas, com a determinação oficial de limites superiores e inferiores para a taxa de câmbio, somente ocorreu a partir do primeiro trimestre de 1995, como será visto adiante.

Entre os meses de julho e setembro de 1994, não foram feitas intervenções no mercado de câmbio. Assim, o aumento no fluxo de capitais, favorecido pelas elevadas taxas de juros, levou a uma apreciação substancial da taxa de câmbio, caindo para algo em torno de R\$ 0,85 por US\$ 1. Tendo em vista as consequências da apreciação cambial sobre a balança de transações correntes, em setembro, o Banco Central do Brasil (BCB) realizou sua primeira intervenção e anunciou, em outubro, informalmente, os limites superior e inferior para as variações do câmbio, fixados em R\$0,86 por US\$ 1 e R\$ 0,82 por US\$ 1, respectivamente.

Finalmente, em 06 de março de 1995, foi adotado, formalmente, o regime de bandas cambiais pelo BCB, o qual estabeleceu os limites de flutuação entre R\$ 0,86 por US\$ 1 e R\$ 0,90 por US\$ 1. Em seguida, algumas correções incidiram sobre estes limites, de maneira que passou a prevalecer um sistema de bandas móveis, semelhante ao antigo sistema de minidesvalorizações.

Os efeitos de um programa de estabilização econômica ancorado no câmbio sobre a economia brasileira já eram, de certa forma, previsíveis, se levarmos em consideração alguns aspectos importantes, presentes também nas experiências de outros países. O primeiro deles é que a manutenção de taxas de câmbio sobrevalorizadas incentiva a importação de bens e serviços e desestimula as exportações, gerando déficits no balanço comercial e de transações correntes. Tal situação deve ser financiada com superávits na conta financeira, por meio de

ingresso de capitais externos sob a forma de investimentos diretos, de capitais de *portfolio* (de curto prazo) e/ou pela contratação de novos empréstimos junto ao sistema financeiro internacional. Desse modo, há uma necessidade de manutenção das taxas de juros internas em níveis elevados em relação às demais taxas praticadas no resto do mundo, em função de que as primeiras são responsáveis pela ampliação das reservas internacionais, o que dá sustentabilidade ao plano de estabilização. No entanto, esse mesmo fato se traduz em baixos níveis de investimento, que, por sua vez, se reflete na elevação das taxas de desemprego, e no agravamento dos déficits públicos. Todos esses aspectos aumentam a vulnerabilidade do país a ataques especulativos à moeda nacional.

De acordo com Silva (2002), já no final de 1998, passou-se a observar, no Brasil, uma situação de iminente ataque especulativo. Todos os aspectos, descritos acima, pareciam estar presentes. Somadas a isso, a crise dos países asiáticos em 1997 e a moratória russa em 1998 encontraram, no Brasil, um ambiente fiscal muito deteriorado, relacionado entre outros fatores com a defesa da política cambial, deflagrando-se, então, uma crise de confiança, que gerou uma fuga de capitais dos países emergentes, em geral, e do Brasil, em particular, em 1999, embora as reservas já sofressem quedas desde meados dos anos 1990.

Com a capacidade esgotada para sustentar a taxa de câmbio “fixa”, o BCB tentou promover uma desvalorização controlada do Real, mais precisamente na segunda semana de janeiro de 1999. Entretanto, a contínua perda de reservas em face do alto grau de incertezas dos agentes financeiros em relação à trajetória futura da economia brasileira fez com que as autoridades monetárias permitissem, em meados de 1999, a livre flutuação do câmbio.

A implementação da nova política cambial foi acompanhada por uma rápida desvalorização da taxa de câmbio, o que refletiu imediatamente nos preços negociados no atacado, devido a sua maior suscetibilidade a variações cambiais. Diante desse cenário, em março de 1999, toma posse a nova diretoria do BCB pautando seu comprometimento com o controle da taxa de inflação. Nesse sentido, foram determinadas as diretrizes da política econômica, cujos objetivos principais eram:

- a) controlar as expectativas de inflação, reduzindo o grau de incerteza a curto prazo;
- b) adotar metas formais de inflação.

De acordo com a Ata da 33ª Reunião do Comitê de Política Monetária (COPOM), a estabilidade de preços em um regime de câmbio flutuante é garantida pela disciplina fiscal sustentada e por um sistema de gerenciamento monetário compatível. Como a política fiscal é dada no curto prazo, o instrumento efetivo de controle às pressões inflacionárias deve ser a taxa de juros. Por essa razão, na referida reunião do COPOM, realizada em 04 de março de 1999, foi determinada a elevação da taxa Selic (Sistema de Liquidação e Custódia) de 39% para 45% a.a., com viés de redução. A adoção do procedimento de definição de viés para a taxa de juros, a exemplo do *Federal Reserve*, visou sinalizar aos agentes de mercado que, se fossem confirmadas as expectativas do COPOM em relação à evolução da economia, haveria condições de se reduzir as taxas de juros praticadas no mercado futuro.

Considerando o novo regime cambial, era necessário transmitir à sociedade a capacidade de atuação do BCB e seu comprometimento com a estabilidade de preços, através da implementação de uma âncora nominal para a política monetária, e, nesse sentido, existiam três alternativas possíveis. A primeira delas seria uma âncora monetária, que, no entanto, mostrou-se pouco aconselhável tendo em vista o fato de que a relação entre inflação e moeda não é uma relação estável, podendo gerar ainda mais incertezas no mercado. Uma segunda opção seria uma política totalmente discricionária, sem qualquer âncora nominal explícita. Contudo, de acordo com Fraga, Goldfajn e Minella (2003) e Leal e Feijó (2011), dado o ambiente de instabilidade, fazia-se necessária uma política econômica mais transparente e com maior grau de comprometimento por parte das autoridades monetárias. A terceira alternativa seria o regime de metas de inflação, que, de maneira geral, tenderia a atender a essas necessidades, tendo em vista que uma das principais características deste regime é o grau de transparência e de comprometimento das autoridades monetárias com o cumprimento das metas. O grau de comprometimento é justamente o que determina a credibilidade do arranjo.

De acordo com Bogdanski, Tombini e Werlang (2000, p.9),

The new floating exchange rate clearly required a new nominal anchor for economic policy. Monetary policy, along with strengthened fiscal adjustment and a firm wage policy in the public sector, would be instrumental in preventing the recurrence of an inflationary spiral and ensuring a rapid deceleration of the rate of inflation. Inflation Targeting (IT) was the most suited framework to achieve economic stabilization under a flexible exchange rate regime, with the target itself playing the role of the nominal anchor. With sound arguments, it was not difficult to convince the President, the Finance Minister, and their senior economic advisors that inflation target could work well in Brazil. The IMF staff was most receptive to the proposed new framework for monetary policy, and showed interest in organizing an international seminar on IT, where the discussions could benefit from the experience of a number of central banks and academics.

No entanto, o BCB ainda não dispunha de um grupo de economistas capacitados para gerir esse novo arranjo monetário, nem mesmo um Departamento específico responsável pelo mesmo. Além disso, no campo institucional, faziam-se necessárias algumas importantes mudanças, tais como a garantia ao BCB de independência de instrumentos para conduzir a política monetária, e a implementação da Lei de Responsabilidade Fiscal.

Apesar da estrutura incipiente do regime de metas de inflação no Brasil, o cenário econômico no qual o País estava imerso, contribuiu para a implementação prematura desse arranjo. Ao final do primeiro semestre de 1999, foram observadas saídas de capitais estrangeiros, aplicados em renda fixa, em função da incidência de CPMF (a partir de 16 de junho de 1999) e do fim da isenção do IR (a partir de primeiro de julho de 1999) sobre tais investimentos. Somado a isso, aumentavam as preocupações em relação à percepção, por parte dos investidores internacionais, de um aumento do risco associado aos países emergentes, decorrente das políticas econômicas adotadas pelos Estados Unidos, Europa e Japão, e seus possíveis impactos sobre a economia brasileira. Diante disso, era necessário sinalizar aos agentes de mercado o comprometimento das autoridades monetárias brasileiras com a estabilização do nível de preços, antecipando a institucionalização do regime de metas de inflação e, ao mesmo tempo, eliminando a possibilidade de aperfeiçoamento gradual para a sua implementação, tal qual ocorreu no Chile, em um contexto que exigiu da autoridade monetária deste país uma atuação firme, priorizando a construção da credibilidade.

4.2 O COMPORTAMENTO DA INFLAÇÃO SOB O REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO NO BRASIL

O regime de metas de inflação foi formalmente implementado no Brasil em 21 de junho de 1999, pelo decreto nº 3.088. Este atribuía ao Conselho Monetário Nacional (CMN) a responsabilidade de fixar as metas para a inflação e os respectivos intervalos de tolerância, mediante proposta do Ministro da Fazenda. Ao BCB foi atribuída a responsabilidade de executar as políticas necessárias ao cumprimento das metas fixadas. Em caso de descumprimento das metas, o Presidente do BCB deverá publicar as razões do descumprimento, através de uma carta aberta ao Ministro da Fazenda, onde irão constar as descrições detalhadas das causas do descumprimento, bem como as medidas a serem adotadas a fim de trazer a inflação de volta aos limites estipulados e em quanto tempo tais medidas produzirão efeito. Além disso, ficou sob responsabilidade do BCB a publicação de um

relatório trimestral, abordando o desempenho do regime de metas de inflação, os resultados das decisões passadas de política monetária e as perspectivas para a inflação.

Em 30 de junho, com a resolução 2.615, foram fixadas as metas para a inflação e seus respectivos intervalos de tolerância, bem como definido o índice de preços ao qual se relacionam, para os anos de 1999, 2000 e 2001.

O índice escolhido para mensurar a inflação foi o Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), calculado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), sem qualquer tipo de expurgo.

Quanto ao estabelecimento das metas, foram fixadas em 8%, 6% e 4%, cada uma delas com intervalos de tolerância de 2% para mais e para menos, para os anos de 1999, 2000 e 2001, respectivamente. Posteriormente, foram determinadas as metas para os períodos seguintes, seguindo a determinação de que todas as metas fossem divulgadas com um ano e meio de antecedência, conforme mostra a Tabela 2.

Tabela 2: Trajetória do IPCA

Ano	Meta %	Teto %	Inflação Efetiva (IPCA % a.a.)
1999	8	10	8,94
2000	6	8	5,97
2001	4	6	7,67
2002	3,5	5,5	12,53
2003*	4	6,5	9,30
2004*	5,5	8	7,60
2005	4,5	7	5,69
2006	4,5	6,5	3,14
2007	4,5	6,5	4,46
2008	4,5	6,5	5,90
2009	4,5	6,5	4,31
2010	4,5	6,5	5,91
2011	4,5	6,5	6,50
2012	4,5	6,5	5,84

Fontes: Banco Central, IBGE.

* Metas alteradas pelo CMN.

Conforme pode ser observado na Tabela 2, nos dois primeiros anos sob o regime de metas de inflação o objetivo foi alcançado. Em 1999, embora a meta pontual não tenha sido alcançada, a taxa de inflação acumulada em 12 meses, medida em 8,94%, ficou dentro do intervalo de tolerância de 2 pontos percentuais acima da meta. O mesmo ocorreu no ano 2000, ficando a taxa de inflação um pouco abaixo da meta pontual, definida em 6%, mas, também, dentro do intervalo de tolerância de 2%.

Como fica claro a partir da leitura das atas do COPOM, nos três anos seguintes do programa, a inflação medida pelo IPCA atingiu 7,67%, 12,53% e 9,30% nos anos de 2001, 2002 e 2003, respectivamente, situando-se acima do teto estipulado para cada ano. As causas para o não cumprimento das metas neste período, as providências a serem tomadas para que a inflação retornasse aos limites estipulados, assim como o prazo para que tais providências produzissem efeito, foram devidamente publicadas, por meio de carta aberta ao Ministro da Fazenda, em cumprimento ao estabelecido no decreto 3.088, de 21 de junho de 1999, referido anteriormente. Nos anos de 2004 a 2012, as metas para a inflação foram alcançadas, embora quase sempre em seus respectivos intervalos superiores, à exceção dos anos de 2006 (intervalo inferior), 2007 (centro da meta) e 2009 (centro da meta).

No ano de 2001, importantes choques atingiram a economia brasileira, o que, de acordo com Silva e Portugal (2002), explica o não cumprimento da meta de inflação para este ano e o baixo desempenho econômico em relação ao ano de 2000. No âmbito externo, os ataques terroristas de 11 de setembro, a desaceleração da economia mundial e os reflexos provenientes da crise argentina geraram fortes pressões cambiais, dada a necessidade de maior ajuste nas contas externas do Brasil. E no âmbito interno, a economia brasileira foi marcada pela crise de energia e pelo acentuado crescimento dos preços administrados por contrato, principalmente, das tarifas de energia elétrica.

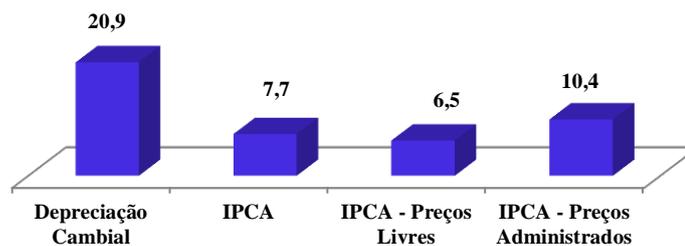
A recessão norte-americana, ocasionada pelos ataques terroristas de 11 de setembro, ao intensificar a desaceleração da economia global, implicou o aumento da dificuldade para exportar e a queda dos investimentos estrangeiros para o Brasil. Este fato pode ser explicado pela percepção de piora no perfil do balanço de pagamentos brasileiro, o que resultou em uma severa desvalorização da taxa de câmbio, da ordem de 20,9%, em média, ao longo de 2001, agravada, ainda mais, pelos reflexos da crise Argentina no mesmo período.

A crise de energia, pela qual passou o país no ano de 2001 e início de 2002, agravou ainda mais a situação econômica do País. Mesmo que seus efeitos não tenham sido tão graves quanto o previsto, em função da racionalização e da redução do desperdício de energia, tal crise provocou pressão adicional sobre a taxa de câmbio, na medida em que aumentou a incerteza sobre a evolução futura da economia brasileira.

Esse conjunto de choques, sofrido pela economia brasileira em 2001, desencadeou trajetórias da taxa de câmbio e dos preços administrados por contrato diferentes das previstas pelo BCB. Ao final do ano de 2001, a inflação dos preços administrados atingiu 10,4%, acima da inflação dos preços livres de 6,5% e da inflação do IPCA de 7,7%, conforme o Gráfico 7. O crescimento acentuado desses preços contribuiu, significativamente, para a inflação do

IPCA, na medida em que há uma participação, bastante significativa, dos preços administrados na formação deste índice, cerca de 24% em 2001. É interessante salientar que preços administrados por contrato são definidos como aqueles cuja sensibilidade a fatores de oferta e demanda é menor, mas não necessariamente aqueles preços que são diretamente regulados pelo governo.⁵

Gráfico 7: Depreciação cambial e inflação em 2001 (% ao ano)



Fonte: Banco Central do Brasil - Atas do Copom, 67ª Reunião, 2002.

No ano de 2002, as causas para o não cumprimento da meta para a inflação estiveram relacionadas a um cenário econômico marcado por uma severa desvalorização da taxa de câmbio, impulsionada pelo aumento da aversão ao risco nos mercados internacionais e, principalmente, pela grave crise de confiança enfrentada pelo país, em função das incertezas em relação à direção futura da economia brasileira sob um novo governo.

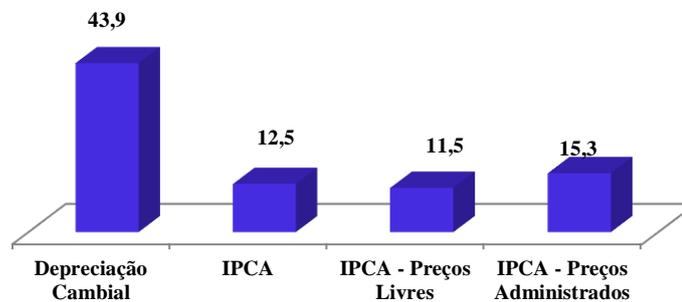
Na segunda metade de 2002 e, mais especificamente, nos últimos três meses do ano, esses aspectos atuaram na economia brasileira com maior intensidade. A desvalorização da taxa de câmbio acumulada nos doze meses do ano foi de 43,9%, sendo fortemente influenciada por fatores internos e externos. Internamente, o aumento das incertezas em relação à evolução da economia brasileira, resultante, principalmente, do processo eleitoral, contribuiu para o aumento da aversão ao risco. A percepção de risco maior afetou significativamente a economia do País, na medida em que reduziu bruscamente o fluxo de capitais estrangeiros, refletindo, por sua vez, na deterioração das contas de investimentos diretos, empréstimos e financiamentos, capitais de curto prazo e ativos. Externamente, a desvalorização do câmbio foi influenciada, entre outros fatores, pelo baixo crescimento mundial, pelos problemas contábeis ocorridos em grandes empresas americanas e pela

⁵ O grupo dos produtos com preços administrados inclui, entre outros itens, eletricidade, gasolina, telefone fixo, ônibus urbano, plano de saúde, água e esgoto e gás de botijão.

perspectiva de uma nova guerra no Golfo, que aumentaram a aversão ao risco, com consequente redução da liquidez internacional.

Todas essas dificuldades enfrentadas pelo País ao longo do ano de 2002 tiveram impactos significativos sobre as expectativas de inflação, que se deterioraram rapidamente a partir de setembro, atingindo 11% no final do mesmo ano. Este fato, somado ao crescimento acentuado dos preços administrados por contrato, de 15,3%, contribuiu significativamente para a elevação da inflação do IPCA, de 12,5%, conforme mostra o Gráfico 8, distanciando-a, ainda mais, da meta central muito otimista de 3,5% estipulada para o ano.

Gráfico 8: Depreciação cambial e inflação em 2002 (% ao ano)

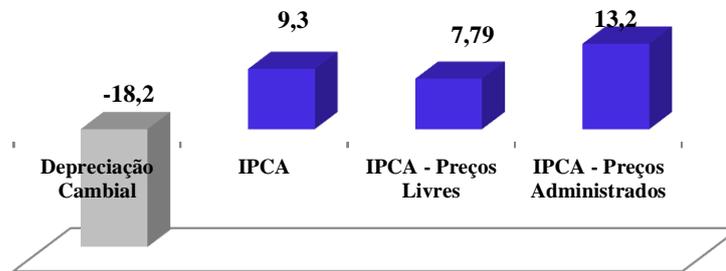


Fonte: Banco Central do Brasil - Atas do Copom, 80ª Reunião, 2003.

No ano de 2003, a maior parcela da inflação ocorreu nos primeiros meses do ano, refletindo os mesmos fatores que levaram à aceleração inflacionária no ano anterior. Isso significa que os mecanismos de inércia inflacionária fizeram com que boa parte da inflação do último trimestre de 2002 também tivesse efeito sobre a inflação do primeiro trimestre do ano seguinte, contribuindo para o não cumprimento da meta naquele ano.

Da mesma maneira que em 2002, as expectativas de inflação, embora decrescentes, continuavam exercendo pressão significativa sobre os preços, dado que os agentes econômicos, diante de incertezas em relação à trajetória inflacionária futura, continuaram a incorporar aos preços e salários expectativas de uma inflação ainda elevada, resultando em elevação dos preços correntes. Somada a isso, a inflação em 2003 ainda sofreu os efeitos da desvalorização cambial, ocorrida no ano anterior, devido às defasagens inerentes ao mecanismo de repasse cambial, mais acentuadas para os preços administrados. Semelhantemente ao observado nos anos anteriores, a inflação dos preços administrados, de 13,20%, foi superior à inflação do IPCA, de 9,30%, e à inflação dos preços livres de 7,79%, conforme mostra o Gráfico 9. Os produtos com preços administrados por contratos que tiveram os maiores reajustes em seus preços foram ônibus, energia elétrica e telefone, pressionando significativamente o índice de inflação.

Gráfico 9: Depreciação cambial e inflação em 2003 (% ao ano)



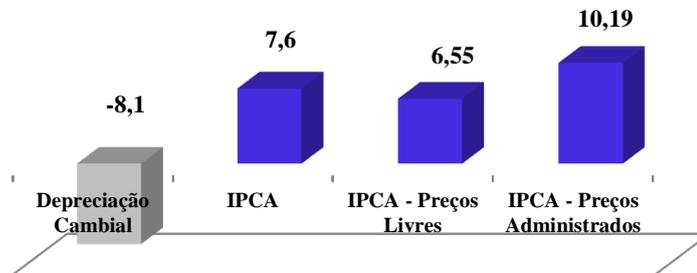
Fonte: Banco Central do Brasil - Atas do Copom, 92ª Reunião, 2004.

Em 2004, o cenário macroeconômico doméstico foi marcado pela confirmação da forte recuperação da economia, com expansão de produção, vendas e emprego, com reflexo na rápida redução do grau de ociosidade da economia, o chamado *hiato do produto*, a despeito da recuperação do nível de investimentos em relação ao nível deprimido dos anos anteriores, o que representou, segundo o COPOM, um risco considerável à convergência da inflação às metas estabelecidas. No ambiente externo, a acomodação das turbulências nos mercados internacionais, em função da estratégia gradual de aperto monetário consolidada pelo *Federal Reserve*, com o objetivo de atingir a taxa de juros de equilíbrio de longo prazo para a economia norte-americana, cedeu espaço à preocupação dos agentes privados em relação ao risco representado pela dinâmica dos preços do petróleo. Não obstante o comportamento do câmbio tenha se apresentado favorável à trajetória dos preços domésticos, dados os efeitos sobre as importações (com apreciação de 8,1% da moeda nacional ao longo do ano), as incertezas no ambiente externo representaram importante elemento de pressão inflacionária no Brasil, na medida em que seus efeitos se estenderam, não somente aos preços domésticos da gasolina, que pressionaram a inflação dos preços administrados, e a outros produtos, com cadeias produtivas mais intensivas em petróleo, mas, também, às expectativas de inflação dos agentes privados. Com efeito, observou-se uma reversão na trajetória de queda do risco-país e dos preços internacionais do petróleo.

Nesse contexto, de acordo com o Gráfico 10, a inflação medida pelo IPCA registrou alta de 7,6% em 2004, abaixo do teto da meta de 8,0% estabelecida para 2004, com pressões decorrentes tanto dos preços livres quanto dos administrados. A inflação dos preços livres registrou elevação de 6,55%, ao passo que a inflação dos preços administrados registrou

elevação de 10,19%, tendo no comportamento dos preços dos combustíveis o principal fator de pressão.

Gráfico 10: Depreciação cambial e inflação em 2004 (% ao ano)

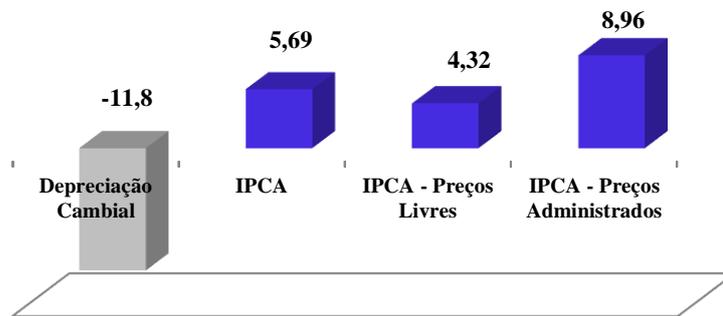


Fonte: Banco Central do Brasil - Atas do Copom, 104ª Reunião, 2005.

No ano de 2005, o ambiente doméstico foi determinado pela consolidação da trajetória de crescimento econômico alinhada com as condições de oferta, de modo que, diferentemente de 2004, essa não resultou em pressões significativas sobre a inflação. Adicionalmente, observou-se recuo relevante do risco-Brasil, como reflexo da melhora consistente dos fundamentos da economia brasileira, em especial o fortalecimento dos superávits comerciais, aliado a superávits primários mais robustos, à redução da inflação e à política de recomposição das reservas internacionais. Tais fatores, em conjunto, contribuíram para mitigar os efeitos adversos de choques externos, resultando em menor percepção de risco. Nessa linha, observou-se melhora expressiva das condições econômicas internacionais, com redução importante da aversão ao risco frente à expectativa de conclusão do ciclo de elevação da taxa básica de juros dos EUA. Por outro lado, os preços do petróleo permaneceram elevados, embora em níveis inferiores aos máximos registrados, e mantiveram-se como elemento de risco para o comportamento da inflação. Não obstante isso, o cenário externo associado às melhores condições da economia doméstica resultou em continuidade do movimento de apreciação cambial (11,8% em 2005), favorecendo a evolução da inflação.

Conforme indica o Gráfico 11, a inflação medida pelo IPCA em 2005 acumulou elevação de 5,69%, abaixo do teto da meta de 7,0% estabelecida para este ano e também abaixo da inflação observada no ano anterior, como reflexo das menores pressões exercidas pelos preços de alimentos, em especial os *in natura*, e de combustíveis, sendo os últimos parte dos preços administrados. Com isso, a inflação dos preços livres registrou elevação de 4,32% e a inflação dos preços administrados registrou elevação de 8,96%, bem inferior aos 6,55% e 10,19% de inflação observada nos mesmos grupos um ano antes respectivamente.

Gráfico 11: Depreciação cambial e inflação em 2005 (% ao ano)

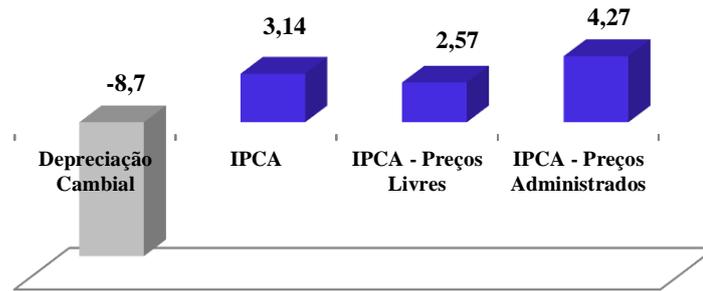


Fonte: Banco Central do Brasil - Atas do Copom, 116ª Reunião, 2006.

Em 2006, a atividade econômica doméstica manteve-se em expansão consistente, com algum incremento na capacidade produtiva, sobretudo pelo avanço dos investimentos, de modo a não resultar em descompassos significativos entre demanda e oferta agregada, capazes de determinar desvios da inflação em relação à trajetória das metas. Para esse contexto, mostrou-se determinante a expansão das importações ao complementar a produção doméstica e limitar os efeitos inflacionários do crescimento da demanda agregada, num contexto em que a moeda doméstica manteve movimento de apreciação (8,7% ao longo do ano). Além disso, a sustentação de superávits comerciais e primários robustos, a redução da inflação e a recomposição das reservas internacionais contribuíram de maneira relevante para a resistência da economia brasileira frente a instabilidades externas. Neste particular, o ambiente internacional, ainda que tenha permanecido favorável, passou a apresentar novos elementos de incerteza, especialmente relacionados à intensidade da desaceleração da economia dos EUA e à condução da política monetária diante deste cenário. Apesar disso, os preços do petróleo apresentaram trajetória declinante, contribuindo para diluir, em parte, o aumento das incertezas.

Esse conjunto de fatores resultou na menor taxa acumulada de inflação desde a adoção do regime de metas, 3,14%, com os preços livres registrando elevação de 2,57% e os preços administrados, elevação de 4,27%, conforme Gráfico 12 abaixo, refletindo os efeitos de choques de oferta positivos, em especial sobre alimentos, bem como os resultados defasados da política monetária implementada nos últimos anos.

Gráfico 12: Depreciação cambial e inflação em 2006 (% ao ano)

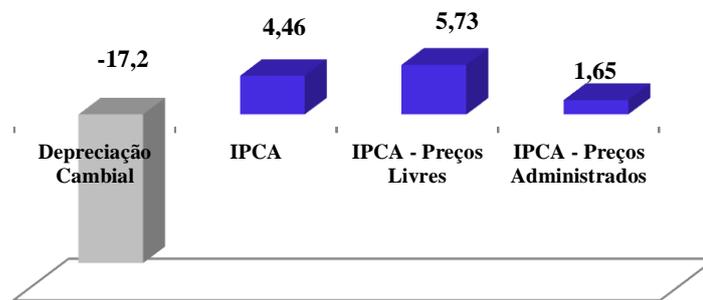


Fonte: Banco Central do Brasil - Atas do Copom, 124ª Reunião, 2007.

Em 2007, registrou-se uma intensificação da atividade econômica doméstica, a qual, diferentemente de 2006, respondeu, ao menos em parte, por pressões inflacionárias, não obstante o crescimento do investimento e das importações, ainda favorecidas pela apreciação cambial (17,2% ao longo do ano). Ainda que a inflação observada em 2007 tenha se mantido em patamar condizente com a trajetória das metas, passou-se a contar com um cenário econômico, tanto interno quanto externo, consideravelmente menos favorável para a dinâmica inflacionária, com sinais de deterioração das expectativas para a inflação futura. No ambiente externo, consolidou-se um quadro de desaceleração mais pronunciada da economia norte-americana, permanecendo sob incerteza a sua duração e intensidade. Por sua vez, as perspectivas para a evolução da atividade econômica de Europa e Japão também passaram a compor os elementos de risco do cenário internacional. Por outro lado, o dinamismo econômico das principais economias emergentes, em especial da Ásia, passou a contrabalançar a desaceleração nas economias maduras. Contudo, dado esse maior dinamismo, com conseqüente pressão sobre os fatores de produção, passou-se a observar elevação dos níveis de inflação nas principais economias emergentes. Esse conjunto de fatores resultou em aumento da aversão ao risco, influenciando negativamente os preços de ativos brasileiros, sem, contudo, prejudicar a atividade econômica doméstica.

Dessa forma, a inflação acumulada em 2007 foi de 4,46%, impulsionada pelo comportamento dos preços dos alimentos *in natura* e de serviços. Considerando os dois grandes grupos componentes da inflação oficial, os preços livres registraram elevação 5,73% e os preços administrados, elevação de 1,65%, conforme Gráfico 13 abaixo.

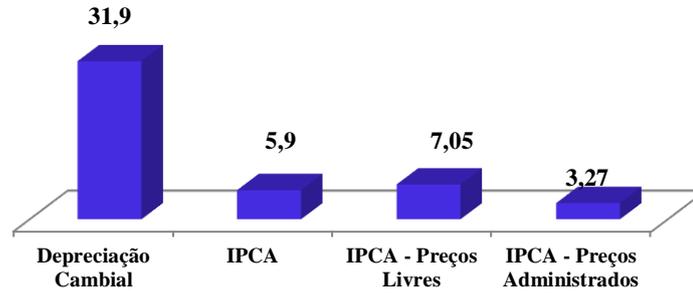
Gráfico 13: Depreciação cambial e inflação em 2007 (% ao ano)



Fonte: Banco Central do Brasil - Atas do Copom, 132ª Reunião, 2008.

A partir de 2008, passou-se a observar evidente arrefecimento do ritmo de expansão da atividade econômica doméstica, como reflexo, por um lado, do substancial e generalizado desaquecimento da atividade tanto em economias avançadas quanto emergentes, que, associado ao aumento da aversão global ao risco, impactou negativamente o desempenho do balanço de pagamentos, os preços dos ativos brasileiros e, possivelmente, a confiança de consumidores e empresários. De outro modo, ainda que a trajetória do câmbio tenha voltado a exercer pressão inflacionária sobre os preços domésticos (no ano, a depreciação cambial foi de 31,9%), a desaceleração dos preços internacionais das *commodities* frente à intensificação da crise financeira mundial representou significativa redução dessas pressões externas, predominando o efeito benigno sobre a inflação brasileira, não obstante tenha permanecido em patamares elevados tanto a inflação corrente, como as expectativas de inflação futura, conforme os gráficos 19a e 19b abaixo. Com efeito, a quebra de importante instituição financeira norte-americana intensificou a percepção de risco sistêmico, repercutindo em contração da liquidez internacional, com consequências negativas sobre as decisões de consumo e investimento globais.

Nesse contexto, a inflação acumulada em 2008 foi de 5,9%, impulsionada tanto pelo comportamento nos preços livres quanto nos administrados, com incrementos de 7,05% e 3,27%, respectivamente, como mostra o Gráfico 14. A despeito da desaceleração da atividade econômica no Brasil na esteira da crise financeira desencadeada nas economias maduras, prevaleceram na determinação da trajetória inflacionária doméstica os possíveis efeitos da demanda aquecida frente à limitação da capacidade de expansão da oferta de bens e serviços.

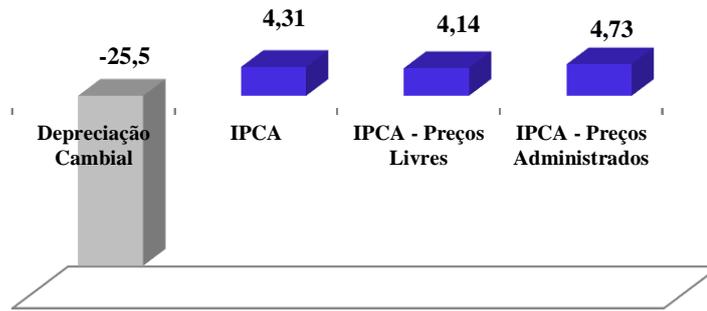
Gráfico 14: Depreciação cambial e inflação em 2008 (% ao ano)

Fonte: Banco Central do Brasil - Atas do Copom, 140ª Reunião, 2009.

Depois de uma contração em 2008, a atividade econômica doméstica voltou a se recuperar em 2009, resultado, em grande medida, do conjunto de estímulos fiscais e creditícios implementados ao longo do ano. Esse movimento foi sustentado, de maneira geral, pela expansão da demanda, que repercutiu em estreitamento adicional da margem de ociosidade dos fatores de produção, com ampliação do emprego e dos rendimentos salariais e recuperação da confiança de consumidores e empresários. Ainda que a trajetória dos preços domésticos tenha-se mantido benigna, favorecida pela apreciação cambial de 25,5% no ano, passou-se a observar uma gradual deterioração das expectativas dos agentes em relação à inflação futura. Por sua vez, o ambiente externo foi marcado pela normalização da atividade nos mercados financeiros, ao passo que a volatilidade e a aversão ao risco mantiveram-se em níveis elevados, associados ao aumento da incerteza em relação ao arcabouço regulatório de importantes economias maduras e à deterioração fiscal das mesmas, num contexto em que o forte aumento da liquidez em economias emergentes começou a ser revertido. Com efeito, no ambiente global prevaleceu a tendência contracionista da atividade econômica nas principais economias maduras, de modo que a inflação manteve trajetória de baixa, favorecida pela desaceleração dos preços internacionais das *commodities* agrícolas.

Dessa forma, a inflação doméstica em 2009 acumulou alta de 4,31%, abaixo da registrada no ano anterior (5,90%), refletindo o comportamento dos preços livres e administrados, com altas de 4,14% e 4,73%, respectivamente, como mostra o Gráfico 15.

Gráfico 15: Depreciação cambial e inflação em 2009 (% ao ano)

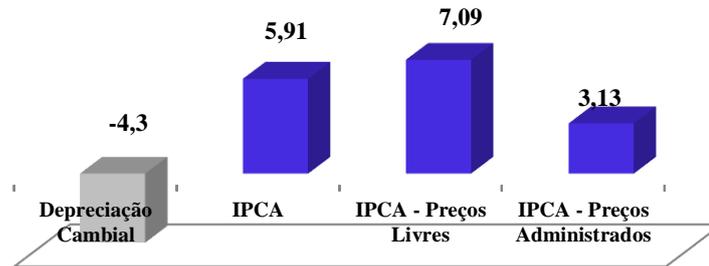


Fonte: Banco Central do Brasil - Atas do Copom, 148ª Reunião, 2010.

Em 2010, a demanda doméstica permaneceu robusta, sustentada pelo vigor do mercado de trabalho, com taxas de desemprego historicamente baixas e ganhos salariais em elevação. Esse ambiente foi favorecido, em grande medida, pelos estímulos fiscais e creditícios amplamente adotados ao longo do ano, como reação à instabilidade econômica nas principais economias maduras. Por outro lado, possivelmente intensificou-se o descompasso entre as taxas de crescimento da demanda e da oferta, aumentando, por decorrência, as pressões sobre a trajetória inflacionária. Adicionalmente, a inflação foi negativamente influenciada pela dinâmica dos preços dos alimentos, alterados, em parte, por choques de oferta internos e externos. No ambiente internacional, a volatilidade e a aversão ao risco permaneceram em patamares elevados, num contexto em que, ainda que tenham melhorado as perspectivas de recuperação da economia norte-americana, mostraram-se evidentes as preocupações com dívidas soberanas de países e bancos europeus e com a possibilidade de desaceleração relevante da economia chinesa. Nesse cenário, os preços das *commodities* registraram forte elevação no período, resultado, principalmente, da deterioração das condições de oferta em importantes regiões produtoras, em função de intempéries climáticas, com impactos significativos sobre o comportamento da inflação, em especial nas economias emergentes. Por outro lado, a trajetória do câmbio exerceu efeito favorável sobre os preços internos, com apreciação de 4,3% ao longo do ano.

Com efeito, a inflação brasileira, em 2010, acumulou alta de 5,91%, consideravelmente acima da registrada no ano anterior (4,31%), refletindo, especialmente, o comportamento dos preços livres, com alta de 7,09%, em processo liderado pela dinâmica dos preços de serviços, enquanto os administrados apresentaram elevação de 3,13%, como mostra o Gráfico 16.

Gráfico 16: Depreciação cambial e inflação em 2010 (% ao ano)

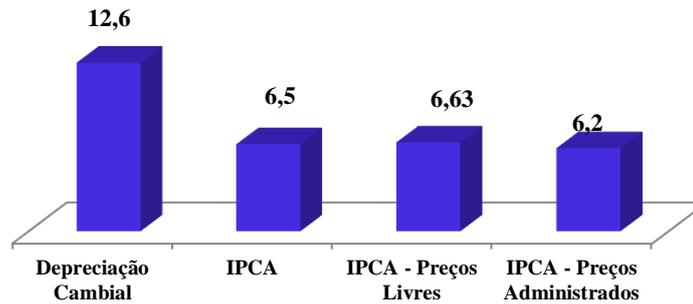


Fonte: Banco Central do Brasil - Atas do Copom, 156ª Reunião, 2011.

Ao longo de 2011, a demanda doméstica ainda permaneceu robusta, em especial o consumo das famílias, sustentado pelos efeitos das diversas medidas de estímulo implementadas, destacando-se o aumento da renda e do crédito. Por outro lado, a fragilidade do cenário econômico externo passou a repercutir na piora das perspectivas de crescimento da economia brasileira, a partir da deterioração da confiança de consumidores e empresários. Não obstante isso, a dinâmica inflacionária permaneceu pouco favorável, acompanhada do recrudescimento das expectativas dos agentes formadores de preços em relação à trajetória futura da inflação. Esse movimento mostrou-se particularmente associado à baixa ociosidade do mercado de trabalho, a qual passou a resultar em aumentos salariais incompatíveis com a produtividade, pressionando, em última análise, os preços domésticos. O ambiente internacional, por sua vez, continuou caracterizado por condições de incerteza, com a deterioração das perspectivas para a atividade econômica global e possibilidade de ocorrência de eventos extremos em economias importantes da Europa, num contexto em que as taxas de desemprego mostraram-se historicamente elevadas, somadas à necessidade de ajuste fiscal e ao espaço limitado para ações de política monetária. Nessa esteira, os riscos para a estabilidade financeira global se mantiveram elevados, especialmente em função da relevante exposição de bancos internacionais às dívidas soberanas de países em desequilíbrio fiscal. Com efeito, o comportamento do câmbio voltou a se apresentar como fonte de pressão inflacionária, com depreciação de 12,6% no ano.

Nesse contexto, a inflação acumulada em 2011 foi de 6,50%, com os preços livres registrando elevação de 6,63% e os administrados, 6,20%, conforme mostra o Gráfico 17. A despeito da moderação da atividade econômica doméstica e do viés deflacionário resultante do enfraquecimento da demanda internacional, esse resultado refletiu o impacto da alta dos preços de alimentos e serviços na formação do IPCA.

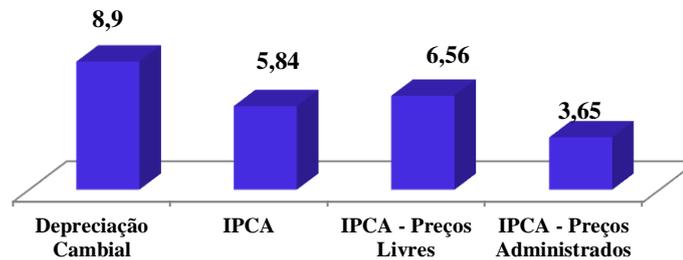
Gráfico 17: Depreciação cambial e inflação em 2011 (% ao ano)



Fonte: Banco Central do Brasil - Atas do Copom, 164ª Reunião, 2012.

Por fim, em 2012, a atividade econômica doméstica apresentou desempenho aquém do esperado, essencialmente por restrições de oferta. Por outro lado, a demanda continuou impulsionada pelo conjunto de medidas de estímulo implementado pelo governo, bem como pelo mercado de trabalho fortalecido, com taxas historicamente baixas de desemprego e rendimentos em elevação. Importante notar, no entanto, que se intensificou o risco de descompasso entre demanda e oferta, tem em vista a estreita margem de ociosidade do mercado de trabalho. Nesse contexto, o balanço de riscos para a inflação apresentou piora, com maior dispersão dos aumentos de preços ao consumidor, combinada a pressões sazonais em segmentos específicos. A economia internacional, por sua vez, ainda que tenha apresentado alguma acomodação nos indicadores de volatilidade e aversão ao risco, manteve o elevado nível de incerteza, particularmente associado às condições econômicas da Europa. Já nos EUA e nas principais economias emergentes, observou-se alguma melhora, embora a atividade econômica tenha mantido ritmo moderado de expansão. Nesse contexto, o câmbio manteve tendência de depreciação, a qual alcançou 8,9% ao final do ano.

Com efeito, a inflação doméstica acumulou alta de 5,84%, pouco abaixo da inflação observada um ano antes (6,50%), com os preços livres variando 6,56% e os administrados 3,65%, conforme Gráfico 18. De maneira semelhante ao ocorrido em 2011, esse resultado refletiu o impacto da alta dos preços de alimentos e serviços na formação do IPCA.

Gráfico 18: Depreciação cambial e inflação em 2012 (% ao ano)

Fonte: Banco Central do Brasil - Atas do Copom, 172ª Reunião, 2013.

Usando um modelo estrutural do BCB é possível estimar os efeitos dos diferentes fatores inflacionários na formação do IPCA. Assim, na Tabela 3, é apresentada uma decomposição da inflação no período de 2001 a 2012, a fim de destacar os efeitos da inércia inflacionária, das expectativas (a partir de 2002), do repasse cambial, dos choques de oferta (a partir de 2009), da inflação dos preços livres e da inflação dos preços administrados por contrato.

Tabela 3: Decomposição da inflação para o período 2001-2012 (em pontos percentuais e contribuição percentual)

Ano	Componente	IPCA (variação %)	Inércia	Expectativa	Repasso Cambial	Choque de Oferta	livres*	Administrados**
2001	Contribuição em p.p.	7,7	0,7	-	2,9	-	2,4	1,7
	Contribuição %	100,0	10,0	-	38,0	-	28,0	24,0
2002	Contribuição em p.p.	12,5	0,9	1,7	5,8	-	2,3	1,9
	Contribuição %	100,0	7,0	13,6	46,0	-	31,0	15,0
2003	Contribuição em p.p.	9,3	5,9	1,7	-1,1	-	1,1	1,7
	Contribuição %	100,0	64,0	18,3	-12,0	-	30,0	18,0
2004	Contribuição em p.p.	7,6	0,3	0,4	-0,3	-	4,4	2,9
	Contribuição %	100,0	3,6	4,9	-4,5	-	57,3	38,6
2005	Contribuição em p.p.	5,7	0,8	0,3	-2,1	-	3,4	3,3
	Contribuição %	100,0	13,5	4,8	-36,2	-	60,0	58,1
2006	Contribuição em p.p.	3,1	0,5	-0,1	-0,6	-	1,8	1,6
	Contribuição %	100,0	14,9	-4,2	-17,6	-	56,0	50,8
2007	Contribuição em p.p.	4,5	0,0	-0,4	-1,1	-	5,0	1,0
	Contribuição %	100,0	0,3	-9,7	-25,1	-	112,9	21,6
2008	Contribuição em p.p.	5,9	0,2	0,2	0,6	-	3,8	1,1
	Contribuição %	100,0	3,9	3,7	10,7	-	63,9	17,8
2009	Contribuição em p.p.	4,3	0,0	-0,1	-0,2	-0,3	3,7	1,2
	Contribuição %	100,0	0,0	-2,2	-5,6	-5,7	86,2	27,3
2010	Contribuição em p.p.	5,9	-0,1	0,2	-0,2	2,0	3,0	1,1
	Contribuição %	100,0	-1,6	3,6	-3,8	33,3	49,9	18,6
2011	Contribuição em p.p.	6,5	0,8	0,5	-0,2	0,9	2,9	1,6
	Contribuição %	100,0	12,0	7,8	-3,4	14,5	43,8	25,2
2012	Contribuição em p.p.	5,8	0,3	0,5	0,6	0,7	2,9	0,8
	Contribuição %	100,0	5,8	8,3	10,2	12,5	49,7	13,5

* Excluindo Repasse Cambial, Expectativas e Inércia

** Excluindo Repasse Cambial e Inércia

Fonte: Banco Central do Brasil – Relatórios de Inflação, 2002-2013.

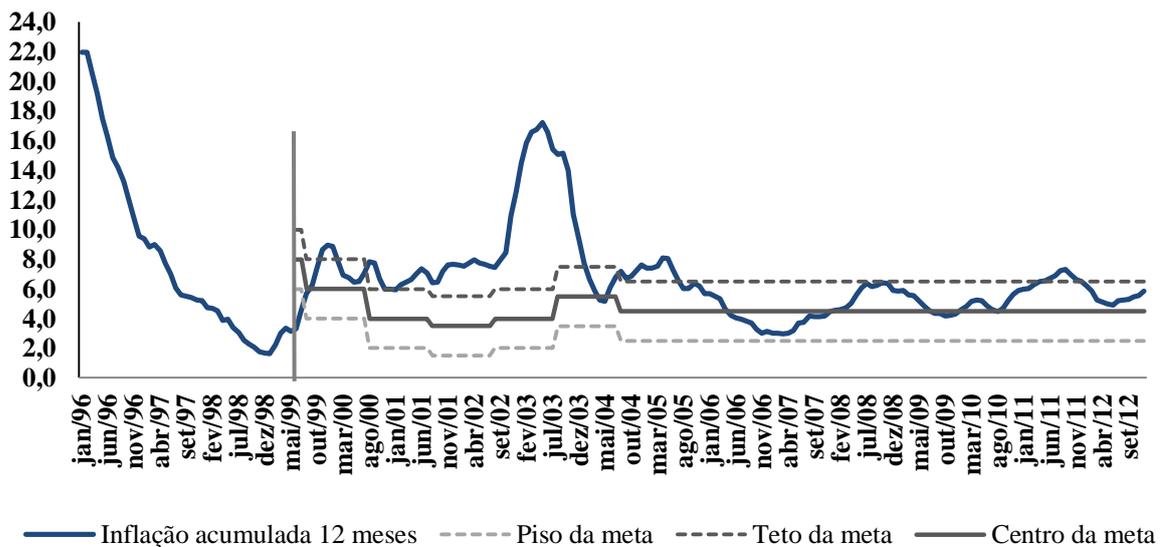
A partir da decomposição da inflação medida pelo IPCA, ilustrada na tabela acima, ao longo de mais de dez anos sob o regime de metas de inflação, fica clara a relevância dos efeitos da depreciação cambial, da inflação dos preços administrados por contrato, da inflação dos preços livres e da inércia inflacionária sobre esse índice. Em particular quanto à depreciação cambial, parece provável que este elemento tenha contribuído de maneira significativa para a formação dos preços no período estudado, “como resultado da transferência (*pass-through*) dos preços mais elevados das importações de insumos e bens finais, assim como de uma maior demanda por exportações. Ademais, é preciso mencionar ainda os prováveis efeitos sobre expectativas, os quais tenham ou não por base insumos e bens finais importados.” (STRACHMAN, 2013 p. 426). Também é coerente observar a persistente influência da inflação dos preços administrados e livres sobre o IPCA, a qual, embora interpretada pelo BCB como evento não recorrente, da mesma forma que os demais fatores referidos, mostram-se como um fator problemático na medida em que o conjunto desses preços representa percentual considerável na formação do IPCA. Dadas as características mais voláteis de alguns componentes desse conjunto de preços, como os preços de energia, combustíveis e alimentos, o IPCA torna-se bastante sensível a choques temporários, que não refletem, necessariamente, a real tendência da inflação, diferentemente do modelo canadense, o qual utiliza uma medida de núcleo de inflação, como forma de tratar dos inevitáveis choques adversos, eliminando seus efeitos transitórios, sem, contudo, prejudicar a credibilidade do regime. Isso, por sua vez, resulta em deterioração das expectativas dos agentes formadores de preços e na necessidade de alterações nos instrumentos de política monetária a fim de conter a elevação inflacionária e ancorar as expectativas, onerando o crescimento econômico.

4.3 EXPECTATIVAS DE INFLAÇÃO, REPUTAÇÃO E CREDIBILIDADE DA POLÍTICA MONETÁRIA NO BRASIL NO PERÍODO RECENTE

Uma política monetária é crível quando sinaliza aos agentes de mercado a possibilidade de ser alcançada com sucesso. Além disso, a análise do regime de metas de inflação mostra que sua credibilidade está diretamente ligada à capacidade, demonstrada pelo BC, de conduzir os instrumentos de política monetária de maneira a atingir os objetivos preestabelecidos. Ou seja, conforme Mendonça (2003) a credibilidade do sistema de metas de inflação é determinada não apenas pela apreciação do mercado em relação à exequibilidade das metas estabelecidas, mas também pela reputação conquistada pelo BC.

As evidências empíricas encontradas no caso brasileiro, de acordo com estudos realizados por Sicsú (2001; 2002a; 2002b), Mendonça (2002b) e Minella, Freitas e Muinhos (2003), sugerem que o BCB tem uma alta capacidade de influenciar as expectativas de inflação dos agentes privados, com base nos resultados obtidos em períodos anteriores, o que implica em efeitos diretos sobre a credibilidade de suas políticas. Este aspecto não pode ser desprezado diante de um cenário em que existem evidências das dificuldades para se atingir as metas estabelecidas, explícitas no fato de que, ao longo do período considerado, de 1999 a 2012, a inflação efetiva ficou recorrentemente deslocada do centro da meta, conforme mostra o Gráfico 19a, a despeito da atuação da autoridade monetária através da alteração da taxa básica de juros da economia, a Selic, como mostra o Gráfico 19b.

Gráfico 19a: Trajetória da inflação medida pelo IPCA em % de 1999 a 2012

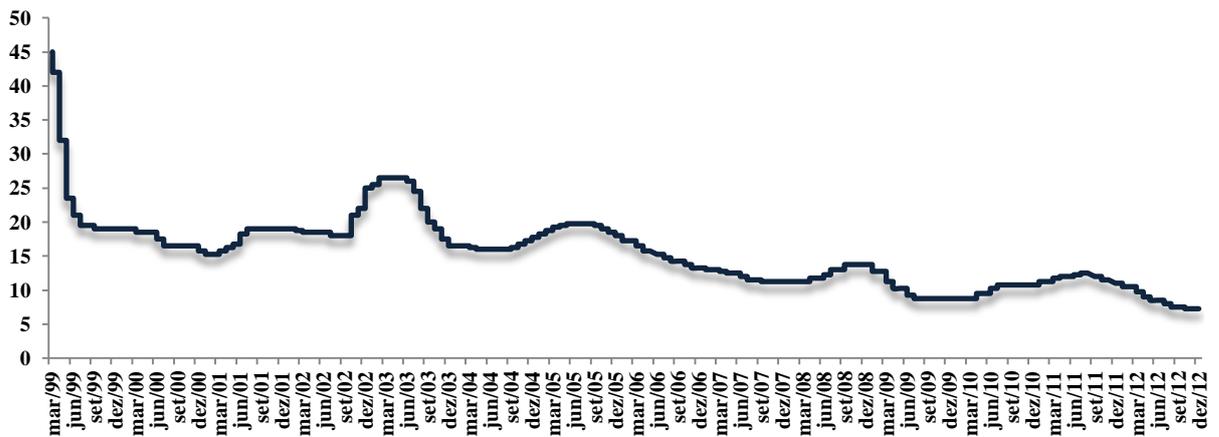


Fonte: BCB, julho 2013.

Embora os agentes privados tenham conhecimento de que os choques adversos não possam ser completamente antecipados pelo BCB, o recorrente afastamento da trajetória inflacionária do centro da meta estabelecida pode afetar significativamente o grau de reputação obtido pelo BCB, assim como o nível de credibilidade de suas políticas, elementos essenciais para o regime de metas. Como resultado, os agentes privados podem vir a incorporar as expectativas de inflação futura acima da meta como a inflação efetiva, podendo influenciar a tomada de decisão pelo BCB e provocar como resposta da política monetária, para readquirir credibilidade, a elevação dos juros. Os Gráficos 19a, 19b e 19c, especialmente

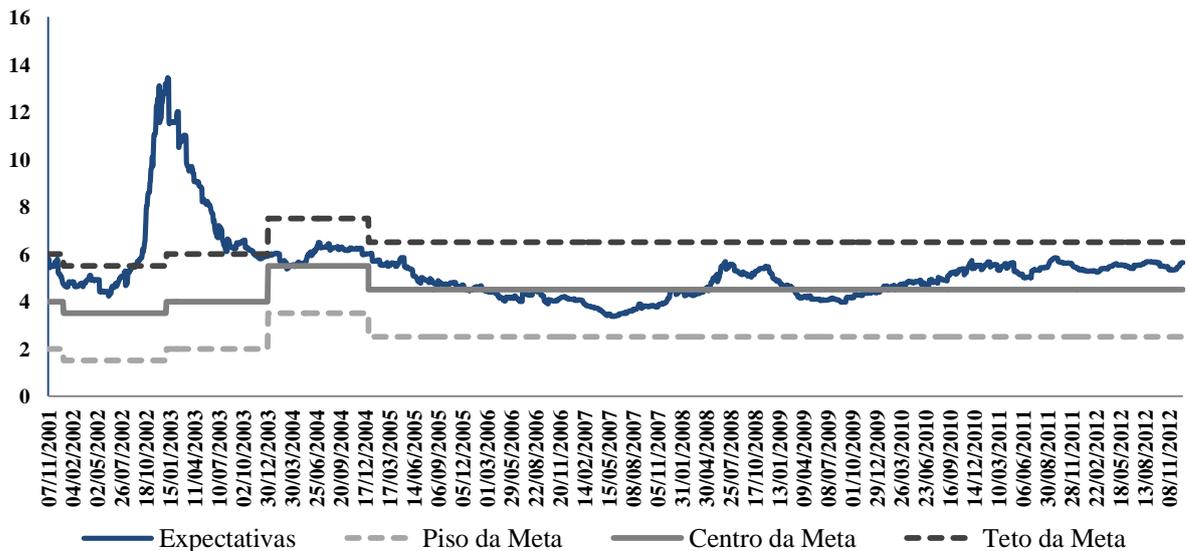
a partir de 2010, são compatíveis com esta interpretação. Nessa esteira, como mostra o Gráfico 19d, deve-se salientar a intensa volatilidade das taxas de crescimento econômico, embora com tendência ascendente no longo prazo, semelhante ao observado no Canadá, sugerindo que as menores taxas de inflação alcançadas no Brasil sob o sistema de metas se deram com base em políticas que contêm, em alguma medida, o crescimento econômico, conforme menciona Strachman (2013).

Gráfico 19b: Taxa básica de juros, Selic, em % de 1999 a 2012



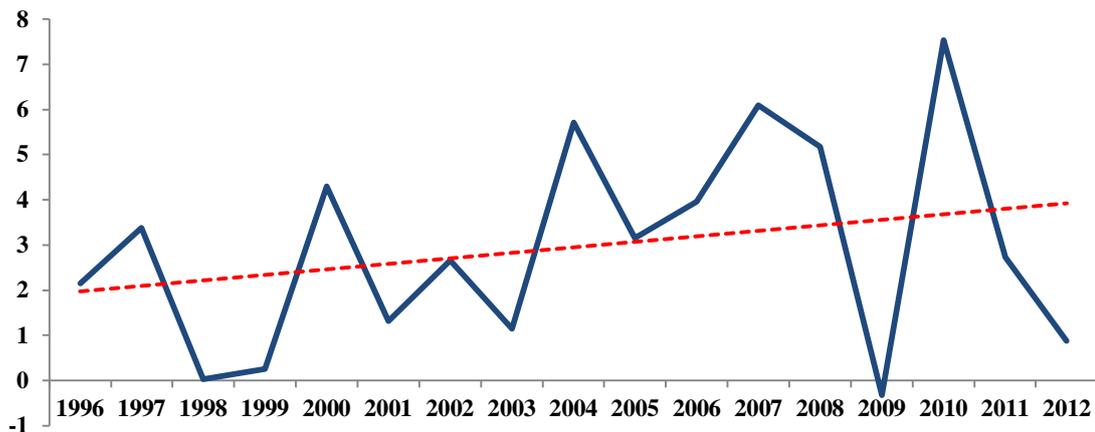
Fonte: BCB, julho 2013.

Gráfico 19c: Expectativas de Inflação, em %, 12 meses à frente de 2001 a 2012



Fonte: BCB, julho 2013.

Gráfico 19d: Crescimento anual em % do PIB Real do Brasil de 1996 a 2012



Fonte: International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, April 2013.

Nesse contexto, o BCB tem se deparado com o importante desafio de construir e manter a credibilidade de suas políticas, de modo a ancorar as expectativas de mercado, diminuindo a persistência da inflação e facilitando a condução das metas aos limites determinados, mesmo diante de choques adversos. Ademais, dadas as defasagens da política monetária, impõe-se também a necessidade de reduzir a volatilidade do produto e, dessa forma, diminuir os efeitos causados por políticas de juros mais severas. Nesse sentido, Mishkin e Schmidt-Hebbel (2001) sugerem quatro alternativas para evitar a propagação dos choques adversos, sem penalizar a credibilidade do regime de metas, quais sejam: a) adotar uma medida de núcleo de inflação (*core inflation*), a fim de diminuir a volatilidade do índice de preços; b) permitir o uso das chamadas cláusulas de escape; c) ampliar o horizonte de tempo de avaliação das metas; e c) adotar bandas mais largas, de forma a permitir uma maior flutuação da taxa de inflação no interior do intervalo determinado.

A utilização de uma medida de núcleo da inflação, *core inflation*, ao invés do índice cheio (no caso do Brasil, o IPCA cheio), permitiria a exclusão dos componentes mais voláteis e a distinção de perturbações ocasionadas por efeitos transitórios sobre os preços daquelas resultantes de pressões estruturais de oferta e demanda. No primeiro caso tem-se os choques temporários causados por uma quebra de safra, um choque de preços de energia, um aumento de impostos ou de tarifas alfandegárias ou públicas. Já as pressões estruturais são cumulativas e a persistência das mesmas tende a elevar, inicialmente, alguns preços e, posteriormente, afetar as expectativas de inflação, gerando, finalmente, a perda de confiança no emprego adequado dos instrumentos de política monetária. Na visão dos autores, a utilização de uma medida de *core inflation*, portanto, facilitaria a administração da política monetária, visto que

tal mecanismo não depende de ações discricionárias após a ocorrência dos choques, já que sua metodologia é determinada *ex-ante*, evitando flutuações bruscas na taxa de juros e possíveis prejuízos à credibilidade do regime. Com efeito, vale ressaltar que essa estratégia vem sendo utilizada pelo Canadá e, ao que parece, com êxito, tendo em vista o melhor ajuste obtido para a trajetória da inflação de longo prazo, através da exclusão do IPC cheio de itens considerados mais voláteis, tais como alguns combustíveis, tarifas de transporte intermunicipal e juros de hipoteca. Por outro lado, conforme Carvalho et al. (2007), a adoção de uma medida de núcleo de inflação pode, eventualmente, resultar em perda de credibilidade em função de ser um critério de difícil entendimento por parte da população, apesar de uma maior flexibilidade. Neste caso haveria um *trade-off* entre credibilidade e flexibilidade, não sendo possível ao regime ter ambas as características. Eventualmente, uma escolha é necessária.

A adoção de cláusulas de escape pela autoridade monetária seria uma maneira de lidar com os choques adversos, na medida em que estas permitem à autoridade monetária atuar com maior flexibilidade diante de situações não previstas, sem afetar a credibilidade. Isso porque o banco central determinaria nas cláusulas algumas possíveis adversidades, às quais a economia está sujeita, tais como alterações nos termos de troca, interrupções bruscas no fluxo de capitais externos e desastres naturais, podendo se desviar, temporariamente, de seu objetivo, diante destas, explicando ao público as razões que o levaram a isso. Embora não seja possível prever todos os choques passíveis de atingir a economia, alguns países, como a Nova Zelândia, por exemplo, vêm adotando tal mecanismo como forma de reduzir os custos excessivos em termos de produto e emprego, sem infringir o objetivo principal do sistema de metas de inflação.

Por sua vez, o estabelecimento de um horizonte de tempo mais longo e flexível para o regime de metas poderia ser uma maneira de enfrentar os choques adversos, sem exigir da autoridade monetária reações bruscas, a fim de impedir a propagação dos mesmos, além de reduzir problemas de inconsistência temporal. Um horizonte de tempo maior permitiria, portanto, que a inflação oscilasse frente a situações adversas, sem afetar a credibilidade do sistema. Entretanto, novamente conforme Carvalho et al. (2007), a adoção de um horizonte mais curto pode sinalizar maior compromisso da autoridade monetária com a estabilidade de preços, além de ser melhor compreendido pelo público.

Finalmente, a ampliação das bandas de variação da inflação seria outra maneira de enfrentar os choques adversos. Contudo, há que se mencionar que, de acordo com Mendonça (2001), em países onde há baixa credibilidade, os agentes privados tendem a incorporar o limite superior da banda como expectativa de inflação futura, implicando em mais tempo para

conduzir a inflação a patamares menores. Na mesma linha, cabe notar que, de acordo com Carvalho et al. (2007, p. 141), “quanto maior o tamanho da banda, mais reduzida seria a crença do público no esforço do banco central para manter uma inflação baixa”. Ou seja, a ampliação da flexibilidade está em geral associada a um nível menor de credibilidade.

Frente às evidências apresentadas até aqui, a experiência brasileira com o sistema de metas de inflação tem se mostrado frágil diante de choques de oferta e da volatilidade do câmbio, sobretudo em anos recentes, sugerindo alguma possível perda de credibilidade, já que, mesmo com a diluição dos efeitos desses choques adversos sobre a inflação corrente, as expectativas de inflação mantêm-se resistentes e distantes do centro da meta desde 2010. Nesse caso, parece adequada a adoção de medidas alternativas com o intuito de evitar a propagação de choques adversos e a necessidade de políticas de juros mais austeras, ancorando as expectativas, reduzindo a volatilidade do produto e, dessa forma, preservando a credibilidade do regime de metas.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O regime de metas de inflação, adotado há quase quinze anos, tem se mostrado como um importante progresso da política monetária, que, de modo geral, vem apresentando um desempenho satisfatório, tanto no controle da inflação, quanto em termos de *performance* econômica, como têm demonstrado as experiências dos países que passaram a adotá-lo a partir dos anos 90. Apesar disso, trata-se de um sistema relativamente recente, passível de diversos questionamentos a respeito de sua robustez no longo prazo, bem como de sua permanência como arranjo de política monetária voltado para o controle inflacionário.

Pelo que indicam as evidências obtidas a partir da análise das experiências internacionais de Nova Zelândia, Canadá, Reino Unido, Chile, Israel e México, o arranjo institucional do sistema de metas de inflação é o aspecto de maior relevância para seu êxito, na medida em que exige uma maior credibilidade da autoridade monetária, gerando os estímulos corretos à atividade econômica e reduzindo a perversidade dos choques. Embora, com arranjos operacionais e institucionais bastante distintos, as experiências internacionais analisadas no decorrer deste trabalho apresentam evidências de que a inflação, a despeito de registrar trajetória descendente anterior à adoção do sistema de metas em todos os países abordados, vem se mantendo mais baixa e estável ao longo do tempo, podendo ter este fato sido favorecido, em grande medida, pelo elevado grau de transparência e de credibilidade, característicos de cada um deles.

Ademais, não pode ser ignorado o fato de que, após a adoção desse novo arranjo de política monetária, os níveis de crescimento econômico em cada um dos países examinados nesta pesquisa têm-se mostrado satisfatórios, o que sugere que o sistema de metas de inflação não impede que a autoridade monetária estabeleça políticas que visem, além do controle dos preços, a outros resultados econômicos, tais como a expansão da economia, embora, neste caso, à exceção do Canadá, tenham-se observado trajetórias descendentes no longo prazo.

No caso brasileiro, o sistema de metas de inflação, adotado em meio a uma grave crise cambial, com alta acelerada da taxa de câmbio e rápida evasão de capitais, fez parte de um processo de estabilização inflacionária, iniciado em meados de 1994. O novo arranjo de política monetária passou, durante os dois anos iniciais, 1999 e 2000, por um processo de aprendizagem, dada sua estrutura incipiente e carente de mudanças institucionais, sobretudo na área fiscal, e, no ano seguinte, 2001, foi considerado seu primeiro teste. Embora o resultado não tenha sido plenamente satisfatório, considerando-se que a inflação ficou significativamente acima do limite superior da meta, o desempenho do sistema não pode ser

totalmente desprezado, tendo em vista a severidade dos choques que atingiram a economia brasileira nesse ano. Nos anos de 2002, 2003 e 2004, ainda que a intensidade dos choques não tenha afetado na mesma medida o desempenho do novo modelo, a inflação manteve-se acima das metas estipuladas, mesmo diante das constantes alterações nas mesmas.

Nos anos seguintes, a inflação manteve-se em patamares consideravelmente inferiores aos experimentados historicamente, de modo que, de 2005 a 2012, foram cumpridas as metas estabelecidas previamente. Contudo, deve-se enfatizar que, especialmente a partir de 2010, a trajetória dos preços ao consumidor acumulados em 12 meses medidos pelo IPCA apresentou-se arriscadamente próxima ao teto da meta, num contexto em que a participação dos preços administrados no índice cheio cedeu espaço para os preços livres, sugerindo alguma perda de credibilidade por parte da autoridade monetária. Nesse sentido, é interessante notar que, diferentemente do modelo neozelandês, cujo arcabouço institucional posiciona-se entre os mais desenvolvidos, a experiência brasileira com o sistema de metas de inflação não inclui a utilização das chamadas cláusulas de escape como alternativa de mitigar os efeitos de choques adversos sobre os preços domésticos e, ao mesmo tempo, de evitar perdas de credibilidade e de reputação. Isto se dá em função dos recorrentes desvios da trajetória da inflação em relação ao centro da meta, na medida em que as mesmas possibilitam uma atuação mais flexível da autoridade monetária frente a esses choques. Com efeito, ainda que o modelo brasileiro de metas para a inflação com bandas permita alguma flexibilização do objetivo principal, isto é, de atingir o centro da meta, mediante a acomodação dos choques sofridos, ao menos parcial, pelo sistema de bandas, a ausência de um procedimento formal e transparente que comporte desvios temporários em circunstâncias adversas acaba por resultar em prejuízos à credibilidade. Como consequência, tem-se o afastamento persistente da inflação corrente do centro da meta estabelecida, trazendo maiores custos em termos de produto e emprego. Novamente, fica claro o *trade-off* entre flexibilidade e credibilidade.

Não obstante, de maneira geral, o regime de metas de inflação mostra-se como instrumento adequado à condução da política monetária, na medida em que permite que as autoridades monetárias concentrem seus esforços na redução e estabilização da inflação no longo prazo, sem, no entanto, impedir que sejam adotadas outras políticas, coerentes e compatíveis com a manutenção da estabilidade de preços, que visem, entre outros resultados econômicos, ao crescimento e ao desenvolvimento da economia. Apesar disso, trata-se de uma estrutura bastante recente, passível de aperfeiçoamentos, conforme vêm evidenciando as experiências dos diversos países sob o regime de metas de inflação.

Neste particular, pode-se concluir com base nos modelos analisados no decorrer deste trabalho, que existem evidências da estabilização das taxas de inflação em patamares inferiores aos observados no passado desde a adoção do regime de metas de inflação como guia de política monetária em cada um desses países, incluindo o Brasil. Ficando, entretanto, em aberto questionamentos:

- a) quanto à real contribuição desse arranjo para a convergência da inflação a esses patamares, visto que, entre os países analisados, o arrefecimento da trajetória inflacionária precede a adoção do sistema de metas; e
- b) quanto a sua permanência como estratégia efetiva de política monetária nesses países.

De qualquer maneira, não podem ser desprezados os esforços feitos até então, principalmente no caso brasileiro, para a estabilização dos preços. Embora ainda carente de ajustes, essa estratégia tem dado sinais de viabilização dos processos de produção, circulação e distribuição da atividade econômica, capazes de promover o crescimento econômico no País.

REFERÊNCIAS

BALL, L.; SHERIDAN, N. Does inflation targeting matter? **NBER Working Paper**, Cambridge, n. 9577, Mar. 2003.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Atas do COPOM, 67ª Reunião, Jan. 2002. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?COPOM67>>. Acesso em: 02 jun. 2014.

_____. Atas do COPOM, 80ª Reunião, Jan. 2003. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?COPOM80>>. Acesso em: 02 jun. 2014.

_____. Atas do COPOM, 92ª Reunião, Jan. 2004. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?COPOM92>>. Acesso em: 02 jun. 2014.

_____. Atas do COPOM, 104ª Reunião, Jan. 2005. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?COPOM104>>. Acesso em: 02 jun. 2014.

_____. Atas do COPOM, 116ª Reunião, Jan. 2006. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?COPOM116>>. Acesso em: 02 jun. 2014.

_____. Atas do COPOM, 124ª Reunião, Jan. 2007. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?COPOM124>>. Acesso em: 02 jun. 2014.

_____. Atas do COPOM, 132ª Reunião, Jan. 2008. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?COPOM132>>. Acesso em: 02 jun. 2014.

_____. Atas do COPOM, 140ª Reunião, Jan. 2009. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?COPOM140>>. Acesso em: 02 jun. 2014.

_____. Atas do COPOM, 148ª Reunião, Jan. 2010. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?COPOM148>>. Acesso em: 02 jun. 2014.

_____. Atas do COPOM, 156ª Reunião, Jan. 2011. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?COPOM156>>. Acesso em: 02 jun. 2014.

_____. Atas do COPOM, 164ª Reunião, Jan. 2012. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?COPOM164>>. Acesso em: 02 jun. 2014.

_____. Atas do COPOM, 172ª Reunião, Jan. 2013. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?COPOM164>>. Acesso em: 02 jun. 2014.

_____. **Relatórios de inflação**. Mar. 2002. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/direita.asp?idioma=P&ano=2002&acaoAno=ABRIR&m=03&acaoMes=ABRIR>>. Acesso em: 02 jun. 2014.

_____. **Relatórios de inflação**. Mar. 2003. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/direita.asp?idioma=P&ano=2003&acaoAno=ABRIR&m=03&acaoMes=ABRIR>>. Acesso em: 02 jun. 2014.

_____. **Relatórios de inflação**. Mar. 2004. Disponível em:
<<http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/direita.asp?idioma=P&ano=2004&acaoAno=ABRIR&mes=03&acaoMes=ABRIR>>. Acesso em: 02 jun. 2014.

_____. **Relatórios de inflação**. Mar. 2005. Disponível em:
<<http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/direita.asp?idioma=P&ano=2005&acaoAno=ABRIR&mes=03&acaoMes=ABRIR>>. Acesso em: 02 jun. 2014.

_____. **Relatórios de inflação**. Mar. 2006. Disponível em:
<<http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/direita.asp?idioma=P&ano=2006&acaoAno=ABRIR&mes=03&acaoMes=ABRIR>>. Acesso em: 02 jun. 2014.

_____. **Relatórios de inflação**. Mar. 2007. Disponível em:
<<http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/direita.asp?idioma=P&ano=2007&acaoAno=ABRIR&mes=03&acaoMes=ABRIR>>. Acesso em: 02 jun. 2014.

_____. **Relatórios de inflação**, Mar. 2008. Disponível em:
<<http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/direita.asp?idioma=P&ano=2008&acaoAno=ABRIR&mes=03&acaoMes=ABRIR>>. Acesso em: 02 jun. 2014.

_____. **Relatórios de inflação**. Mar. 2009. Disponível em:
<<http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/direita.asp?idioma=P&ano=2009&acaoAno=ABRIR&mes=03&acaoMes=ABRIR>>. Acesso em: 02 jun. 2014.

_____. **Relatórios de inflação**. Mar. 2010. Disponível em:
<<http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/direita.asp?idioma=P&ano=2010&acaoAno=ABRIR&mes=03&acaoMes=ABRIR>>. Acesso em: 02 jun. 2014.

_____. **Relatórios de inflação**. Mar. 2011. Disponível em:
<<http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/direita.asp?idioma=P&ano=2011&acaoAno=ABRIR&mes=03&acaoMes=ABRIR>>. Acesso em: 02 jun. 2014.

_____. **Relatórios de inflação**. Mar. 2012. Disponível em:
<<http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/direita.asp?idioma=P&ano=2012&acaoAno=ABRIR&mes=03&acaoMes=ABRIR>>. Acesso em: 02 jun. 2014.

_____. **Relatórios de inflação**. Mar. 2013. Disponível em:
<<http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/direita.asp?idioma=P&ano=2013&acaoAno=ABRIR&mes=03&acaoMes=ABRIR>>. Acesso em: 02 jun. 2014.

BANK OF CANADA. **Statistics**. Consumer price indexes, 2000 to present [2013]. Disponível em: <<http://www.bankofcanada.ca/rates/price-indexes/cpi/>>. Acesso em: 15 maio 2013.

BANK OF CANADA. **Summary of Key Monetary Policy Variables, Inflation-Control Target**. [2013]. Disponível em: <<http://www.bankofcanada.ca/rates/indicators/key-variables/inflation-control-target>>. Acesso em: 15 maio 2013.

BERNANKE, B. S.; MISHKIN F. Inflation targeting: a new framework for monetary policy? **NBER Working Paper Series**, Cambridge, n. 5893, p. 1-29, Jan. 1997.

BERNANKE, B. S. et al. **Inflation targeting**: lessons from the international experience. New Jersey: Princeton University Press, 1999.

BIONDI, R. L.; TONETO JÚNIOR, R. O Desempenho dos Países que Adotaram o Regime de Metas Inflacionárias: uma Análise Comparativa. **Cadernos PROLAM/USP**, ano 4, v. 2, p. 07-31, dez. 2005. Disponível em: <http://www.usp.br/prolam/downloads/2005_2_1.pdf>. Acesso em: 08 abr. 2013.

BOGDANSKI, J., TOMBINI, A.; WERLANG, S. R. C. Implementing inflation targeting in Brazil. **Working Paper Series**, Brasília, n. 1, p. 1-29, Jul. 2000.

BRUNILLA, A.; LAHDENPERÄ, H. Inflation-targets: principal issues and practical implementation. In: HALDANE, A. G. (Ed.). **Targeting inflation**. London: Bank of England, 1995.

CANZONERI, M., NOLAN, C.; YATES, A. Mechanisms for achieving monetary stability: inflation targeting versus the ERM. **Journal of Money, Credit and Banking**, v. 29, n. 1, p. 46-60, Feb. 1997.

CARSTENS, A; WERNER, A. Mexico's monetary policy framework under a floating exchange rate regime. **Research Documents**, México, n. 23, p. 62-124, mayo 1999.

CARVALHO, F. J. et al. **Economia monetária e financeira**: teoria e política. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.

CECCHETTI, S.; EHRMANN, M. Does inflation targeting increase output volatility? An international comparison of policymakers' preferences and outcomes. **NBER Working Paper Series**, n. 7426, Dec. 1999.

FRAGA, A.; GOLDFAJN, I.; MINELLA A. Inflation targeting in emerging market economies. **Working Papers Series**, Brasília, n. 10019, p. 1-50, Jun. 2003.

FRANCIA, R. M.; GARCÍA, T. A. Reducing inflation through inflation targeting: the Mexican experience. **Working Papers**, México, n.2005-01, p. 1-25, Jul. 2005.

GIAMBIAGI, F.; MATHIAS, A.; VELHO, E. O aperfeiçoamento do regime de metas de inflação no Brasil. **Economia Aplicada**, São Paulo, v. 10, n. 3, jul./set. 2006.

GONÇALVES, C. E. S. Metas de inflação e mecanismos de transmissão de política monetária: o caso brasileiro. **Economia Aplicada**, São Paulo, v. 5, n. 1, p. 159-176, jan./mar. 2001.

INTERNATIONAL MONETARY FUND. **World Economic Outlook Database**. [2013].

KING, M. Changes in UK monetary policy: rules and discretion in practice. **Working Paper Bank of England**, London, v. 39, n. 1, p. 81-97, jun. 1997.

LEAL, R. A.; FEIJÓ, F. T. O regime de metas de inflação foi a melhor escolha para o Brasil? **Economia & tecnologia**, Curitiba, v. 24, p. 43-52, jan./mar. 2011.

MANKIWI, N. G. **Macroeconomia**. 3. ed. Rio de Janeiro: LTC, 1998.

MANKIWI, N. G.; HALL, R. E. **Nominal income targeting: monetary policy**. Cambridge: University of Chicago Press, 1994.

MARTÍNEZ, G. O. **Inflation target**: A festschrift in honour of David Dodge. Nov. 2008. Disponível em: <<http://www.imf.org/external/np/seminars/eng/2011/res/pdf/go2.pdf>>. Acesso em: 08 abr. 2014.

MAXFIELD, S. **Gatekeepers of growth**: The international political economy of central banking in developing countries Princeton. Princeton: Princeton University Press, 1997.

McCALLUM, B. T. Inflation targeting in Canada, New Zealand, Sweden, the United Kingdom and in general. **NBER Working Paper**, Cambridge, n. 5579, May 1996.

MENDONÇA, H. F. Credibilidade das metas de inflação: uma análise aplicada do caso brasileiro. **Economia Aplicada**, São Paulo, v. 7, n. 4, out./dez. 2003.

_____. Metas de inflação: uma análise preliminar do caso brasileiro. **Economia Aplicada**, São Paulo, v. 5, n. 1, p. 129-158, jan./mar. 2001.

_____. Metas para a taxa de câmbio, agregados monetários e inflação. **Revista de Economia Política**, Rio de Janeiro, v. 22, n. 1, p. 34-52, jan./mar. 2002a.

_____. Teoria da credibilidade da política monetária. **Revista de Economia Política**, Rio de Janeiro, v. 22, n. 3, p. 46-64, jul./set. 2002b.

_____. Transparência, condução da política monetária e metas para inflação. **Nova Economia**, Belo Horizonte, v. 16, n. 1, p. 175-198, jan./abr. 2006. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/neco/v16n1/v16n1a05.pdf>>. Acesso em: 04 fev. 2013.

MINELLA, A.; FREITAS, P. S. de; MUINHUS, M. K. Inflation targeting in Brazil: constructing credibility under exchange rate volatility. **Working Papers Series**, Brasília, p. 1-35, May 2003.

MISHKIN, F. Can inflation targeting work in emerging market countries? **NBER Working Paper**, Cambridge, n. 10646, p. 1-34, Jul. 2004.

_____. International experiences with different monetary policy regimes. **NBER Working Paper**, Cambridge, n. 6965, Feb. 1999.

MISHKIN, F.; POSEN, A. Inflation targeting: lessons from four countries. **NBER Working Paper**, Cambridge, n. 6126, Aug. 1997.

MISHKIN, F.; SCHMIDT-HEBBEL, K. One decade of inflation targeting in the world: what do we know and what do we need to know? **NBER Working Paper**, Cambridge, n. 8397, p. 1-39, Jul. 2001.

MONTES, G. C.; FEIJÓ, C. A. Reputação, credibilidade e transparência da autoridade monetária e o estado de expectativa. **Economia e Sociedade**, Campinas, v.16, n. 2, p. 151-170, ago. 2007.

MORANDÉ, F.L. Una década de metas de inflación en Chile: desarrollos, lecciones y desafíos. *Economía Chilena*, Santiago, v. 04, n. 1, p. 35-62, abr. 2001. Disponível em: <http://www.bcentral.cl/estudios/revista-economia/2001/abril2001/rec_v4n1_pp35_62.pdf>. Acesso em: 08 abr. 2014.

OBSFELD, M. The logic of currency crises. **NBER Working Paper**, Cambridge, n. 4640, p. 1-54, set. 1994. Disponível em: < <http://www.nber.org/papers/w4640.pdf> >. Acesso em: 08 abr. 2014.

OBSFELD, M.; ROGOFF, K. Foundations of international macroeconomics. Cambridge: The MIT Press, 1996.

RESERVE BANK OF NEW ZEALAND. **Policy target agreement**. Mar. 1990a. Disponível em: <http://www.rbnz.govt.nz/monetary_policy/policy_targets_agreement/0073109.html>. Acesso em: 02 jun. 2014.

_____. **Policy target agreement**. 1990b. Disponível em: <http://www.rbnz.govt.nz/monetary_policy/policy_targets_agreement/0073108.html>. Acesso em: 02 jun. 2014.

_____. **Policy target agreement**. 1990c. Disponível em: <<http://www.rbnz.govt.nz/news/1999/0092613.html>>. Acesso em: 02 jun. 2014.

SAADI, J. **O poder e o cofre**: repensando o Banco Central. São Paulo: Textonovo, 1997, 280p.

SICSÚ, J. Expectativas inflacionárias no regime de metas de inflação: uma análise preliminar do caso brasileiro. *Economia Aplicada*, Rio de Janeiro, v. 6, n. 4, p. 703-711, out./dez. 2002a.

_____. Teoria e evidências do regime de metas inflacionárias. *Revista de Economia Política*, Rio de Janeiro, v. 22, n. 1, p. 23-33, jan./mar. 2002b.

_____. Credible monetary policy: a Post Keynesian approach. *Journal of post keynesian economics*, Rio de Janeiro, v. 23, n. 4, p. 669-697, Summer 2001. Disponível em: <http://www.ie.ufrj.br/moeda/pdfs/credible_monetary_policy.pdf>. Acesso em: 06 maio 2013.

SILVA, M. L. F. Plano real e âncora cambial. *Revista de Economia Política*, Rio de Janeiro, v. 22, n. 3, p. 3-24, jul./set., 2002.

SILVA, M. L. F.; PORTUGAL, M. S. **A recente experiência brasileira com metas de inflação**: uma avaliação preliminar. 2002. mimeo. Disponível em: <http://www.ufrgs.br/PPGE/pcientifica/2002_04.pdf>. Acesso em: 31 mar. 2014.

STATISTICS CANADA. **Consumer Price Indexes**. May 2013. Disponível em: <<http://www.statcan.gc.ca/tables-tableaux/sum-som/101/cst01/econ46a-eng.htm>>. Acesso em: 06 maio 2013.

STEVENS, G.; DEBELLE, G. Monetary policy goals for inflation of Australia. **Research Discussion Paper**, Australia, n. 9503, p. 1-28, mar. 1995. Disponível em: <<http://www.rba.gov.au/publications/rdp/1995/pdf/rdp9503.pdf>>. Acesso em: 08 abr. 2014.

STRACHMAN, E. **Metas de inflação no Brasil (1999-2012):** uma análise institucional. 2013. Disponível em: <<http://revistas.fee.tche.br/index.php/ensaios/article/view/2896>>. Acesso em: 03 mar. 2014.

UK NATIONAL STATISTICS. **Office for National Statistics**. [2013]. Disponível em: <<http://www.ons.gov.uk/ons/datasets-and-tables/index.html>>. Acesso em: 15 maio 2013.

UK NATIONAL STATISTICS. **History of and differences between the Consumer Prices Index and Retail Prices Index**: Release. [2013]. Disponível em: <<http://www.ons.gov.uk/ons/rel/cpi/consumer-price-indices/history-of-and-differences-between-the-consumer-prices-index-and-retail-prices-index/index.html>>. Acesso em: 15 maio 2013.