

TCC/UNICAMP

B73r

3683/IE

Inflação - Brasil
e Chile



1290003683



UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS

Instituto de Economia

CEDOC/IE

REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO: UMA
COMPARAÇÃO ENTRE O BRASIL E O CHILE

Tiago Bonfim de Paula Braga

Monografia de conclusão
do curso de Ciências
Econômicas na UNICAMP
sob orientação do Prof. Dr.
Rogério Pereira de Andrade

CEDOC/IE

Campinas, Junho de 2008.

*Aos meus pais, Maria e Simão,
Maior fonte de inspiração e incentivo;
Aos meus irmãos, Lucas e Mateus;
E ao meu eterno amor Tatiana.*

AGRADECIMENTOS

Gostaria, primeiramente, de agradecer ao Professor Rogério Pereira de Andrade, que foi um excelente professor e orientador durante todos estes anos de graduação. Devo dizer que não foi fácil o empenho dado a este trabalho com reuniões, muitas vezes realizadas no período noturno. Muitos ajustes e correções sempre com críticas totalmente produtivas. Conciliar trabalho profissional e trabalho acadêmico, realmente não é uma tarefa fácil. O meu muito obrigado pela confiança depositada e pelos estímulos. Seus conhecimentos e lições foram e serão essenciais para o resto de minha vida.

Um agradecimento especial à Professora Simone Silva de Deos, que se dispôs de seu tempo para agregar e muito o trabalho com críticas e seu grande conhecimento pertinentes ao tema deste trabalho.

Aos meus pais, obrigado pelo apoio de sempre e em especial a minha mãe. Mãe, muito obrigado por sempre acreditar em mim. Aos meus irmãos, sempre dispostos a me ajudar de alguma forma. À Tatiana, minha eterna companheira, presente em todos os momentos. Sempre me apoiando para que eu fizesse a coisa certa.

Aos meus queridos amigos de classe, gostaria de dizer que todos estes anos que passamos juntos em momentos de estudos, trabalhos, provas, discussões, debates e festas foram inesquecíveis. Tenho certeza que essa amizade que começou aqui continuará por toda a minha vida. Desejo a todos vocês toda a felicidade e sucesso sempre.

SUMÁRIO

RESUMO	6
INTRODUÇÃO	7
CAPÍTULO 1 – O REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO	9
1.1 A RESPONSABILIDADE DA DEFINIÇÃO DA META	13
1.2 A INTERAÇÃO ENTRE O REGIME DE METAS E OUTROS OBJETIVOS DE POLÍTICA.....	14
1.3 A DEFINIÇÃO DA META	14
1.4 O ÍNDICE DE PREÇOS	15
1.5 A BANDA DE VARIAÇÃO PARA A META	18
1.6 RESPONSABILIDADE PELO CUMPRIMENTO DA META	18
CAPÍTULO 2 – O REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO NO BRASIL	20
2.1 A EVOLUÇÃO DO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO NO BRASIL NO PERÍODO 1999 – 2006 ...	22
CAPÍTULO 3 – O REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO NO CHILE	32
3.1 A EVOLUÇÃO DO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO NO CHILE NO PERÍODO DE 1990 – 2006	34
CAPÍTULO 4 - O REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO NO BRASIL E NO CHILE: CONVERGÊNCIAS E DIVERGÊNCIAS	39
4.1 A INDEPENDÊNCIA DO BANCO CENTRAL	39
4.2 A RESPONSABILIDADE QUANTO AOS INSTRUMENTOS DA POLÍTICA	41
4.3 OS ÍNDICES	42
4.4 A UTILIZAÇÃO DE BANDAS E CLÁUSULAS DE ESCAPE	43
4.5 A META ÓTIMA DE INFLAÇÃO	44
4.6 A TRANSPARÊNCIA	46
CONSIDERAÇÕES FINAIS	47
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	51

RESUMO

Este trabalho pretende analisar qual foi o impacto da adoção do Regime Monetário de Metas de Inflação nas economias dos dois países apresentados (Brasil e Chile). O Chile adotou esse regime em Setembro de 1990, enquanto o Brasil optou por introduzi-lo em Junho de 1999. Apesar da adoção do Regime de Metas de Inflação, os países escolheram procedimentos de política econômica, inicialmente, diferentes.

Este texto procurará analisar quais os resultados mais relevantes em suas economias, procurando frisar se a metodologia escolhida pelos países foi uma escolha correta para a manutenção de um cenário econômico mais estável e propício para o crescimento e desenvolvimento do Brasil e do Chile.

INTRODUÇÃO

O Regime Monetário de Metas de Inflação foi uma alternativa não somente aos países em desenvolvimento, como é o caso dos países que este trabalho procurará analisar, mas também para os países desenvolvidos, como é o caso do precursor da adoção desse regime, a Nova Zelândia, que o implementou em 1990.

O Regime Monetário de Metas de Inflação pode ser definido como uma estratégia de condução da política monetária baseada nos seguintes aspectos:

- No anúncio de uma meta quantitativa de médio prazo para a inflação;
- No compromisso institucional com a adoção da estabilidade de preços como principal meta de longo prazo da política monetária;
- Na reduzida importância de metas intermediárias (agregados monetários no regime de metas monetárias);
- Em uma maior transparência na condução da política monetária quanto aos canais de comunicação entre Banco Central e os agentes econômicos;
- Na independência de instrumentos do Banco Central ou maior capacidade de execução de suas metas.

Esse regime foi uma alternativa aos países que na década de 90 sofreram crises, como foi o caso do México (1994 – 1995) e Brasil (1998 – 1999), e optaram pela adoção desse método com o objetivo da manutenção da estabilidade monetária.

No caso do Brasil, a adoção do regime em 30 de Junho de 1999 pelo Conselho Monetário Nacional (CMN¹) definiu as metas de inflação para os anos de 1999, 2000 e 2001. Um aspecto importante do regime de metas brasileiro consiste na publicação trimestral de um Relatório de Inflação por parte do Banco Central, nos moldes do *Inflation Report* do *Bank of England*, e nas reuniões do Comitê de Política Monetária

¹ O Conselho Monetário Nacional é composto pelo Presidente do Banco Central do Brasil, pelo Ministro do Planejamento e pelo Ministro da Fazenda.

(Copom), com a publicação das atas. Essas duas publicações têm como objetivo principal melhorar a comunicação da condução da política monetária do Banco Central com o público, e, com isso, torná-la mais transparente.

O Chile, primeiro país em desenvolvimento a adotar o regime, possuía no ano de 1990 uma inflação maior que 20% ao ano. Com a adoção do Regime de Metas de Inflação, o Banco Central do Chile propunha a queda dessa taxa para, aproximadamente, 3,5% ao final da década de 90. No Chile, o Banco Central anunciava a meta de inflação a ser seguida para o ano, sempre no mês de setembro. Essa metodologia seguiu-se até o ano de 1998. A partir de 1999 o Banco Central do Chile passou a anunciar as metas de inflação para os próximos três anos.

O trabalho está organizado da seguinte forma. Na sequência desta introdução, o Capítulo 1 pretende mostrar, em síntese, os principais aspectos teóricos do Regime de Metas de Inflação, por meio de uma visão geral de como ele é estruturado.

O Capítulo 2 e o Capítulo 3 apresentarão as principais características dos Regimes de Metas de Inflação adotados por Brasil e Chile, respectivamente. Eles mostrarão como foi efetuado o processo de adoção, bem como os principais indicadores macroeconômicos (inflação, crescimento do PIB, etc.) desde o início de sua adoção até o ano de 2006.

O Capítulo 4 fará uma análise das principais convergências e divergências na utilização do Regime de Metas de Inflação do Brasil e do Chile.

Por fim, na Conclusão faremos as considerações finais sobre o estudo realizado neste trabalho sobre os principais resultados macroeconômicos após a adoção pelos dois países do Regime de Metas de Inflação.

1. O REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO

O abandono de regimes monetários com base na *fixação da taxa de câmbio nominal* e no *estabelecimento de metas para os agregados monetários* foi uma das principais mudanças na década de 90, feita por muitos países, quanto à condução de sua política econômica. O câmbio fixo perdeu importância, pois colocava restrições aos preços dos bens comercializáveis, deixando a economia mais suscetível a ataques especulativos, além de gerar dificuldades aos países de se ajustarem frente a problemas externos, deixando-os sem o poder de realizar políticas monetárias (crises de 1997 e 1998 nos países emergentes). No âmbito do Sistema Monetário Europeu a extinção do regime de taxa de câmbio fixa na Alemanha, na década de 1970, levou-a a adotar um regime baseado no controle dos agregados monetários. Este regime consiste no anúncio de metas para um agregado monetário que seria capaz de guiar as expectativas inflacionárias. Porém, a instabilidade da demanda por moeda e as inovações financeiras dos últimos anos dificultaram cada vez mais no estabelecimento exato das metas para os agregados monetários. Dessa forma, na década de 1990 um novo regime monetário passou a ser adotado por muitos países, o Regime de Metas de Inflação, uma política monetária baseada em metas inflacionárias e com o objetivo de garantir a estabilidade de preços. O primeiro país a adotar, formalmente, o Regime de Metas de Inflação foi a Nova Zelândia, em 1990, seguida pelo Chile (1991), Canadá (1991) e Reino Unido (1992).

Apesar de muitos países desenvolvidos terem adotado esse regime, não foram somente eles que saíram à procura de uma política monetária que trouxesse mais estabilidade para suas economias. Ao final da década de 1990 muitos países em desenvolvimento também se viram atraídos por esse regime. Em decorrência de crises externas, países como o México (1994 – 1995), Coréia do Sul (1997 – 1998), Rússia (1998) e Brasil (1998 – 1999) também decidiram flutuar suas taxas de câmbio e mudar suas políticas monetárias no controle da inflação via uma âncora nas expectativas, através das metas de inflação.

A Tabela 1, a seguir, apresenta os países que adotaram o Regime de Metas de Inflação.

**TABELA 1 - PAÍSES QUE ADOTARAM O REGIME DE METAS DE
INFLAÇÃO**

Países desenvolvidos	Ano de adoção
An Austrália	1994
Canadá	1991
Islândia	2001
Nova Zelândia	1990
Noruega	2001
Reino Unido	1992
Suécia	1993
Suíça	2000
Países em desenvolvimento	Ano de adoção
África do Sul	2000
Brasil	1999
Chile	1991
Colômbia	1999
Coréia do Sul	1998
Czech Republic	1998
Hungria	2001
Israel	1992
México	1999
Peru	1994
Polônia	1998
Tailândia	2000

A teoria macroeconômica de inspiração novo-clássica e monetarista foi fundamental para o desenvolvimento do Regime de Metas de Inflação como uma alternativa para a condução da política monetária. Na análise desse regime, podemos encontrar pelo menos três pontos consensuais entre essas teorias: i) argumentos favoráveis ao estabelecimento de regras de política econômica em vez de ações discricionárias que possam gerar inconsistências; ii) cada vez mais o aparecimento de argumentos favoráveis de que a inflação baixa promove crescimento econômico e eficiência no longo prazo; iii) a não existência do *trade-off* entre desemprego e taxa de

inflação, expressa na Curva de Phillips de longo prazo, em que a política monetária não gera efeitos reais permanentes.

O Regime de Metas de Inflação deve ser interpretado como sendo uma ferramenta de política econômica que aumenta a transparência, a comunicação e a coerência da política monetária e não uma regra rígida tradicional de condução da política monetária (BERNANKE e MISHKIN, 1997, p.12).

Segundo seus defensores, o Regime de Metas de Inflação não pode ser qualificado como uma regra de política monetária, apesar de que o chamado *forward-looking* (previsão das metas a serem alcançadas para o período adotado) limita a autoridade monetária em praticar uma política monetária contrária ao objetivo de atingir a meta estabelecida. Dessa forma, a autoridade monetária não atuará na economia simplesmente com um simples mecanismo operacional, baseada na meta prevista e estabelecida. Ela atuará com um conjunto de modelos e usará as informações relevantes. Assim, há a tentativa de alcançar a política ideal para o acerto da meta de inflação prevista. O fundamento deste regime está na crença de que a política monetária não é capaz de estimular, de forma permanente, a demanda agregada, e, deste modo, impulsionar o crescimento do produto e do emprego continuamente. Uma política monetária voltada para estes fins ocasionaria permanentes aumentos da inflação. Outro ponto importante para os defensores do Regime de Metas de Inflação diz respeito à identificação de custos sociais da inflação, como ineficiência na alocação de recursos e problemas para o crescimento do produto no longo prazo, entre outros.

O cumprimento dos objetivos propostos pelas autoridades monetárias, refletidos em sua responsabilidade e transparência, seja através das bandas para as taxas de inflação ou pelo índice de preços, é ancorado através dos anúncios públicos de metas quantitativas de médio prazo para a inflação. Pode-se estabelecer um horizonte de longo prazo, mas este pode sinalizar um menor compromisso da autoridade monetária com o objetivo da estabilidade de preços. Fica, então, de responsabilidade da autoridade monetária o cumprimento da meta anunciada, não importando se ela será em pequeno, médio ou longo prazo.

Podemos considerar cinco elementos básicos quanto ao Regime de Metas de Inflação (MISHKIN, 2000):

- 1) o anúncio público das metas de inflação para o período adotado;

- 2) um compromisso com a estabilidade dos preços como proposta central da política econômica, sendo as demais subordinadas a esta;
- 3) ter informações estratégicas sobre as variáveis, e não somente sobre agregados econômicos ou a taxa de câmbio, que são utilizadas para a definição do cenário da política;
- 4) aumentar a transparência da política monetária através da comunicação com o público e com os mercados sobre os planos, objetivos e decisões das autoridades monetárias;
- 5) aumentar a responsabilidade do Banco Central em atingir os objetivos quanto à inflação.

O anúncio das metas estipuladas no médio prazo e o comprometimento do Banco Central em alcançá-las é de fundamental importância para o Regime de Metas Inflacionárias. O Regime de Metas não busca somente acabar ou controlar a inflação no período observado, mas objetiva também a manutenção de níveis baixos e estáveis de inflação no longo prazo. Para que todos esses mecanismos funcionem adequadamente, é importante que as expectativas dos agentes econômicos se mantenham ancoradas dentro do processo de formação das expectativas da inflação esperada.

No Regime de Metas de Inflação não há o desprezo por outras variáveis macroeconômicas como a taxa de câmbio, o desemprego ou o produto. Contudo, reconhece-se que as tentativas na realização de ajustes de curto prazo, através de políticas monetárias ativas, podem ser inócuas no longo prazo. Prioriza-se, neste caso, no âmbito da política econômica, a perseguição única e exclusiva das metas inflacionárias estipuladas.

Teoricamente, há relações diretas dentro do Regime de Metas Inflacionárias: o Banco Central, primeiramente, tenta prever a trajetória futura da inflação; essa previsão é comparada com a meta da taxa de inflação; após a comparação, extrai-se a diferença entre a previsão e a meta estipulada; daí é feito o ajustamento dos instrumentos da política monetária (via taxa de juros básica da economia).

1.1. A RESPONSABILIDADE DA DEFINIÇÃO DA META

A independência do Banco Central como o órgão responsável pela definição da meta de inflação é um fator importante para o Regime de Metas de Inflação. Apesar de que o Banco Central dependa de outros órgãos governamentais para a definição e/ou execução da política monetária, esse fato não deve ser encarado como uma falta de independência do mesmo quanto às suas decisões no âmbito do Regime de Metas de Inflação. A coordenação entre os órgãos governamentais, como o Ministério da Fazenda e o Banco Central de um país é um procedimento benéfico, pois se trata de um acordo entre as instituições formuladoras da política econômica, na qual o Regime de Metas Inflacionárias está incluído.

Quando se adere ao Regime de Metas de Inflação, essa meta deve ser a principal prioridade e o compromisso da política econômica [BLEJER (2000) e DEBELLE (1997)]. Assim, isso tem de estar claro no documento oficial de criação de tal mecanismo. A explicação na Curva de Phillips, do *trade-off* de curto prazo entre a inflação e o desemprego dá às autoridades monetárias a possibilidade de seguir uma política econômica que acarrete, no curto prazo, a uma de suas explicações. Na Curva de Phillips encontramos o conceito de que uma alta inflação causará uma diminuição na taxa de desemprego, ou baixa inflação com alta do desemprego. Com a adoção das metas inflacionárias, haverá por parte do Banco Central o registro da não existência do *trade-off* da Curva de Phillips no longo prazo. Com a inexistência do *trade-off*, a manutenção de uma inflação baixa se torna a melhor forma de se alcançar o crescimento sustentável do produto no longo prazo.

Diferentemente do caso da fixação da taxa de câmbio, o Regime de Metas de Inflação permite à política monetária responder a choques sobre a economia. A idéia é que a adoção de uma meta inflacionária específica “representa uma âncora para as expectativas inflacionárias e aumenta a confiança na condução da política monetária de forma superior à adoção de uma meta para a taxa de câmbio ou para agregados monetários, uma vez que problemas para a estabilidade de preços decorrente de ataques especulativos e instabilidade na velocidade da moeda são eliminados” (MENDONÇA, 2002, p.45). Foi com o objetivo de substituir seus regimes de taxa de câmbio fixa, que muitos países aderiram ao Regime de Metas de Inflação.

1.2. A INTERAÇÃO ENTRE O REGIME DE METAS E OUTROS OBJETIVOS DE POLÍTICA

A estabilidade financeira seria uma outra meta que o Banco Central poderia eleger junto com o controle da inflação. Um sistema bancário fortemente estruturado dá oportunidade para uma flexibilização da taxa de juros e isso facilitaria a condução da política monetária que tem como objetivo o controle da inflação. Isso diminuiria a probabilidade de riscos sistêmicos no mercado interbancário. Por outro lado, o Banco Central pode se ver em um cenário em que há um grande risco de um colapso no mercado financeiro. Quando isso ocorrer, as metas de inflação não deverão ser suas prioridades.

Outro tipo de articulação que pode ocorrer no âmbito do Regime de Metas de Inflação diz respeito aos objetivos da política fiscal e da política monetária. Como a prioridade da política econômica é o cumprimento das metas inflacionárias, a política fiscal deve ser formulada com o objetivo de não prejudicar o controle inflacionário programado pela política monetária associada ao Regime de Metas de Inflação. Caso ocorra uma interferência neste sentido, a correção deverá ser feita por meio da política monetária, freando os impactos adversos da política fiscal sobre as metas inflacionárias.

1.3. A DEFINIÇÃO DA META

Os instrumentos para a execução do alcance das metas inflacionárias são definidos de acordo com a demanda de cada país para com seus objetivos reais quanto ao seu ponto central ou a especificação da banda. Um indicador importante é o índice de preços oficial do país, pois é ele que irá balizar as ações dos formuladores de política sob o Regime das Metas Inflacionárias.

Segundo Alan Greenspan (1996): “Price stability obtains when economic agents no longer account of the prospective change in the general price level in their economic decisionmaking”. A estabilidade de preços é o principal objetivo do regime de metas inflacionárias. Se considerarmos uma estabilidade geral dos preços ao longo do tempo, poderemos admitir que a inflação seja igual ou próxima de zero. Porém, a estabilidade monetária não está, na prática, associada a uma taxa de inflação igual à zero. Ela se

relaciona com uma taxa de inflação pequena ou mínima. Normalmente, os países aceitam uma inflação em torno de 2% ao ano.

Mudanças na economia como uma simples substituição de produtos na cesta de consumo, ou na qualidade maior ou menor de alguns produtos desta cesta, podem fazer com que a inflação observada seja diferente da meta inflacionária. Podemos considerar, desta forma, que uma simples mudança no padrão de consumo pode ser prejudicial para o controle inflacionário.

Os principais motivos para a adoção de uma inflação positiva como meta, ao invés de inflação igual a zero como meta, são (BERNANKE e MISHKIN, 1997):

- 1) a existência de um viés na mensuração da maioria dos índices de preços ao consumidor – que varia entre países de 0,5 a 2% ao ano;
- 2) o recolhimento de alguma receita de senhoriagem;
- 3) o risco de manifestação de uma deflação sob metas muito baixas – que, se não antecipada e persistente, poderia provocar uma instabilidade no mercado financeiro, desencadeando uma recessão;
- 4) a possibilidade de produzir taxas de juros reais negativas, importantes em momentos de recuperação da atividade econômica.

Esses são casos possíveis, que podem indicar que o Regime de Metas de Inflação não deve estar ligado, necessariamente, a uma taxa de inflação igual a zero.

1.4. O ÍNDICE DE PREÇOS

O índice de preços escolhido pelos países que aderiram ao Regime de Metas de Inflação deve ser baseado no custo de vida das principais cidades de seus territórios. É este índice que servirá de base para os resultados das taxas de inflação. É por isso que a maioria dos países escolhe o Índice de Preços do Consumidor, ou um índice semelhante a este.

Podemos observar na Tabela 2 que a média das taxas de inflação do grupo de todos os países desenvolvidos é ligeiramente inferior à média dos países desenvolvidos que adotaram o Regime de Metas Inflacionárias. Portanto, de acordo com esses dados, quanto aos países desenvolvidos, não podemos afirmar que, desde 1999, na média, a adoção do sistema de metas reduziu as taxas de inflação dos países.

TABELA 2 – MÉDIAS DAS TAXAS DE INFLAÇÃO E CRESCIMENTO DO PIB (%) – PERÍODO: 1999 - 2006

Países	Taxa de Inflação (Média)	Crescimento Real do PIB (Média)
Países Desenvolvidos*	1,95	2,60
Austrália	3,09	3,29
Canadá	2,24	3,29
Nova Zelândia	2,26	3,54
Suécia	2,06	5,35
Suíça	0,95	1,80
Reino Unido	1,46	2,75
Países Desenvolvidos que Adotaram o Regime de Metas de Inflação	2,01	3,23
Países Em Desenvolvimento*	6,35	5,19
Brasil	7,46	2,75
Chile	2,95	3,69
Colômbia	7,09	2,80
Israel	2,10	3,60
México	6,79	3,05
Peru	2,39	4,06
Polônia	4,02	3,79
Países Em Desenvolvimento que Adotaram o Regime de Metas de Inflação	4,69	3,39

Fonte: FMI, World Economic Outlook.

* Inclui todos os países considerados desenvolvidos e em desenvolvimento de acordo com a classificação do Fundo Monetário Internacional.

No caso dos países em desenvolvimento, notamos que há um padrão distinto em relação aos países desenvolvidos. Ou seja, em média, a taxa de inflação das economias em desenvolvimento que adotaram o Regime de Metas de Inflação é inferior à média de inflação do total dos países em desenvolvimento. Dessa forma, de acordo com os dados

contidos na Tabela 2, existe uma evidência estatística de que o Regime de Metas Inflacionárias é eficaz em reduzir as taxas médias de inflação destes países.

Em relação ao crescimento do produto, apesar da sua maior volatilidade em ambos os grupos de países, desenvolvidos e em desenvolvimento, há um padrão distinto entre estes dois grupos de países. Para as economias desenvolvidas que não adotaram o Regime de Metas Inflacionárias, notamos uma média muito próxima de crescimento do PIB em relação as economias desenvolvidas que adotaram o Regime de Metas Inflacionárias, apesar de termos uma média de crescimento maior para os últimos. Já entre os países em desenvolvimento, os países que adotaram o Regime de Metas Inflacionárias possuem uma taxa de crescimento média bastante inferior ao grupo de países em desenvolvimento que optaram por não adotar o regime. Portanto, podemos considerar que, na média, a adoção deste regime para este grupo de países pode afetar negativamente o crescimento.

Podemos justificar o pior desempenho do crescimento do produto dos países em desenvolvimento que adotaram o Regime de Metas de Inflação, pelos mesmos possuírem uma maior propensão a enfrentar dificuldades quanto à credibilidade das autoridades monetárias em relação à manutenção da estabilidade de preços. Os países em desenvolvimento estão, também, propensos a choques externos, dominância fiscal¹ e financeira e isso dificulta as ações dos bancos centrais em realizarem uma política monetária eficaz que possibilite baixas taxas de inflação e pequenas variações no crescimento o produto de suas economias.

Dessa forma, pode-se notar que entre os países que adotaram o Regime de Metas Inflacionárias, os países desenvolvidos vêm apresentando um melhor desempenho em relação aos países em desenvolvimento.

¹ Sob esta interpretação, a autoridade fiscal define os déficits e superávits no presente e no futuro sem consultar a autoridade monetária, e, portanto, determina o montante de receita provinda da venda de títulos e senhoriagem. Neste caso, a autoridade monetária diante de uma restrição imposta pela demanda por títulos do governo tende a financiar, via senhoriagem, o restante da receita necessária para satisfazer a demanda da autoridade fiscal. Sob esta perspectiva, há a tendência de que o responsável pela política não mantenha o equilíbrio fiscal devido à expectativa de que o banco central garantirá os recursos necessários para satisfazer os gastos realizados. Assim sendo, o provável resultado de uma dominância fiscal é o aumento do déficit em decorrência da elevação dos gastos e da taxa de inflação proveniente da emissão monetária pelo banco central. (Mendonça, 2006, p. 27)

1.5. A BANDA DE VARIAÇÃO PARA A META

Utilizam-se bandas para a inflação no regime monetário de Metas de Inflação com o objetivo de diminuir o possível viés causado por um atraso da política monetária para se alcançar o controle e a estabilidade da inflação. Particularmente, cada país define a melhor amplitude para sua banda.

Bandas com amplitudes baixas podem mostrar certa credibilidade e maior responsabilidade para com a condução da política monetária. No entanto, podemos encontrar através da escolha de uma banda de curto ou médio prazo alguns prejuízos quanto à credibilidade do regime. Uma possível variação brusca da taxa de juros de curto prazo, por exemplo, poderia acarretar uma maior volatilidade quanto ao crescimento do produto e uma maior instabilidade no sistema financeiro. O resultado deste processo poderia ser um aumento da relação dívida líquida total em relação ao PIB.

Por outro lado, a escolha de um Regime de Metas Inflacionárias com bandas largas para a inflação pode ser prejudicial à credibilidade do regime. Se o objetivo dos responsáveis pela política monetária for uma maior credibilidade, seria mais interessante que fossem escolhidas baixas amplitudes para as bandas.

1.6. RESPONSABILIDADE PELO CUMPRIMENTO DA META

A transparência é uma característica fundamental no Regime de Metas. Quando se adere ao Regime de Metas de Inflação, mudanças na condução da política monetária são evidentes. Há uma preocupação acerca da comunicação entre os responsáveis pela política monetária e o público. As diretrizes da nova política devem ser bem explicadas quando do anúncio da mesma pelos seus responsáveis. Supõe-se que o impacto dessa transparência seja positivo e traga de forma mais eficaz os objetivos propostos. A estrutura transparente do Regime de Metas de Inflação ajuda as autoridades monetárias a comunicar suas intenções ao público e impõe algumas regras quanto à responsabilidade e disciplina dos Bancos Centrais e dos formuladores da política econômica. Dessa forma, esses vigorosos esforços de se comunicar com o público por parte das autoridades monetárias, mostrando os seus planos e objetivos, reforçam a

responsabilidade dos Bancos Centrais para a realização de seus objetivos (BERNANKE et. al., 1999).

O Banco Central pode ter tanto uma independência instrumental (independência de instrumento) quanto ser um formulador da política monetária (independência de meta). No primeiro caso, há a necessidade que o Banco Central tenha a sua disposição os instrumentos necessários para que possa alcançar seus objetivos sem depender de nenhuma outra autoridade política. Já no segundo caso, a independência de meta refere-se à liberdade que o Banco Central possui para definir qual o objetivo a ser alcançado. Percebe-se que existe uma subordinação a um órgão público maior. Normalmente, é para esse órgão que o Banco Central deverá responder sobre o cumprimento das metas estipuladas no Regime de Metas de Inflação.

A transparência pode refletir-se positivamente na formação de preços e salários com o intuito de diminuir o efeito monetário sobre a taxa de inflação, pois traz uma maior confiabilidade para os investidores. Já a articulação entre as instâncias de política econômica de maior importância para a gestão da economia de um país servirá de base para que não ocorra desvios de conduta como a adoção de políticas monetárias contrárias aos objetivos reais do Regime de Metas. É o caso de políticas expansionistas que podem gerar um viés inflacionário². Para se ter uma boa previsão de uma taxa de inflação futura favorável é importante que o Banco Central já goze de um grau de independência e que isso possa dar ao mesmo a capacidade de eleger os melhores instrumentos para uma análise econômica (ter conhecimento dos determinantes da inflação, dos mecanismos de transmissão da política monetária, estudos sobre as defasagens temporais envolvidas, aos choques que a economia pode estar sujeita, entre outros) bem definida e, dessa forma, realizar os objetivos estabelecidos.

² O conceito de *viés inflacionário* deriva do argumento da ineficácia das políticas. O âmago do conceito pode ser entendido como a tentação que os governos têm de buscar um aumento do produto e/ou redução do nível de desemprego por meio do uso de políticas monetárias expansionistas. Em outras palavras, os governos são propensos a fazer o uso do chamado princípio aceleracionista da curva de Philips (versão Friedman – Phelps), cujo resultado de longo prazo seria apenas um aumento da taxa de inflação. Daí o termo viés inflacionário – má condução da política monetária que acarreta como único resultado uma maior inflação (MENDONÇA, 2002).

2. O REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO NO BRASIL

O Regime de Metas de Inflação foi oficialmente implantado no Brasil em 1999, com o Decreto de n.º 3.088, de 21 de Junho de 1999. Este acontecimento deu-se após o abandono do regime de taxa de câmbio fixo (mini-bandas cambiais) em Janeiro de 1999, o qual foi uma tentativa fracassada do Banco Central do Brasil em controlar a desvalorização do Real. Este decreto trouxe como pontos principais:

- Metas de inflação seriam representadas por variações anuais de um índice de preços de ampla divulgação;
- As metas e os respectivos intervalos de tolerância seriam fixados pelo Conselho Monetário Nacional (CMN¹), mediante proposta do Ministro da Fazenda;
- Caberia ao Banco Central do Brasil executar as políticas necessárias para o cumprimento das metas estabelecidas;
- Um índice de preços a ser adotado para os fins previstos neste Decreto seria escolhido pelo CMN, mediante proposta do Ministro da Fazenda;
- Considera-se que a meta foi cumprida quando a variação acumulada da inflação – medida pelo índice de preços, relativa ao período de Janeiro à Dezembro de cada ano – situar-se na faixa do seu respectivo intervalo de tolerância;
- Caso a meta não seja cumprida, o Presidente do Banco Central do Brasil divulgará publicamente as razões do descumprimento, por meio de Carta Aberta ao Ministro da Fazenda, que deverá conter: descrição detalhada das causas do descumprimento; providências para assegurar o retorno da

¹ Ficou estabelecido com o Decreto que o Conselho Monetário Nacional fixaria, até o dia 30 de Junho de 1999, as metas de inflação para os anos de 1999, 2000 e 2001.

inflação aos limites estabelecidos; e o prazo no qual se espera que as providências produzam efeito;

- O Banco Central do Brasil deverá divulgar, até o último dia de cada trimestre civil, um Relatório de Inflação² abordando o desempenho do Regime de Metas de Inflação adotado, os resultados das decisões passadas de política monetária e a avaliação prospectiva da inflação.

Com a posse da nova diretoria do Banco Central ao final de Março de 1999, foi criado um Departamento de Pesquisa empenhado no fornecimento de suporte à tomada de decisões sobre a condução da política monetária. Dessa forma, foi designada ao Banco Central do Brasil a responsabilidade e a independência operacional para a condução da política monetária a fim de alcançar a inflação pretendida.

O Conselho Monetário Nacional estabeleceu, em 30 de Junho de 1999, o índice de preços oficial e as metas de inflação. O Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA³), calculado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatísticas (IBGE), foi escolhido para o propósito de balizar as metas de inflação.

Também foram anunciadas, pelo Conselho Monetário Nacional, as metas para os próximos três anos, bem como os intervalos de tolerância conforme consta no Decreto de adoção do Regime de Metas de Inflação. Para o ano de 1999 foi definida a meta de 8,0%, para 2000 a meta de 6,0% e para 2001 a meta de 4,0%. Quanto aos intervalos de tolerância, ficou definido o de $\pm 2\%$ para cada ano.

Foi adotada pelo Banco Central do Brasil, como principal instrumento para o alcance das metas inflacionárias estabelecidas, a taxa de juros como forma de controle da inflação. Para tanto, O Banco Central utiliza-se da Taxa Selic (Sistema Especial de Liquidação e Custódia) para alcançar a meta definida pelo Copom (Comitê de Política Monetária). Seguindo as diretrizes deste último, as operações de mercado aberto

² Este Relatório segue os moldes do *Inflation Report* do *Bank of England*

³ O IPCA refere-se a famílias com rendimentos mensais compreendidos entre 1 e 40 salários-mínimos, quaisquer que sejam as fontes de rendimentos, e residentes nas áreas urbanas do país. O sistema abrange as regiões metropolitanas do Rio de Janeiro, Porto Alegre, Belo Horizonte, Recife, São Paulo, Belém, Fortaleza, Salvador, Goiânia e Curitiba, além do Distrito Federal. Dessa forma, certamente, é o índice de maior abrangência geográfica e de renda.

passaram a ajustar a liquidez de mercado diariamente para manter a taxa de juros efetiva próxima da meta estipulada.

Quanto à estrutura operacional do Regime de Metas de Inflação, o Brasil optou pela escolha de um índice de inflação cheio, sem nenhuma medida para o núcleo (*core*) da inflação⁴. Este procedimento técnico foi justificado como essencial por razões de credibilidade, pelo menos no início da implementação do modelo. Outro ponto importante é que, dada a tolerância de 2 pontos percentuais, não são admitidas cláusulas de escape, para que o regime possa gozar de uma maior credibilidade. Caso a meta não seja atingida, como já foi colocado, o presidente do Banco Central deve enviar uma Carta Aberta para o Ministro da Fazenda, explicando o não cumprimento da meta, bem como suas providências e prazo para a retomada das metas estipuladas⁵.

A combinação do uso da inflação anunciada e a ausência de cláusulas de escape justificam a adoção do intervalo de tolerância de 2% e, certamente, faz as metas anunciadas ficarem mais apertadas do que elas realmente parecem. É importante salientar que a banda de flutuação da meta de inflação no Brasil tem sido uma das mais amplas no mundo.

2.1. A EVOLUÇÃO DO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO NO BRASIL NO PERÍODO 1999 – 2006

É importante que se diga inicialmente que a adoção do Regime de Metas de Inflação pelo Brasil foi um sucesso para a ancoragem das expectativas inflacionárias e, sobretudo, para a manutenção da estabilidade de preços.

Em 1999, o ano da adoção do regime, foi marcado, principalmente antes da introdução das metas de inflação, por uma perda das reservas internacionais (mais de R\$ 75 bilhões nos primeiros 2 meses do ano) e por um aumento do endividamento do setor público, que de R\$ 207 milhões em Janeiro de 1999 e passou para R\$ 241 milhões ao

⁴ A adoção de uma medida do núcleo da inflação como meta isola o efeito de choques temporários sobre a inflação. No Brasil, esta medida foi descartada tendo em vista que, na história recente do país, expurgos de preços teriam sido utilizados para manipular índices de inflação (MODENESI, 2005).

⁵ No início de 2002 houve a necessidade do envio da Carta Aberta para explicar o não cumprimento da meta da taxa de inflação de 2001. Para esse ano, o limite superior para a meta estipulada era de 6% a.a. Entretanto, a inflação do ano de 2001 atingiu o percentual de 7,7% a.a.

final de Dezembro de 1999. Porém, a condução da política monetária na lógica do Regime de Metas de Inflação foi bem sucedida neste ano. Apesar da meta central de 8,0% não ter sido alcançada, a inflação ficou dentro do intervalo de $\pm 2\%$. A inflação, medida pelo IPCA, fechou no acumulado do ano em 8,6%.

O ano de 1999 foi marcado também por uma forte desvalorização cambial (somente no mês de Janeiro o dólar chegou a R\$ 2,15, ante os R\$ 1,20 do final de 1998), sendo que a taxa de câmbio nominal fechou o ano em torno de R\$ 1,90 em relação ao dólar. No início de 1999, o Banco Central aumentou a taxa Selic em 45% ao ano, mostrando uma forte preocupação com a desvalorização cambial e o fato de acontecer um repasse integral para os preços. Esta medida causou um desaquecimento na economia brasileira com uma inflação ao consumidor de cerca de 10% (no atacado, impactada pela desvalorização, chegou a cerca de 20%), e desemprego alto (quase 20%).

Após a introdução do Regime de Metas de Inflação, verificou-se uma tendência de queda das taxas de juros. Essa queda pode ser justificada pela tentativa de um maior controle dos preços com as rígidas metas estabelecidas. O resultado foi que a taxa de juros Selic, que estava no início do ano em 45% ao ano, fechou em Dezembro a uma taxa de 19% ao ano, com uma média anual de 24,4%.

Contudo, a restrição da política monetária para o cumprimento das metas causou, em 1999, um comprometimento do crescimento econômico. O PIB registrou uma pequena taxa de crescimento, de 0,8%, além do PIB per capita apresentar uma variação negativa de 0,5%.

Para o ano de 2000, o cenário econômico estava mais favorável ao cumprimento das metas. Os juros permaneceram em queda, fechando em Dezembro a uma taxa de 15,75%, uma das mais baixas taxas de juros após a adoção do Regime de Metas de Inflação. A meta central para este ano foi de 6% e foi atingida, já que a inflação acumulada para o ano ficou em 5,97%.

Além da redução da taxa Selic, o cenário econômico trouxe benefícios para ao crescimento no ano 2000. Com essa flexibilização monetária, o bom desempenho econômico pôde ser observado com taxas de crescimento mais favoráveis, como é o caso do PIB (4,5%) e da renda per capita (2,9%).

O ano de 2000 é tido com um ano de estabilidade, especialmente quanto ao fato de não ter havido fuga de capitais. Apesar de um déficit nas transações correntes de,

aproximadamente, 24 bilhões de dólares, a taxa de câmbio nominal permaneceu relativamente estável, em torno de R\$ 1,85 por dólar.

O ano de 2001 inaugura um ciclo de três anos seguidos sem atingirmos as metas estabelecidas para a inflação. Choques externos sucessivos e desfavoráveis (incertezas políticas, aumento do preço do barril do petróleo – de um preço médio de US\$ 26 em 2001 para um preço médio de US\$ 31 em 2003 – e uma piora nas condições de financiamento para as economias emergentes) foram os principais acontecimentos para que não conseguíssemos atingir as metas estabelecidas. Isso fez com que a economia brasileira se colocasse em um momento delicado e frágil e, conseqüentemente, com um significativo impacto na inflação. Além da dificuldade de captação de recursos, visto que os agentes internacionais, devido às crises, reverteram suas expectativas com relação aos mercados emergentes, o Brasil ainda teve sua situação agravada, em virtude de sua crise energética. Tais fatores trouxeram como conseqüência a elevação do Risco-País, que atingiu um recorde no ano de 2002 (perto dos 2500 pontos) e uma forte volatilidade cambial.

A crise econômica e financeira na Argentina, bem como os ataques de 11 de Setembro nos Estados Unidos, associados à crise energética no Brasil, geraram uma forte pressão para a desvalorização cambial no Brasil. O dólar chegou a ser cotado a uma taxa nominal de R\$ 3,80 em Outubro de 2002.

Ainda no ano de 2001, no âmbito interno, é importante frisar o aumento dos chamados preços administrados⁶ por contrato, principalmente das tarifas de energia elétrica. A inflação desses produtos atingiu 10,4%, valor este superior à taxa de inflação medida pelo IPCA, que fechou em 7,7%.

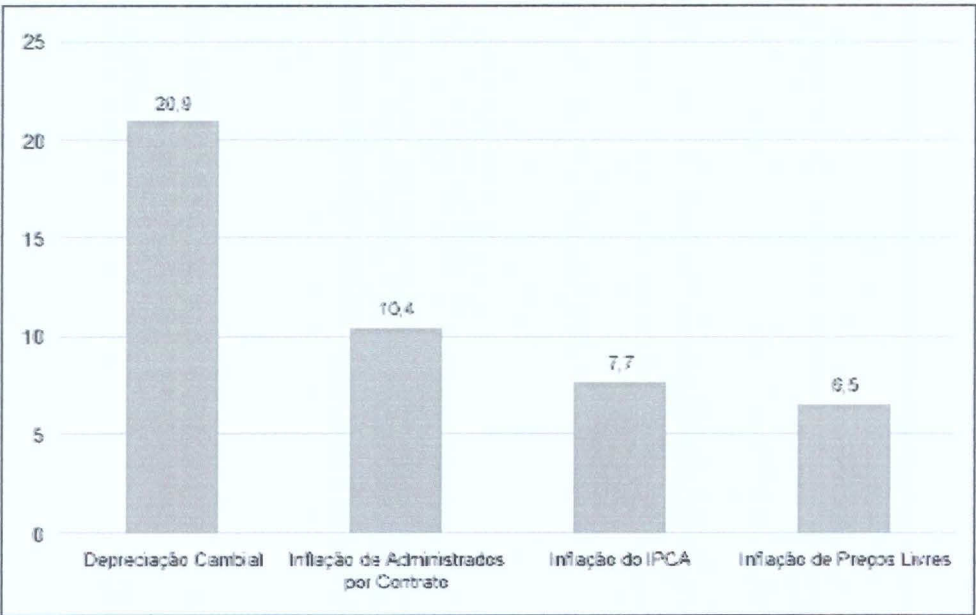
Conforme observado no trecho abaixo extraído da ata do Copom, de Março de 2001, o Banco Central passou a dar uma maior atenção à questão do repasse da taxa de câmbio para os preços domésticos, e a conseqüência disto sobre o aumento da taxa de juros:

⁶ A definição de preços administrados foi alterada pelo Copom em Julho de 2001 para incluir um conjunto ampliado de itens com peso de 30,7% no IPCA (referência Dezembro de 2001). Esse conjunto de preços inclui itens como – pesos no IPCA em parênteses – eletricidade (3,87%), telefone fixo (3,02%), ônibus urbano (4,61%), plano de saúde (2,55%), água e esgoto (1,64%), gás de bujão (1,35%), entre outros (Banco Central do Brasil).

A magnitude da variação cambial recente, frente à aceleração do ritmo da atividade econômica, pode aumentar o grau de repasse para os preços domésticos. Neste caso, a pressão inflacionária originada no canal de câmbio poderia elevar a taxa de inflação deste ano. Dos exercícios de simulação com o cenário considerado no modelo básico (estrutural), concluiu-se que a manutenção da taxa de juros no nível atual de 15,25% a.a. representa risco não desprezível para o cumprimento da meta de 4% para a inflação em 2001. (57ª Reunião – Ata do Copom, Banco Central do Brasil).

Este é o contexto de depreciação cambial e aumento dos preços administrados que conduziu a uma reversão do processo de flexibilização da política monetária no início do ano de 2001 (ver Gráfico 1). Em Janeiro de 2001 a taxa de juros Selic, que estava em uma média de 15,5%, começou um processo de crescimento até chegar em 19% no mês de Julho, patamar em que permaneceu até o final do ano.

**GRÁFICO 1 – DEPRECIAÇÃO CAMBIAL E INFLAÇÃO EM 2001
PERCENTUAL NO ANO**



Fonte: Banco Central do Brasil

Apesar do aumento da taxa de juros, isto não foi suficiente para garantir o cumprimento da meta de inflação para o ano de 2001. Além disso, houve em 2001 um

crescimento econômico pouco satisfatório, com o crescimento do PIB de apenas 1,3% e o Risco-País, medido pelo EMBI+⁷, chegou a passar de dois mil pontos básicos.

No ano de 2002, o Risco-País continuou aumentando. Este aumento se deu, basicamente, devido à baixa liquidez internacional, juntamente com as especulações e incertezas quanto à eleição presidencial do Brasil.

Foi um ano de forte depreciação cambial, chegando ao patamar de R\$ 3,34 por dólar em Setembro de 2002. Essa depreciação acabou por resultar em um aumento da razão dívida líquida do setor público/PIB de 61,7%. Isto aconteceu devido ao fato de que o componente da dívida interna indexada ao câmbio, que era elevado, foi o que mais variou.

Com as baixíssimas taxas de crescimento econômico, em virtude da política monetária altamente restritiva, principalmente na manutenção de juros altos, o Banco Central resolveu agir de forma a melhorar o ambiente econômico. Em vista disso, em Março de 2002, fixou a taxa de juros no patamar de 18,5%, frente aos 19% estabelecidos em Janeiro. Em Junho de 2002, o Banco Central alterou a meta de inflação para o ano de 2003, além de ampliar o intervalo de tolerância para $\pm 2,5\%$ ⁸. A meta para este ano, que antes era de 3,5%, passou para 4,0%.

A inflação de 2002, frustrando enormemente todas as expectativas do governo, fechou em 12,5%, sendo que o limite superior era de 5,5% e a meta central de 3,5%. Outro ponto importante a se salientar para esse ano foi o comportamento dos preços

⁷ O EMBI+ (*Emerging Markets Bond Index Plus*) ou Índice de Títulos de Países Emergentes foi criado no final de 1993 pelo Banco de Investimentos Norte-Americano J.P. Morgan e mede o desempenho de uma vasta carteira de países. Dentre eles, podemos citar países latino-americanos como o Brasil, Argentina, México, Colômbia e Venezuela; países europeus como Rússia, Bulgária e Polônia; e países africanos como Nigéria. Todos os países incluídos são os chamados “emergentes”, excluindo aqueles de risco menor, como muitos dos países da Europa Ocidental, Ásia e América do Norte. O risco Brasil é calculado com base no EMBI/Brazil.

⁸ Neste momento, o Banco Central passou a trabalhar com o conceito de meta ajustada. Ela é definida pelo somatório da meta estabelecida, da parcela da inércia do ano anterior a ser acomodada no ano corrente e do efeito primário dos choques dos preços administrados por contrato e monitorados. Esta meta poderia, desta forma, ser alterada durante o ano. Embora esta decisão possa ter levado a uma perda de credibilidade devido à mudança da meta, ganhou-se com a transparência e comunicação, já que houve uma explicação pública detalhada dos motivos que levaram ao fracasso na tentativa de alcançar o objetivo.

administrados, que tiveram um novo aumento. Chegou-se, em Setembro de 2002, a uma participação desses preços de 31,3% do IPCA, ante os 17% de 1999 e 28% de 2001.

Ao final de 2002, instaurou-se uma crise de confiança em relação ao futuro da política monetária. Isso ocorreu juntamente com uma retração financeira internacional em que o grau de inércia inflacionária chegou ao maior nível já alcançado após a adesão do Regime de Metas de Inflação e uma forte depreciação cambial⁹. Logo no início de 2003 percebia-se a dificuldade de alcançar a meta estabelecida de 4,0% para aquele ano, mesmo com o ajuste feito em Junho de 2002.

O ano de 2003 foi um ano em que o novo governo elegeu como metas o restabelecimento do controle inflacionário e a obtenção de linhas de crédito estrangeiro no Brasil. Sua primeira medida visando atingir essas metas foi o aumento da taxa de juros Selic de 25% a.a. (Janeiro de 2003) para 26,5% a.a. em Fevereiro de 2003.

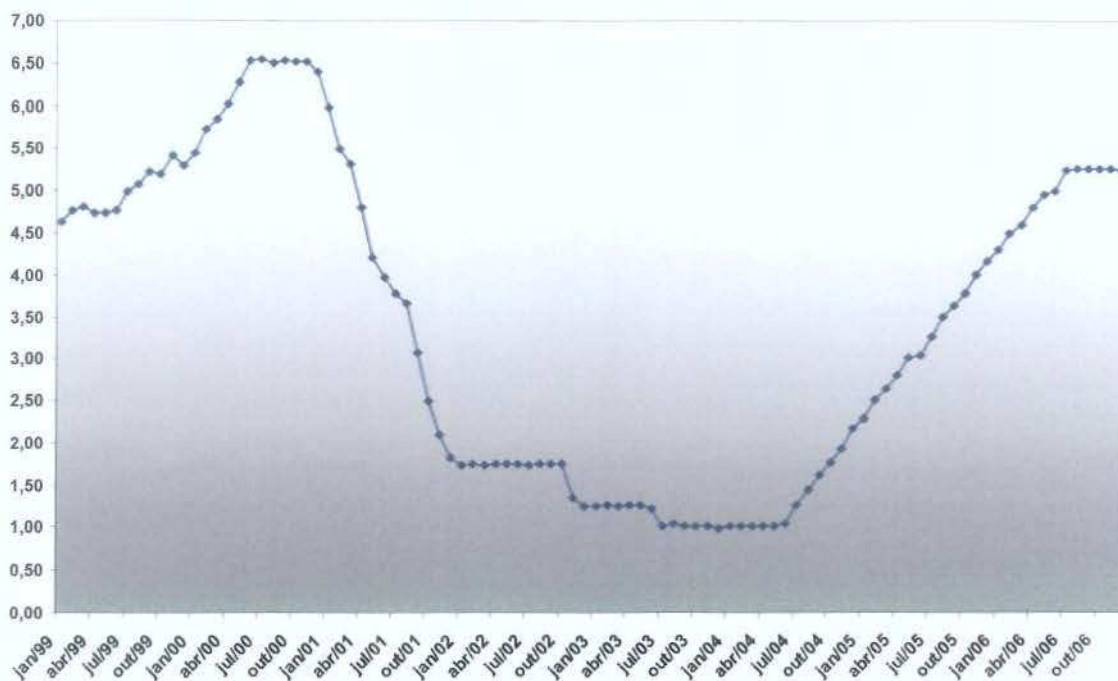
Este foi um ano em que se observou uma melhora na liquidez internacional e também de queda nas taxas de juros externas dos *Federal Funds* (Gráfico 2) no mercado norte-americano. O Risco-País de praticamente todos os países emergentes melhorou neste ano (Tabela 3). Com todas estas boas perspectivas para o ano, houve uma valorização da taxa de câmbio por um período que começou a partir de Março de 2003.

TABELA 3 – EMBI+ – PAÍSES EMERGENTES

Ano	Mês	Argentina	Brasil	México	Venezuela
2003	Janeiro	6.056,9	1.321,4	311,1	1.315,5
	Fevereiro	6.293,8	1.291,5	321,0	1.365,1
	Março	6.682,9	1.089,4	300,7	1.338,0
	Abril	5.499,7	897,0	258,5	1.264,3
	Maio	5.275,7	783,0	226,7	1.145,1
	Junho	4.704,6	751,8	228,0	981,0
	Julho	4.804,6	778,0	232,0	914,0
	Agosto	5.032,1	775,6	228,2	824,8
	Setembro	5.014,5	671,9	207,6	796,8
	Outubro	5.484,3	625,6	206,8	762,2
	Novembro	6.201,5	565,9	200,2	715,2
	Dezembro	5.777,5	488,6	203,7	613,3

Fonte: JP Morgan

⁹ Essa depreciação do câmbio no final de 2002 deveu-se à resposta dos mercados financeiros ao período de transição entre a administração de Fernando Henrique Cardoso e Lula, cuja história política era de oposição à política econômica “neoliberal”. Houve uma grande fuga de capitais no Brasil, antecipando a possibilidade de um *default* da dívida pública.

UNIDOS (1999 – 2006)

Fonte: Federal Reserve

A preocupação com a política de combate à inflação refletiu os juros altos deste ano. No primeiro semestre de 2003 os juros permaneceram a taxas superiores a 20%. A inflação em alta registrou 17,24% em Março (a maior taxa já registrada depois do Brasil ter aderido ao Regime de Metas de Inflação). Isso fez com que o Governo tivesse de tomar medidas que aumentassem os juros para que o ingresso de capitais no país aumentasse e também ocorresse uma valorização do câmbio (medidas funcionais no combate à inflação).

Com isso, os resultados começaram a aparecer. A partir de Maio, a inflação começou a desacelerar. A explicação para essa desaceleração foi que com a taxa de juros elevada, os capitais estrangeiros começaram a entrar no país e, com isso, houve uma valorização do câmbio. A valorização do Real trouxe uma queda substancial na taxa da inflação. A partir dessas melhorias, o Copom acompanhou o mercado e iniciou um período de queda da taxa de juros básica Selic. Ao final do ano de 2003, a taxa fechou no patamar de 16,5% a.a.

A partir do segundo semestre de 2003, com todos estes ajustes, a inflação começou a cair e fechou o ano em 9,3%. Entretanto, essa taxa ainda ficou maior que a meta central estabelecida de 4,0% (com 2,5% de intervalo) e também da meta ajustada de 8,5%, proposta para este ano¹⁰.

A economia registrou um crescimento do PIB de apenas 0,5%, em 2003, bem como uma retração do PIB per capita de 0,89%. O ano de 2003 foi um ano negativo quanto à questão do crescimento e distribuição de renda, além de também não ter sido alcançada a meta de inflação estabelecida. O Banco Central explicou que a maior parcela da inflação de 2003 ocorreu nos primeiros meses do ano, refletindo os mesmos fatores que levaram a aceleração da inflação do ano anterior.

No ano de 2004, o Brasil finalmente conseguiu uma estabilidade inflacionária aliada a um maior crescimento econômico. O IPCA registrou o valor de 5,15% em Maio de 2004 (o menor índice nos últimos quatro anos). A meta central da inflação estabelecida em Junho de 2002 para o ano de 2004 foi de 3,75% com intervalo de tolerância de 2,5%. Porém, em Junho de 2003, esta meta foi alterada, mudando para 5,5%, com o mesmo intervalo de tolerância. Apesar da expectativa de uma inflação mais próxima da meta central de 5,5%, a taxa de inflação terminou no ano em 7,6% a.a. Isto ocorreu porque a economia iniciou o ano de 2004 a partir de um baixo nível de atividade e uma taxa de desemprego alta.

Temendo uma alta da inflação, devido ao alto crescimento registrado no ano de 2004 (crescimento do PIB de 5,2% a.a., a maior taxa de crescimento do PIB desde 1986), o Banco Central começou, no segundo semestre de 2004, a uma nova política de aumento dos juros. Dessa forma, os juros fecham o ano em 17,75%, sendo que começara o ano no patamar de 16,50%.

A inflação no ano de 2005, pelo terceiro ano consecutivo, terminou em queda. Ela alcançou o acumulado de 5,7 %, ante os 7,6% do ano anterior. Essa foi a menor variação já registrada, até então, desde a introdução do Regime de Metas de Inflação no Brasil. Foi, também, o segundo ano consecutivo em que o governo conseguiu com que a meta estabelecida pelo Conselho Monetário Internacional (CMN) fosse alcançada.

¹⁰ Foi proposta a meta ajustada para o ano de 2003 de 8,5% pelo Banco Central, em carta aberta de 21 de Janeiro de 2003, aceita pelo então Ministro da Fazenda, Antônio Palocci Filho.

A queda da inflação neste ano deveu-se, principalmente, à desaceleração tanto dos preços monitorados e administrados por contrato, especialmente o preço da gasolina, quanto dos preços da alimentação – os preços dos alimentos *in natura*.

Foi no ano de 2006 que o Brasil atingiu a melhor meta desde a implantação do regime. A inflação acumulada para este ano foi de 3,1% ante os 5,7% em 2005. Os preços livres acumularam uma variação de 2,6% (1,3% para os comercializáveis e 4% para os não-comercializáveis). Além desses, os preços monitorados também sofreram um aumento de 4,3%. Dessa forma, a inflação efetivamente observada, pelo terceiro ano consecutivo, ficou dentro do intervalo de tolerância estabelecido pelo Conselho Monetário Nacional (CMN).

A Tabela 4 mostra a evolução anual da taxa de inflação no período de Janeiro de 1999 a Dezembro de 2006. Os anos de 1999, 2000, 2004, 2005 e 2006 foram marcados pelo sucesso no cumprimento da meta estabelecida. Já os anos de 2001, 2002 e 2003 foram marcados pelo descumprimento das metas de inflação. Observa-se que em 2002 a inflação foi expressiva e superior à meta estabelecida.

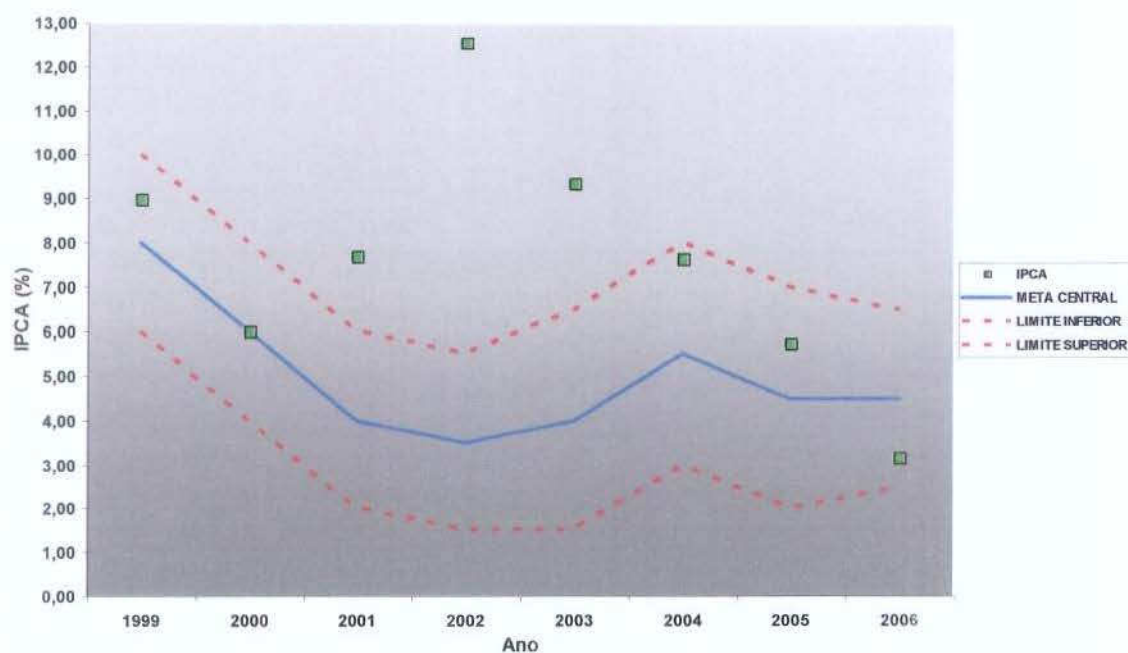
TABELA 4 – EVOLUÇÃO ANUAL DA TAXA DE INFLAÇÃO, DO CRESCIMENTO DO PIB E DOS JUROS (%) NO BRASIL (1999 – 2006)

ANO	IPCA	META CENTRAL	LIMITE INFERIOR	LIMITE SUPERIOR	RESULTADO	CRESCIMENTO DO PIB	TAXA DE JUROS (MÉDIA ANUAL)
1999	8,94	8,0	6,0	10,0	Positivo	0,8	19,00
2000	5,97	6,0	4,0	8,0	Positivo	4,5	16,20
2001	7,67	4,0	2,0	6,0	Negativo	1,3	19,10
2002	12,53	3,5	1,5	5,5	Negativo	1,9	23,00
2003	9,30	4,0	1,5	6,5	Negativo	0,5	16,90
2004	7,60	5,5	3,0	8,0	Positivo	5,2	17,50
2005	5,69	4,5	2,0	7,0	Positivo	2,3	19,15
2006	3,14	4,5	2,5	6,5	Positivo	2,9	15,10

Fonte: Banco Central do Brasil e Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE)

O Gráfico 3 mostra a evolução anual da meta de inflação do Brasil, bem como seus limites superior e inferior ao aderir ao Regime de Metas de Inflação no período de Janeiro de 1999 a Dezembro de 2006.

GRÁFICO 3 – O REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO NO BRASIL
(1999 – 2006)



Fonte: Banco Central do Brasil e Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE)

Podemos concluir a partir deste capítulo que o Brasil vem seguindo em linha com os principais desenvolvimentos sobre o Regime de Metas de Inflação no mundo, de forma a enquadrar-se no modelo institucional ideal proposto pela literatura, apesar de ainda não possuir um Banco Central Independente.

3. O REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO NO CHILE

Dos países considerados em desenvolvimento, foi o Chile o primeiro a adotar o Regime de Metas de Inflação. De 1984 até Setembro de 1999, a política cambial chilena foi baseada na indexação de uma banda cambial. O objetivo da banda era fornecer aos mercados uma orientação sobre as tendências da desejável taxa de câmbio real com o objetivo de reduzir sua volatilidade. No entanto, após a introdução da banda, fatores como a sua paridade central, seus intervalos (inferior e superior), sua referência ao dólar, e seu grau de simetria, foram alterados em resposta às mudanças dos objetivos da política e às condições de mercado. Além disso, intervenções marginais no câmbio eram realizadas com frequência e muitas vezes intensas.

O Banco Central do Chile se tornou independente no ano de 1989, passando a ter como um de seus principais objetivos o de zelar pela estabilidade da moeda e o normal funcionamento dos pagamentos internos e externos. Foi também instituído um Conselho (*Consejo del Banco Central*), responsável pelas decisões acerca do uso dos instrumentos de política monetária.

O *Consejo del Banco Central* é composto por cinco membros, todos indicados pelo Presidente da República, com aprovação do Senado, para um mandato de dez anos. Entre estes conselheiros, o Presidente da República deverá escolher um para ocupar o cargo de Presidente do Banco Central do Chile, que ocupará o cargo por cinco anos, ou o tempo que lhe restar como conselheiro.

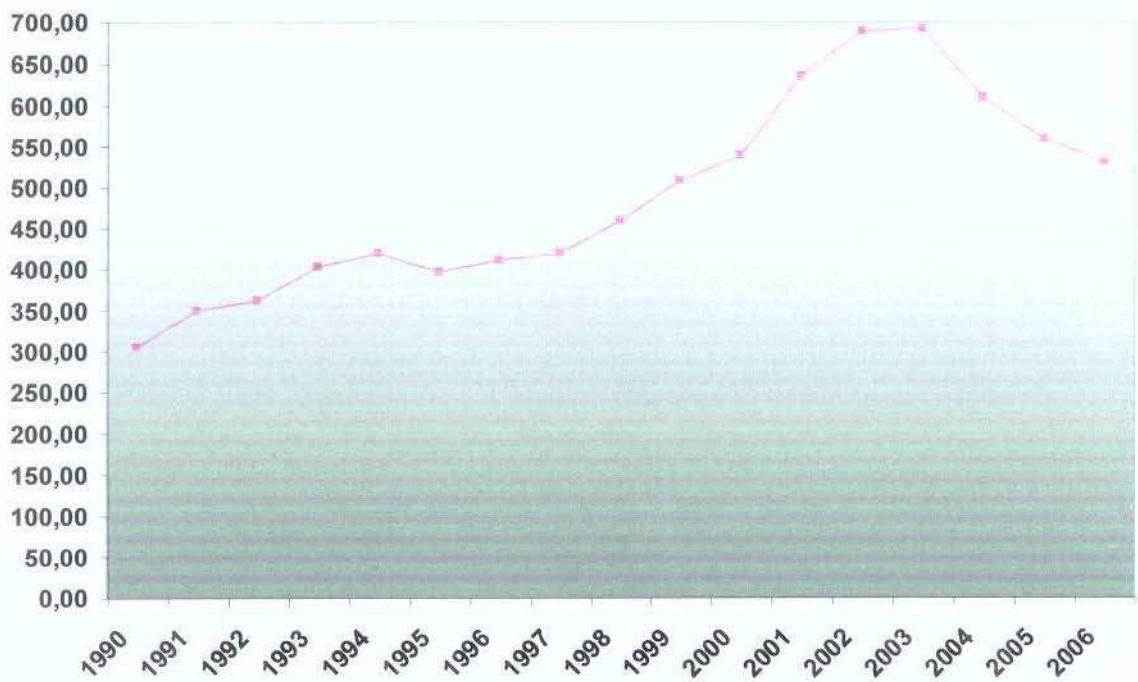
A meta de inflação é definida pela variação anual do IPC (*Índice de Precios del Consumidor*) que é elaborado pelo *Instituto Nacional de Estadísticas* (INE). É um indicador que tem grande representatividade e confiança no país. Dessa forma, a política monetária se orienta pela variação média esperada do IPC. A escolha do índice IPC como balizador das metas inflacionárias no Chile foi baseada em uma avaliação das vantagens e desvantagens de uma inflação diferente da meta central de 3% ao ano.

Foi no ano de 1991 que o Chile adotou o Regime de Metas de Inflação. Uma das principais causas dessa mudança em sua política monetária foi o fato de contar com uma inflação maior de 20% ao ano. Em setembro deste mesmo ano foi anunciada a meta de inflação para os próximos doze meses. Com um Banco Central independente e uma política fiscal visando à geração de orçamentos superavitários, formou-se no Chile um ambiente econômico favorável à obtenção de um maior controle de sua economia. Um dos objetivos principais foi o de diminuir as altas taxas de inflação existentes no

período. Além disso, o Chile também obteve uma vasta experiência quando de suas crises em seu sistema financeiro, na década de 1980, com uma supervisão e regulamentação bancária semelhante ao de países desenvolvidos.

Entre os anos de 1990 e 1997, ocorreu uma apreciação cambial do peso chileno, graças à entrada significativa de capitais do exterior. De acordo com dados do Banco Central do Chile no período referido anteriormente, o Chile apresentou um déficit em conta corrente de US\$ 14 bilhões, financiado com uma entrada líquida de capitais de US\$ 30 bilhões (US\$ 14 bilhões de Investimento Externo Direto, US\$ 5 bilhões de investimentos em carteira e US\$ 11 bilhões de capitais de curto prazo). Com isto, o país acumulou um superávit no balanço de pagamentos de US\$ 16 bilhões, que provocou uma apreciação cambial do peso chileno (Gráfico 4). Graças aos ganhos de competitividade, as exportações continuaram seu ritmo de expansão.

GRÁFICO 4 – TAXA DE CÂMBIO EFETIVA REAL (1990 – 2006)



Obs: Pesos por US\$ 1

Fonte: Banco Central do Chile

Podemos considerar que houve também um fator diferencial quanto à adoção das metas no Chile. Inicialmente, as autoridades chilenas utilizaram uma inflação projetada

que não foi considerada um objetivo oficial, mas apenas uma inflação considerada a mais correta para o período. Havia, dessa forma, uma maior flexibilidade quanto ao Regime de Metas de Inflação, diferentemente de outros países que haviam adotado este tipo de política monetária em que a meta era perseguida a todo o custo. Foi uma espécie de “teste” antes da formalização quanto à adesão do Regime.

O Chile utilizou um sistema de bandas cambiais até o ano de 1998. Dessa forma, para se chegar a uma estabilidade monetária, a escolha das autoridades econômicas chilenas em obter uma estabilidade de preços via a adoção de um Regime de Metas de Inflação como âncora nominal foi feita de forma gradual. Foi estipulada inicialmente uma queda da inflação maior de 20% para o ano de 1991, chegando ao patamar dos 3,0% para o ano de 2006.

Em 1999, quando o sistema de bandas cambiais foi suspenso, a taxa de câmbio estava próxima ao centro da banda (4,6% em 1998, sendo o centro da banda 4,5%). Esse fato demonstra que a escolha por um sistema de taxas de câmbio flexíveis não foi um resultado de pressões do mercado. A mudança por um sistema de câmbio flutuante foi introduzida tanto para que o mercado pudesse determinar as taxas de câmbio, quanto para reforçar o Regime de Metas de Inflação adotado pelo Governo como balizador da política monetária no Chile.

3.1. A EVOLUÇÃO DO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO NO CHILE NO PERÍODO DE 1990 – 2006

Desde o ano de 1999, o marco da política econômica realizada no Chile tem sido o regime de câmbio flutuante, juntamente com o Regime de Metas de Inflação. A escolha por esse regime foi gradual e influenciada pelas condições econômicas em que o Chile se encontrava, as quais serão descritas sinteticamente neste tópico e, sobretudo, pelo ambiente econômico internacional ao qual ele estava inserido. Após uma tentativa fracassada da utilização de um câmbio fixo na década de 1980, o Banco Central do Chile adotou um regime de câmbio administrado, estimulando uma desvalorização da taxa de câmbio real com o objetivo de melhorar as contas externas. No ano de 1999 com uma maior estabilidade econômica, em particular no seu mercado de câmbio, o sistema de bandas foi abandonado, abrindo espaço para a adoção de um câmbio flutuante.

O Banco Central do Chile anuncia suas metas de inflação para os próximos doze meses sempre no mês de setembro. Mas o ano de 1999 foi o último ano a ter uma meta

flutuante. Com o anúncio formal da adoção do Regime de Metas pelo Banco Central do Chile, a meta passaria a ser fixa em 3% e não mais decrescente. Esta seria a única meta formal do Banco Central chileno. Portanto, com uma meta central fixa, a partir do ano de 2001, ela teria uma banda flutuante a ser seguida entre 2% e 4% (MORANDÉ, 2001).

Contudo, o Banco Central também anunciou, neste mesmo ano, a publicação de relatórios periódicos sobre a inflação, com o objetivo de aumentar sua transparência e obter um ganho de credibilidade. Dessa forma, ao acrescentar todas essas medidas, o Chile entraria para o grupo dos países que possuem um Sistema de Metas de Inflação completo ou chamado “*Full Fledged*”¹.

O Chile é considerado um caso de sucesso quanto da adoção do Regime de Metas Inflacionárias. No início dos anos 90, a taxa de inflação da economia chilena era maior que 20%, mas com a adoção do Regime de Metas, essa alta inflação começou a cair e, já no ano de 2001, o Chile gozava de uma inflação em torno de 2,6%. Também não podemos deixar de destacar as médias superiores a 8% ao ano de crescimento do PIB, na década de 90, um crescimento comparado ao crescimento econômico dos tigres asiáticos.

No ano de 1998 a taxa de crescimento do PIB chileno caiu mais que a metade, se comparado ao ano anterior (6,6% em 1997). Houve um crescimento modesto de 3,2%, se comparado ao crescimento, por exemplo, do ano de 1992 (12,3%). Nesse período o Banco Central do Chile relutou em afrouxar a política monetária, impossibilitando a taxa de câmbio de se depreciar na tentativa de mudar as condições desfavoráveis de comércio internacional. O Banco Central elevou a taxa de juros para tentar manter a taxa de câmbio flutuando em uma banda estreita. Esse erro provocou um desempenho ruim do produto, além do limite superior da meta ter sido ultrapassado.

Já no ano de 1999, o Banco Central corrigiu esse erro, diminuindo a taxa de juros básica da economia, o que permitiu a depreciação do peso.

¹ Por *Full-Fledged Inflation Targeters* (FFIT), podemos entender a forma mais conhecida do Regime de Metas de Inflação e que congrega o maior número de países. Suas autoridades monetárias dispõem de uma credibilidade média alta e se comprometem claramente – inclusive de forma institucional – a aplicar o regime de metas. O Brasil faz parte deste grupo que reúne todos os países que adotam explicitamente o regime de metas de inflação (FARHI, 2007, p.12).

O ano de 2000 foi um ano de modificações e aperfeiçoamento quanto à estrutura do regime implementado pelo Banco Central do Chile. É nesse ano que ele começou a publicar os relatórios sobre inflação, baseados nas publicações dos países desenvolvidos. O Chile escolheu uma estratégia que tinha por objetivo um aperfeiçoamento e comprometimento do regime de meta de inflação. Com o passar do tempo, ao estabelecer sua condução da política monetária com metas de inflação decrescentes, o horizonte seria de nove anos para a estabilidade desejada.

No período, entre 1998 e 2003 a taxa de câmbio efetiva real começa a mostrar sinais de depreciação (com média em 1998 de 459 pesos chilenos/dólar chegando à média de 688 pesos chilenos/dólar em 2003). Com isso a balança comercial continuou melhorando (média de superávits US\$ 1,7 bilhões/ano) no período (1998 – 2003). De acordo com dados do balanço de pagamentos do Chile², entre 1998 e 2003, o déficit em conta corrente foi de US\$ 7,2 bilhões, financiados com uma entrada líquida de capitais de US\$ 3,8 bilhões (US\$ 13 bilhões de Investimento Externo Direto, US\$ -11 bilhões de investimentos em carteira e US\$ 1,8 bilhão de capitais de curto prazo). Dessa forma, o déficit global do balanço de pagamentos foi de US\$ 3,4 bilhões. Houve uma saída de capitais em carteira em função da crise de final dos anos 90 e, por outro lado, os capitais de curto prazo tiveram uma diminuição expressiva de fluxo de US\$ 11 bilhões, no período anterior, para US\$ 1,8 bilhão no período recente. Isso porque o Chile impôs severas restrições ao fluxo de capitais de curto prazo, combinando tributos e depósitos compulsórios sobre o capital especulativo.

O sucesso do Regime de Metas Inflacionárias no Chile não está atribuído somente ao bom desempenho do Banco Central quanto à condução da política monetária que levou o Chile a ter uma estabilidade macroeconômica, mas também de todas as políticas complementares de superávits orçamentários e uma forte regulação e supervisão no setor financeiro.

Observa-se uma performance macroeconômica favorável na economia chilena. Em 2005, o Chile cresceu 6,3%, obtendo um superávit comercial de 10 bilhões de dólares.

No ano de 2006, o Chile obteve um crescimento econômico de 4%, sua taxa de inflação fechou o ano em 2,6% e sua taxa de desemprego em 7,8%. Ainda assim obteve

² Boletín Mensal do Banco Central de Chile, Volume 78, Número 928, Junho de 2005.

uma taxa de PIB per capita em valor nominal de US\$ 8.850, que segundo o FMI foi a maior taxa de PIB per capita em valores nominais da América Latina.

Segundo MORANDÉ, F; SCHMIDT-HEBBEL, K. (1999), o sucesso da adesão do Regime de Metas de Inflação pelo Chile pode ser explicado, principalmente, pelo gradualismo das metas, com horizonte prolongado, de altas taxas médias de inflação para taxas baixas. Este gradualismo foi essencial para aliar a estabilidade de preços com crescimento econômico. Dessa forma, o processo bem gradual implementado pelo Chile desde o início da década de 1990 tinha por objetivo alcançar a sua meta no longo prazo (inflação anual de 3%) em nove anos, com isso não prejudicando tanto seu crescimento econômico.

É nesse sentido que a adoção de um Regime de Metas de Inflação pelo Chile não causou, na média, um elevado custo em termos do lado “real” da economia. Na década de 1990, a economia chilena apresentou um elevado crescimento econômico sustentável, com queda da inflação e do desemprego. A Tabela 5 mostra os principais resultados macroeconômicos do Chile com a adoção ao Regime de Metas de Inflação.

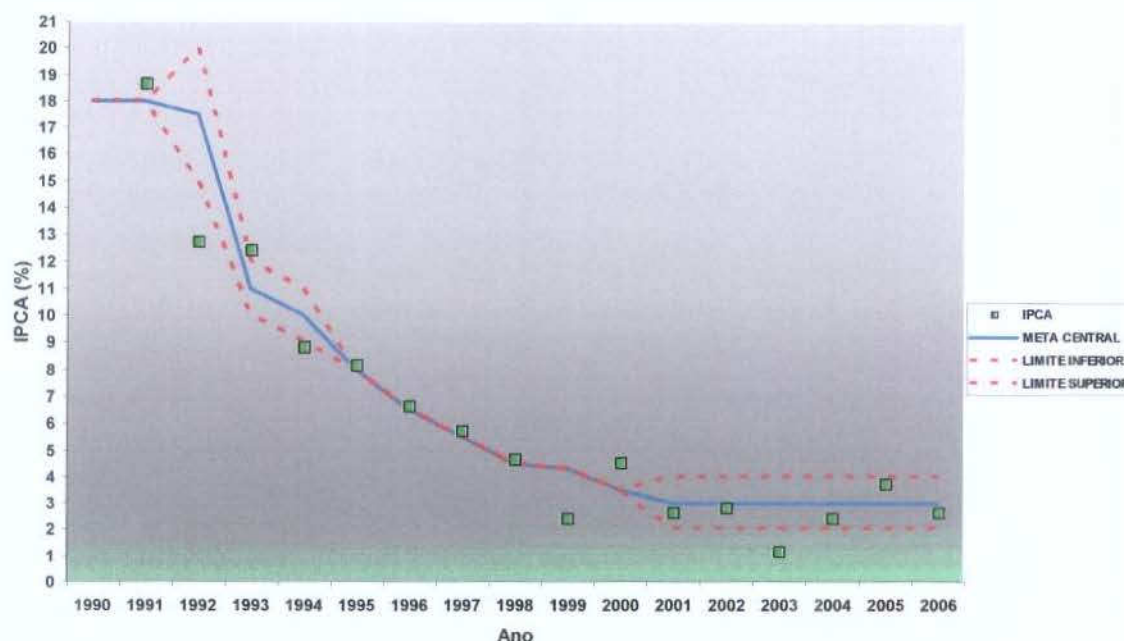
TABELA 5 – EVOLUÇÃO ANUAL DA TAXA DE INFLAÇÃO, DO CRESCIMENTO DO PIB E DOS JUROS (%) NO CHILE – (1990 – 2006)

ANO	IPCA	META CENTRAL	LIMITE INFERIOR	LIMITE SUPERIOR	RESULTADO	TAXA DE JUROS	CRESCIMENTO DO PIB
1990	27,3	18,0	18,0	18,0	Negativo	-	3,7
1991	18,6	18,0	18,0	18,0	Negativo	-	8,0
1992	12,7	17,5	15,0	20,0	Negativo	-	12,3
1993	12,4	11,0	10,0	12,0	Positivo	-	7,0
1994	8,8	10,0	9,0	11,0	Positivo	-	5,7
1995	8,1	8,0	8,0	8,0	Positivo	-	10,6
1996	6,6	6,5	6,5	6,5	Positivo	7,3	7,4
1997	5,7	5,5	5,5	5,5	Positivo	6,9	6,6
1998	4,6	4,5	4,5	4,5	Positivo	9,0	3,2
1999	2,4	4,3	4,3	4,3	Positivo	5,9	-0,8
2000	4,5	3,5	3,5	3,5	Negativo	5,3	4,5
2001	2,6	3,0	2,0	4,0	Negativo	5,1	3,4
2002	2,8	3,0	2,0	4,0	Positivo	4,1	2,2
2003	1,1	3,0	2,0	4,0	Negativo	2,7	3,3
2004	2,4	3,0	2,0	4,0	Positivo	1,9	6,1
2005	3,7	3,0	2,0	4,0	Positivo	3,4	6,3
2006	2,6	3,0	2,0	4,0	Positivo	5,0	4,0

Fonte: Banco Central do Chile e Instituto Nacional de Estatísticas (INE).

O Gráfico 5 mostra a evolução anual da meta de inflação do Chile, bem como seus limites superior e inferior ao aderir ao Regime de Metas de Inflação no período de Janeiro de 1990 a Dezembro de 2006.

GRÁFICO 5 – O REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO NO CHILE
(1990 – 2006)



Fonte: Banco Central do Chile e Instituto Nacional de Estatísticas (INE).

Assim, com o Regime de Metas de Inflação o Chile tem contribuído com uma política de credibilidade que é apoiada a uma convergência gradual para a estabilidade de preços. As evidências mostram que um anúncio de uma meta fixa para a inflação é sustentado por uma política monetária de credibilidade para que não gere danos às expectativas dos agentes econômicos e convirja para uma taxa de inflação baixa e estável. É dessa forma que o Chile foi o primeiro país a compatibilizar uma taxa de câmbio flutuante junto a uma política monetária calcada em uma meta de inflação pré-estabelecida.

4. O REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO NO BRASIL E NO CHILE: CONVERGÊNCIAS E DIVERGÊNCIAS

O Regime de Metas de Inflação é um mecanismo que pode ser utilizado de diferentes maneiras. Existem países, como é o caso do Brasil, que a meta de inflação é perseguida a todo o custo, mesmo que seja necessária a utilização de altas taxas de juros como forma de barrar a inflação crescente. Por outro lado, há países como o Chile, que utilizam outros mecanismos para que a meta seja cumprida, como políticas cambiais. O compromisso de atingir uma inflação próxima à meta estabelecida faz com que as decisões das autoridades monetárias caminhem no sentido da melhor utilização dos instrumentos da política monetária, sem perda de credibilidade e transparência, pois acreditam em sua eficácia quanto à estabilidade de preços. A tomada de decisão se fará após a melhor análise das informações relevantes, que servirão de base para a decisão dos meios para atingir a meta estabelecida.

Este capítulo fará uma discussão sobre os principais tópicos relevantes quanto à adoção do Regime de Metas de Inflação em ambos os países. Os tópicos apresentados mostrarão as semelhanças e as diferenças, quando existirem, do Regime de Metas de Inflação no Brasil e no Chile.

4.1. A INDEPENDÊNCIA DO BANCO CENTRAL

A independência do Banco Central tornou-se uma condição importante quanto ao funcionamento do Regime de Metas de Inflação¹. Para os defensores do Regime, a condição de independência instrumental do Banco Central não trará pressões políticas, já que ela maximiza a transparência minimizando uma possível interferência política geradora de um possível viés inflacionário². Dessa forma, com a independência do Banco Central o problema da inconsistência temporal³ da política monetária seria

¹ Conforme já mencionado no primeiro capítulo, um dos cinco elementos básicos quanto ao Regime de Metas de Inflação: “aumentar a responsabilidade do Banco Central em atingir os objetivos quanto à inflação”, neste caso a independência do Banco Central quanto ao instrumento da política é uma condição importante no Regime de Metas de Inflação. (MISHKIN, 2000)

² Ver DEBELLE, G. & STANLEY F. (1994, p. 217) e BERNANKE, B; MISHKIN, F. (1997 p. 102)

³ A inconsistência temporal surge na medida em que os *policymakers* são incapazes de se comprometer com uma política de baixa inflação. Uma vez que os agentes econômicos tenham formado suas

atenuado, eliminando a possibilidade de monetização da dívida⁴, bem como a execução de uma política monetária expansionista.

Embora não tenha relação com o surgimento do Regime de Metas de Inflação, seus defensores acreditam que ele contribui para um aumento da independência dos Bancos Centrais⁵. O Banco Central do Chile teve sua independência legal, ou seja, foi previsto um decreto desde o ano de 1989 (Ley Orgánica y Constitucional del Banco Central de Chile, Artículo 3º)⁶ que lhe nomeia independente. Já o Banco Central do Brasil, apesar de gozar de certa independência, ainda não possui sua independência legal.

Quanto à independência nos instrumentos de política monetária (*instrument independence*)⁷, tanto o Banco Central do Chile quanto o Banco Central do Brasil a possuem. Porém, conforme já mencionado, entre os dois bancos, o Banco Central do Brasil não possui independência na determinação das metas⁸ (*goal independence*)⁹. O Banco Central do Chile possui livre arbítrio na escolha da meta de inflação¹⁰, exercendo, desta forma, o papel de formulador de política monetária e não apenas o papel de executor.

expectativas supondo que o governo irá manter a inflação baixa, os *policymakers* se sentirão tentados a abandonar tal política e promover uma queda no desemprego para abaixo da taxa natural, ao custo de uma elevação da inflação. Dada esta hipótese de comportamento tem-se a inconsistência da política monetária no tempo, que produz um viés inflacionário. Com a Independência do Banco Central, a inconsistência temporal seria superada via aumento da reputação e credibilidade do Banco Central em manter os níveis de inflação baixos conforme sinalizado em sua política monetária.

⁴ A chamada monetização da dívida é uma forma de financiamento do déficit do setor público. O governo expande a moeda para resgatar os títulos da dívida pública. Contudo, esta forma de financiamento é criticada por gerar pressão inflacionária.

⁵ Segundo MISHKIN (2000), a independência efetiva do Banco Central não está necessariamente ligada a questões legais, o desenvolvimento natural de instituições monetárias fortes mostra-se mais importante.

⁶ Site do Banco Central de Chile

⁷ Ver DEBELLE, G. & STANLEY F. (1994, p. 197)

⁸ Ver Capítulo III da Lei do Sistema Financeiro Nacional de nº 4.595, de 31 de Dezembro de 1964 – Disponível no site do Banco Central do Brasil.

⁹ Ver DEBELLE, G. & STANLEY F. (1994, p. 197)

¹⁰ São feitas consultas ao governo antes do estabelecimento da meta, mas quem toma efetivamente a decisão é a autoridade monetária. (MORANDÉ, 2001)

4.2. A RESPONSABILIDADE QUANTO AOS INSTRUMENTOS DA POLÍTICA

Quanto à estrutura interna de cada Banco Central, existe uma responsabilidade quanto às decisões do uso dos instrumentos de política monetária, assim como a quem eles devem prestar esclarecimentos no que diz respeito a suas ações. No Brasil, a condução dos instrumentos disponíveis para atingir os objetivos de política monetária é efetuada pelo *Copom*¹¹ (Comitê de Política Monetária). No Chile essa condução é feita através do chamado *Consejo del Banco Central*.

O *Consejo del Banco Central* é composto por cinco membros, conforme já mencionado no Capítulo 3, chamados conselheiros, todos indicados pelo Presidente da República do Chile para um mandato de dez anos (Ley Orgánica y Constitucional del Banco Central de Chile, Artículo 8º). Suas reuniões ocorrem mensalmente e têm como objetivo a definição da *tasa de interés de política monetaria*. Esta taxa deve ser determinada tendo em vista o cumprimento da meta estacionária para a inflação de 3%, já determinada pelo Banco Central. O Banco Central Chileno deve se reportar ao Senado, através da chamada *Comisión de Hacienda del Senado* e ao Presidente da República (Ley Orgánica y Constitucional del Banco Central de Chile, Artículo 22º). Uma observação importante no que tange às decisões do *Consejo* é que na eventualidade de suas decisões não serem unânimes, o Ministro da Fazenda poderá suspendê-las por um prazo de quinze dias transcorridos da reunião.

O Copom é formado por nove membros do Banco Central (oito diretores e seu presidente). São realizadas oito reuniões ao ano¹², com duração de dois dias cada, e ao final de cada reunião é divulgada a meta para a taxa Selic¹³. O objetivo do Comitê é o cumprimento da meta estabelecida pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), mediante a proposta do Ministro da Fazenda. A este, o Banco Central do Brasil deverá esclarecimentos sobre suas decisões e, em caso de descumprimento da meta, o

¹¹ O Copom foi criado em 1996 com o objetivo de estabelecer as diretrizes da política monetária e de definir a taxa de juros. Os objetivos do Copom são de “implementar a política monetária, definir a meta da taxa Selic e seu eventual viés, e analisar o Relatório de Inflação” (Banco Central do Brasil).

¹² A Circular nº 3297, de 31 de Outubro de 2005 estabeleceu que as reuniões do Copom passariam a ser realizadas oito vezes ao ano. Antes, elas eram realizadas mensalmente.

¹³ Na segunda metade de 1999 as notas à imprensa do Copom foram publicadas duas semanas depois da reunião. No início de 2000, este intervalo foi reduzido para somente uma semana.

presidente do Banco deverá encaminhar uma Carta Aberta com as devidas explicações (conforme já mencionado no Capítulo 2).

Cabem aqui, algumas considerações importantes, apesar de que as estruturas de decisão para a utilização dos instrumentos de política monetária não serem muito diferentes nos dois países em análise:

- Há uma diferença entre a frequência das reuniões dos comitês. O Brasil faz oito reuniões no ano, enquanto o Chile faz doze para o mesmo período;
- Apesar do Banco Central do Chile ser independente (formalmente), ele possui maiores obrigações junto a seu Congresso do que o Banco Central do Brasil;
- Nenhum dos dois comitês possui membros externos ao Banco Central, com direito a voto. Vários países que adotaram o Regime de Metas de Inflação têm participantes de fora dos seus Bancos Centrais com direito a voto. Por exemplo, a autoridade monetária da Austrália (*Reserve Bank Board*) é formada por nove representantes, sendo três internos e seis externos; o comitê do Banco Central da Grã-Bretanha (*Monetary Policy Committee*) é composto por cinco membros internos e quatro membros externos. Talvez fosse interessante que os dois países dessem espaço a membros externos ao Banco Central, como integrantes da equipe econômica do governo, visando uma maior coordenação das políticas econômicas.

4.3. OS ÍNDICES

Os índices escolhidos como referência para o Regime de Metas de Inflação em ambos os países têm um metodologia de cálculo semelhante. Tanto o IPCA (Índice de Preços ao Consumidor Amplo), no caso do Brasil, quanto o IPC (Índice de Preços ao Consumidor), no caso do Chile, mede a variação dos diversos itens de compra de uma parcela significativa da população, em diversas regiões metropolitanas.

O índice de inflação escolhido pelos países mede a inflação cheia (*headline inflation*), e isso faz com que a política monetária realizada pelos países seja restritiva

(diminuição da demanda agregada) para atenuar os efeitos de choques de oferta e/ou o aumento dos preços administrados.

Muitos países que adotaram o Regime de Metas de Inflação utilizam do procedimento de expurgar o índice, chamado “núcleo” da inflação. Essa é uma medida que busca captar a tendência da inflação retirando componentes mais voláteis. Um exemplo comum é o cálculo retirando da inflação o comportamento de determinados itens como alimentos e derivados do petróleo. Outra forma de “núcleo” de inflação é expurgar da inflação, a cada mês, os itens que tiveram mais volatilidade no período. A justificativa para não usar a “inflação subjacente” (*underlying inflation*) é que o uso da inflação dessa forma perderia credibilidade. Segundo BOGDANSKI (2000 p.9): “Um importante assunto na discussão é a escolha de um índice para inflação cheio como referência para a meta, e não uma medida do núcleo da inflação. Talvez, o melhor procedimento técnico quanto a esse assunto, seria a eliminação de alguns itens do índice cheio, atenuando os efeitos de choques temporários. No entanto, a adoção de uma inflação cheia foi essencial para a credibilidade do sistema, desde o início da implementação do Regime de Metas de Inflação”.

4.4. A UTILIZAÇÃO DE BANDAS E CLÁUSULAS DE ESCAPE

A discricionariedade do Regime de Metas de Inflação compreende basicamente as bandas para a inflação, ao invés de uma meta pontual, e também a existência de cláusulas de escape, prevista na estrutura formal do Regime Monetário de Metas de Inflação, quando a inflação estiver fora da meta. Ambos os dispositivos, conforme utilizados, denotam o grau de flexibilidade do regime.

A utilização de bandas para a inflação é um importante instrumento para aliar flexibilidade à credibilidade, considerando que o efeito da política monetária é retardado¹⁴ e não há instrumentos para prever precisamente a inflação futura¹⁵. Para

¹⁴ A transmissão da política monetária demora entre 6 e 9 meses para ser completamente realizada (BOGDANSKI, 2000 p. 11).

¹⁵ A utilização de bandas de tolerância para a inflação é uma forma de cláusula de escape para acomodar choques de oferta minimizando os custos em termos de produto e emprego. Variações significativas dos preços internacionais, da produção agrícola, dos preços regulados ou da taxa de câmbio são exemplos que justificariam desvios na meta anual.

tanto, a autoridade monetária utiliza-se das bandas (intervalo de tolerância) e dentro deste intervalo ela considera estar cumprindo a meta estabelecida.

As cláusulas de escape são exceções previstas para o não cumprimento da meta estipulada. Usa-se este instrumento para não causar grandes choques no produto em situações extremas.

O Brasil utiliza da banda de tolerância de 2%, enquanto o Chile a banda é de 1%. No caso brasileiro, a banda utilizada já foi modificada por duas vezes. De 1999 a 2002, a banda utilizada foi de 2%, em 2003 passou a 2,5% e atualmente voltou a ser 2% novamente. O Banco Central do Chile utiliza a banda de 1% desde a sua adoção formal do Regime de Metas de Inflação em 1999.

A banda de tolerância de $\pm 2\%$ utilizada pelo Regime de Metas brasileiro deve prejudicar a função da meta inflacionária como guia para as expectativas. Se comparada aos países que adotaram o Regime de Metas, esta variação é muito mais ampla. Com essa amplitude, tecnicamente a meta brasileira dá aos agentes econômicos a garantia de uma inflação entre 2,5% e 6,5%. Esse intervalo é certamente exagerado e isso pode representar uma ameaça à função de âncora nominal do Regime de Metas de Inflação adotado.

Nenhum dos dois países utiliza de cláusulas de escape. Porém segundo MORANDÉ (2001), a possibilidade do Presidente do Banco Central enviar uma Carta Aberta ao Ministro da Fazenda explicando as razões do descumprimento da meta fixada é considerada uma cláusula de escape. Um caso claro da utilização da cláusula de escape é na Nova Zelândia, onde, na ocorrência de choques de oferta, grandes mudanças nos contratos comerciais ou nas taxas que podem ser determinantes na projeção para a inflação, permitem que o Banco Central não tenha a obrigação de cumprir a meta estabelecida (SCHMIDT-HEBBEL, K; WERNER, 2002).

4.5. A META ÓTIMA DE INFLAÇÃO

Há uma grande discussão entre os economistas quanto a uma taxa ótima de inflação. Opiniões baseadas em que o melhor seria a estabilidade literal de preços (inflação zero), pois ficaria mais simples a tomada de decisões, eliminaria a ilusão monetária, a inconsistência temporal da política monetária realizada pelos Bancos Centrais e geraria uma grande credibilidade. Assim como os que defendem uma

pequena inflação positiva, pois os custos de uma inflação baixa são reduzidos e seus benefícios compensam. Eles acreditam que uma pequena inflação positiva não traria problemas de expectativas a respeito da inflação futura, além de não afetar a credibilidade dos Bancos Centrais.

Os países que adotaram o Regime de Metas de Inflação utilizam uma meta de inflação maior que zero, mas baixa. Dessa forma, o Chile e o Brasil não são exceções. O Banco Central do Chile persegue uma meta de inflação de 3% ao ano (meta estacionária). Já o Banco Central do Brasil persegue uma meta estabelecida que não é definitiva; até o ano de 2008 a meta é de 4,5%. Em uma perspectiva mais ampla, o intervalo da meta de inflação de longo prazo, pelos países que adotam o sistema, situa-se entre 2% a 3%, conforme mostra a Tabela 6 abaixo:

TABELA 6 – COMPARATIVO DE METAS

PAÍS	ANO DE ADOÇÃO DO REGIME DE METAS	META ANUAL (BANDA)	META IDEAL
Brasil	1999	4,50% ($\pm 2\%$)	Não Definida
Chile	1991	3,00% ($\pm 1\%$)	3,00%
México	2001	3,00% ($\pm 1\%$)	3,00%
Reino Unido	1992	2,00% ($\pm 1\%$)	2,00%
Colômbia	1999	4,00% ($\pm 0,5\%$)	3,00%
Canadá	1991	2,00% ($\pm 1\%$)	2,00%

Fonte: Bancos Centrais do Brasil, Chile, México, Reino Unido Colômbia e Canadá.

Seria interessante para o Brasil uma definição de uma meta de inflação ideal. O Conselho Monetário Nacional deveria definir qual a inflação ótima no longo prazo, de maneira a não haver inconsistências temporais de políticas. A adoção de metas estáveis de inflação elevaria os graus de liberdade do Copom na determinação da taxa de juros, contribuindo para o crescimento da demanda agregada e do produto. O destaque desta afirmação é que diferentemente do caso de fixação da taxa de câmbio, e da mesma forma que no caso de metas monetárias, a utilização do Regime de Metas Inflacionárias permite à política monetária responder a choques sobre a economia. Ademais, conserva a propriedade de ser facilmente compreendida pelo público. Outra vantagem atribuída às metas inflacionárias é que elas são capazes de atenuar os efeitos (positivos e

negativos) oriundos de um choque de demanda, visto que são estabelecidos os limites superior e inferior para a flutuação da taxa de inflação.

Há, portanto, um relativo consenso entre os economistas de que o mais adequado para um bom funcionamento da economia é ter uma inflação baixa e estável, apesar de muitos serem contrários ao Regime de Metas de Inflação. Mas qual seria a taxa de inflação ideal para se obter uma alocação ótima entre seus custos e benefícios? Numericamente, podemos observar que a discordância quanto à inflação ótima é pequena, para a maioria dos economistas, e está entre 2% e 4%.

4.6. A TRANSPARÊNCIA

O grau de transparência é fundamental para a credibilidade do Banco Central no Regime de Metas de Inflação. Essa credibilidade pode ser afetada por meio da informação dos agentes a respeito das atitudes da autoridade monetária com vistas ao cumprimento da meta fixada, ou das razões que podem ter gerado desvios da inflação em relação ao objetivo da meta anunciada. Um alto nível de transparência tem um grande impacto sobre as expectativas (formadas a partir da credibilidade em relação ao executor da política monetária) dos agentes que estão cientes de que os *policy makers* tomarão atitudes para que a inflação convirja à meta.

Como os dois países analisados adotaram um Regime de Metas de Inflação *full fledged*, ambos adotam procedimentos muito transparentes em relação aos planos, objetivos e decisões de política monetária. Há o fornecimento das previsões de inflação, bem como informes sobre a inflação por ambos os Bancos Centrais dos dois países¹⁶.

¹⁶ Os relatórios de inflação são importantes para a credibilidade e para se ter uma maior transparência quanto às decisões tomadas pelas autoridades monetárias. Segundo BERNANKE, et. al (1999 p. 14 – 16), os relatórios devem destacar alguns pontos centrais: 1) as metas e os limites da política monetária; 2) os valores numéricos das metas de inflação e como eles foram determinados; 3) como as metas para inflação são obtidas, dadas as condições atuais da economia; e 4) as razões para os possíveis desvios das metas anunciadas.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Mendonça (2002 p.45) descreve bem o que os responsáveis pela condução da política monetária nos países que adotaram o Regime de Metas de Inflação acreditam:

“...ter encontrado uma estrutura capaz de neutralizar as expectativas inflacionárias dos agentes sem estarem sujeitos aos problemas presentes em outros regimes. A idéia principal consiste no fato de que uma meta específica para a inflação representa uma âncora para as expectativas inflacionárias e aumenta a confiança na condução da política monetária de forma superior à adoção de uma meta para a taxa de câmbio ou para agregados monetários...”

O Regime de Metas de Inflação tem sido a estratégia para a política monetária para diversos países desenvolvidos e em desenvolvimento. Isso posto os fracassos da utilização de metas monetárias na década de 1980 e de metas cambiais na década de 1990.

Para (MISHKIN, 2000), as vantagens desse regime podem ser sumariadas da seguinte forma:

- em contraposição à âncora cambial, o Regime de Metas de Inflação permite que a política monetária focalize as considerações domésticas e responda aos choques internos;
- em contraste com as metas monetárias, o sistema de metas para a inflação possui a vantagem de, para seu sucesso, não ser necessária uma relação estável entre moeda e inflação. A estratégia não depende de tal relação, ao invés disso, utiliza toda a informação disponível para determinar a melhor combinação dos instrumentos de política monetária;
- é facilmente entendido pelos agentes econômicos, sendo, portanto, mais transparente;
- reduz a probabilidade do Banco Central cair na armadilha da inconsistência temporal.

Os críticos ao modo de estrutura do Regime de Metas de Inflação apontam desvantagens quanto a essa estratégia de política monetária. O principal debate corresponde se a inflação é previsível e controlável o bastante para que possa ser colocada uma meta. Em BERNANKE e MISHKIN (1997), dois grandes defensores do Regime de Metas de Inflação, encontramos as explicações para prever de forma precisa a inflação:

- problema de ordem operacional, visto que existe um hiato temporal entre a ação da política monetária e a resposta da inflação, o que leva à baixa previsibilidade desta;
- credibilidade do Banco Central, já que a inflação apresenta-se de forma um tanto imprevisível, há dificuldade por parte do público em julgar o esforço empreendido pela autoridade monetária para alcançar a meta anunciada.

Além dessas duas desvantagens colocadas ao regime, observamos, mesmo em MISHKIN (2000), outros pontos que podemos considerar como críticas à estrutura do regime:

- é muito rígido;
- permite discrição da política econômica¹, o que, por sua vez, não elimina por completo o viés inflacionário²;

¹ Ver ARESTIS & SAWYER (2003)

² Segundo os críticos do Regime de Metas de Inflação acreditar em viés inflacionário de empresários é desconsiderar que o que desejam verdadeiramente é o crescimento econômico que amplia o leque de possibilidades de obtenção de lucro empresarial. Eles ainda afirmam que acreditar em viés inflacionário de ministros e parlamentares é considerá-los em sua totalidade como irresponsáveis, seria o mesmo que avaliar que sempre estariam dispostos a trocar a situação corrente de estabilidade por benefícios passageiros e instabilidade permanente (CARVALHO, 2001 p.145). Por outro lado, os defensores desse regime argumentam que o custo de perda de credibilidade inibirá o Banco Central de promover a geração de inflação surpresa.

- possui potencial para aumentar a instabilidade do produto³;
- pode prejudicar o crescimento econômico⁴;
- não pode evitar o descontrole fiscal por si só⁵;
- o câmbio flexível requerido no Regime de Metas de Inflação pode causar instabilidade financeira⁶.

Estes seriam os principais pontos de dificuldade na adoção do Regime entre os países, em especial os países em desenvolvimento, que possuem uma maior vulnerabilidade quanto a crises externas, dominância fiscal e a baixa credibilidade das autoridades monetárias em relação ao seu comprometimento com a estabilidade dos preços.

Posto esses esclarecimentos, este trabalho procurou mostrar elementos que são considerados relevantes para o entendimento do Regime de Metas de Inflação.

Mostraram-se os principais aspectos relacionados ao Regime de Metas de Inflação como as características estruturais, as vantagens e as desvantagens. Procurou-se mostrar a adoção na prática deste regime, baseadas nas experiências do Chile e do Brasil.

³ Os que se opõem a este argumento advogam que esse regime não requer um foco exclusivo sobre a inflação, o que necessita é simplesmente que o controle da inflação seja o objetivo principal da política monetária.

⁴ O cumprimento da meta de inflação é, para os que defendem o regime, a principal contribuição para que a política monetária forneça um bom desempenho do produto.

⁵ Em um contexto de expectativas inflacionárias aumentadas, o gestor da política monetária, na tentativa de cumprir a meta de inflação anunciada, promoveria uma elevação na taxa de juros de curto prazo. Por outro lado, essa elevação da taxa básica de juros provocaria o aumento do serviço da dívida e, portanto, do seu próprio estoque. Deste modo, a não sintonia entre as políticas fiscal e monetária poderia resultar em um círculo vicioso, com taxas de juros e o montante da dívida pública cada vez maiores (DEBELLE, 1997).

⁶ A adoção de um Regime de Metas de Inflação junto ao regime de câmbio flutuante em economias em desenvolvimento somente seria exequível se existisse uma regulação sensata e minuciosa sobre as instituições financeiras, assegurando que o sistema fosse capaz de resistir a choques da taxa de câmbio. Por outro lado, o controle sobre a taxa de câmbio não deve ser desprezado por completo nesses países. Ou seja, o governo deve atuar no sentido de suavizar a trajetória da taxa de câmbio, evitando, pois, os movimentos bruscos. (MISHKIN, 2000)

A adoção do Regime de Metas de Inflação requer uma política monetária agressiva que garanta a estabilidade dos preços. Para tanto, o uso de instrumentos como altas taxas de juros podem prejudicar a atividade econômica dos países.

Estes são pontos cruciais à conclusão deste trabalho que procurou analisar dois países em desenvolvimento quanto à adoção de uma política monetária de difícil condução.

Tanto o Brasil quanto o Chile, para o período estudado neste trabalho, vem apresentando um baixo crescimento de seu produto, cerca de 3% e 3,6% em média, respectivamente. Um crescimento bem abaixo dos 5,2%, em média, dos países em desenvolvimento que não adotaram o Regime de Metas Inflacionárias.

Apesar de o Chile ter alcançado baixos níveis de inflação, em torno de 2%, o mesmo não pode ser dito para o Brasil que tem registrado uma inflação entre 6% e 4% na média. Estes são números bem superiores à média dos países desenvolvidos (entre 1% e 2%).

A credibilidade e a transparência, pontos fundamentais aos defensores do Regime de Metas de Inflação, estão presentes em ambos os países, através de suas atas de reuniões dos conselhos, publicações de relatórios sobre a inflação, etc.

Observou-se que o Regime de Metas de Inflação em ambos os países analisados foi bem sucedido quanto à estabilidade de preços com baixas taxas de inflação, apesar de, conforme já mencionado, obterem taxas superiores aos países que não aderiram a este regime. Porém, a partir da análise dos dados contidos neste trabalho, não existem evidências de uma melhora ao olharmos para o produto.

A perseguição única e exclusiva da meta inflacionária, talvez seja alvo de maiores estudos e discussões, pois se percebe, através desse trabalho e de muitos outros já publicados, que a adoção de um Regime de Metas de Inflação não evidencia melhorias na performance macroeconômica, como um todo. E, nesse ponto, enfatizo o comportamento da inflação, do crescimento do produto e da taxa de juros.

CEDOC/IE

6. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ARESTIS, P. & SAWYER, M. "Inflation Targeting: A Critical Appraisal", *The Levy Economics Institute Working Paper*, WP 388, September, 2003.
- BERNANKE, B. et al. *Inflation targeting: lessons from the International experience*. Princeton, NJ: Princeton University, 1999.
- BERNANKE, B; MISHKIN, F. "Inflation targeting: a new framework for monetary policy?" *Journal of Economic Perspectives*, v.11, n.2, Spring 1997.
- BLEJER, M. et al. *Inflation Targeting in Practice: Strategic and Operational Issues and Application to Emerging Market Economies*, 2000. Disponível em: www.imf.org.
- BOGDANSKI, J. et al. "Implementing inflation target in Brazil". Brasília: *Banco Central do Brasil*, 2000. (Working paper, n. 1).
- CARVALHO, F.C. "Independência do Bacen e Disciplina Monetária". *Revista de Economia Política*, Vol. 15, n. 4, outubro-dezembro de 1995.
- CARVALHO, F.C. et al. *Economia Monetária e Financeira: Teoria e Política*. Rio de Janeiro: Editora Campus, 2001.
- COMITÊ DE POLÍTICA MONETÁRIA (Brasil). Notas das reuniões do Comitê de Política Monetária (COPOM). Brasília: *Banco Central do Brasil*.
- DAVIDSON, P. (2006), "Can, or should, a central bank inflation target?" - *Journal of Post Keynesian Economics*, 28(4).
- DEBELLE, G. & STANLEY F. "How Independent Should a Central Bank Be?" In Fuhrer, Jeffrey, ed., *Goals, Guidelines, and Constraints Facing Monetary Policymakers*. Boston: Federal Reserve Bank of Boston, 1994, pp. 195–221.
- DEBELLE, G. *Inflation Targeting in Practice*. International Monetary Fund, 1997 (Working Paper).
- DEPARTAMENTO DE PESQUISA (Banco Central do Brasil). "Issues in the Adoption of an Inflation Targeting Framework in Brazil". In: BLEJER, Mario et al. - pp. 87-94. Disponível em: www.imf.org.
- FARHI, M. "Metas de inflação e o medo de crescer". In: *Política Econômica em Foco*, n. 4, Campinas: IE – Unicamp, seção III, pp. 73-91, maio-outubro de 2004.
- FARHI, M. "Análise Comparativa do Regime de Metas de Inflação: *pass-through*, formatos e gestão nas economias emergentes". Texto para Discussão. Campinas: IE/UNICAMP, n.º 127, jul. de 2007.

FRAGA, A. et al. (2003). "Inflation Targeting in Emerging Market Economies", 2003. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br>.

GREENSPAN, A. "Opening Remarks", in *Achieving Price Stability: A Symposium Sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City*, 1996, pp. 1-5.

LIBANIO, G. A. "Inflation Targeting in Developing Economies: Is the regime neutral to business cycles and economic growth?" In: *Eastern Economic Association Annual Meetings*, 2006, Philadelphia, PA.

MASSON, Paul et al., 1997. "The Scope for Inflation Targeting in Developing Countries". *IMF Working Paper* (International Monetary Fund).

MENDONÇA, Helder Ferreira de. "Independência do Banco Central, ancoras nominais e coordenação de políticas: uma análise de diversos mecanismos de estabilização." Tese de Doutorado – Universidade Estadual do Rio de Janeiro (UFRJ). Rio de Janeiro, 2001.

MENDONÇA, Helder Ferreira de. "Metas de inflação: uma análise preliminar para o caso brasileiro". *Economia Aplicada*, v.5, n.1, p.129-158, 2001a.

MENDONÇA, Helder Ferreira de. "Metas para a taxa de câmbio, agregados monetários e inflação". *Revista de Economia Política*, vol. 22, n. 1, jan./mar. 2002.

MENDONÇA, Helder Ferreira de. "Independência do Banco Central e Equilíbrio Fiscal: algumas observações para o caso brasileiro." *Revista de Economia Política*, vol. 26, n. 1, jan./mar. 2006.

MISHKIN, F. "Inflation Targeting in Emerging Market Countries". Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, 2000. (Working Paper. N. 7618).

MODENESI, André de Melo. *Regimes monetários: teoria e experiência do real*. Barueri, São Paulo. Manole, 2005.

MORANDÉ, F. "A decade of inflation targeting in Chile: developments, lessons, and challenge". Santiago do Chile: *Banco Central do Chile*, 2001. (Working paper, n.115).

MORANDÉ, F; SCHMIDT-HEBBEL, K. "Inflation targets and Indexation in Chile". Santiago: *Banco Central do Chile*, 1999.

MORANDÉ, F. & SCHMIDT-HEBBEL, K. "Monetary policy and inflation targeting in Chile". In: BLEJER, Mario et al. – pp. 60-69, 2000. Disponível em: www.imf.org.

SCHMIDT-HEBBEL, K; WERNER, A. "Inflation targeting in Brazil, Chile, and Mexico: performance, credibility, and the exchange rate". Santiago de Chile: *Central Bank of Chile*, Working, 2002. (Working paper, n. 171).

SICSÚ, João (a) “Teoria e Evidência do Regime de Metas Inflacionárias”. *Revista de Economia Política*, vol. 22, n. 1, jan./mar. 2002.

TRUMAN, E. M. (2002) “Inflation Targeting from a Global Perspective”. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br>

Site do Banco Central do Brasil: www.bcb.gov.br

Site do Banco Central do Canadá: www.bankofcanada.ca

Site do Banco Central do Chile: www.bcentral.cl

Site do Banco Central da Colômbia: www.banrep.gov.co

Site do Banco Central do México: www.bxico.org.mx

Site do Banco Central do Reino Unido: www.bankofengland.co.uk

Site do Fundo Monetário Nacional: www.imf.org

Site do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística: www.ibge.gov.br

Site do Instituto Nacional de Estadísticas do Chile: www.ine.cl