

*Textos para Discussão*  
**86**

**AS METAS DE  
INFLAÇÃO:  
SUGESTÕES PARA  
UM REGIME  
PERMANENTE**

Fabio Giambiagi  
José Carlos Carvalho \*

\*Respectivamente, gerente do Departamento Econômico da Área de Planejamento do BNDES e economista do JGP Asset Management.  
Os autores agradecem os comentários de Ana Cláudia Além e Armando Castelar Pinheiro a propósito de uma versão preliminar do texto, assumindo, como de praxe, plena responsabilidade pelo conteúdo final do mesmo.

Rio de Janeiro, março - 2001

---

## **Sumário**

<b>Resumo</b> . . . . .	<b>3</b>
<b>1. Introdução</b> . . . . .	<b>4</b>
<b>2. A Lógica das Metas de Inflação</b> . . . . .	<b>5</b>
<b>3. As Metas de Inflação no Brasil</b> . . . . .	<b>8</b>
<b>4. A Institucionalização da Estabilidade</b> . . . . .	<b>10</b>
<b>5. Rumo a Regras Permanentes: Propostas para Debate</b> . . . . .	<b>11</b>
<b>5.1. Questões Institucionais</b> . . . . .	<b>11</b>
<b>5.1.1. Aprovação pelo Congresso</b> . . . . .	<b>11</b>
<b>5.1.2. A Possibilidade de Demissão do Presidente do Banco Central</b> . . . . .	<b>13</b>
<b>5.2. Questões Técnicas</b> . . . . .	<b>13</b>
<b>5.2.1. O Nível da Meta</b> . . . . .	<b>13</b>
<b>5.2.2. O Intervalo da Banda</b> . . . . .	<b>17</b>
<b>5.2.3. O Uso do IPCA Médio e a Periodicidade do Target</b> . . . . .	<b>19</b>
<b>6. Conclusões</b> . . . . .	<b>22</b>
<b>Referências Bibliográficas</b> . . . . .	<b>24</b>

---

## **Resumo**

Este artigo apresenta uma série de sugestões para o que poderia ser considerado como um regime “permanente” de metas de inflação (*inflation target*), em contraposição às definições naturalmente temporárias aplicadas desde a adoção do novo sistema, em 1999, em um quadro ainda marcado por profundas incertezas e por uma inflação relativamente elevada. O texto discute questões como: é possível conquistar um maior grau de comprometimento institucional com a meta de inflação? Qual deve ser o nível de uma meta de inflação a ser mantida indefidamente? Qual o intervalo de tolerância de uma banda compatível com esse nível? Com base na discussão desses tópicos, propõe-se um conjunto de regras a serem seguidas no futuro no Brasil.

---

## **Abstract**

In 1999 the inflation targeting regime was introduced in Brazil in an environment plenty of uncertainties and relatively high inflation rates. As a consequence, the set of rules that to this day governs the Brazilian regime still lacks a strong institutional support. This paper makes some proposals for a permanent inflation targeting regime. In doing so, we discuss how can a greater institutional commitment be achieved with the inflation targeting setup. We also discuss issues on what the permanent inflation target level should be and also how much deviation from the target should be tolerated. Based on these issues, we suggest a set of rules to be adopted in Brazil.

---

## **1. Introdução**

O regime de metas de inflação é uma das alternativas que as autoridades de um país têm para seguir em termos de política monetária e que inclui os enfoques baseados em: a) âncoras cambiais, como na Argentina; b) metas monetárias, como na Alemanha antes do euro; ou em c) metas de inflação implícitas, como muitos entendem que seja o regime de política monetária dos Estados Unidos (Mishkin, 1999).

No caso brasileiro, o regime de metas de inflação (*inflation target*) adotado em 1999 passou com sucesso pelo teste inicial. Em 1999, em que pese o fato de que a taxa de inflação oficial (8,9%) do Índice de Preços ao Consumidor Ampliado (IPCA) do IBGE tenha sido ligeiramente superior à meta, ela se situou dentro do intervalo de tolerância admitido pelo Banco Central (BC), e a inflação anual, em termos de preços ao consumidor, foi muito inferior ao que inicialmente se temia, no contexto da megadesvalorização ocorrida durante o primeiro trimestre do ano. Em 2000, ela ficou na meta de 6%.

As condições em que essa experiência institucional se iniciou no Brasil estiveram muito longe do ideal. Nas palavras explicitadas com surpreendente franqueza pelo próprio Presidente do BC, Armínio Fraga, “Nós não tínhamos, naquele momento, a menor idéia de qual seria o nível razoável [da taxa de inflação]” (Fraga, 2000, p. 2). A nova modalidade de operação da política monetária, que substituiu o papel de “âncora” desempenhado pela taxa de câmbio, surgiu então em condições marcadas por: i) uma súbita mudança de preços relativos; ii) uma alta acentuada da inflação; iii) a ausência de um Departamento de Pesquisa forte no âmbito do BC; iv) a falta de séries estatísticas longas em condições econômicas de estabilidade para realizar testes econometrivos robustos; e v) o temor de que o Brasil repetisse a experiência do México, onde a desvalorização de 1994/1995 acarretou uma inflação anual de mais de 50%.

Agora, decorridos cerca de dois anos do começo da experiência e com a taxa de variação da inflação em 12 meses, medida pelo IPCA, retomando uma trajetória francamente descendente, o BC encontra-se em uma nova situação. Depois de definir inicialmente as metas de inflação para 1999, 2000 e 2001 em 8,0%; 6,0% e 4,0%, respectivamente; e de ter em 2000 reafirmado a trajetória declinante da taxa com a meta de 3,5% para 2002, aproxima-se o momento de tomar certas decisões – que poderão ser ainda propostas na atual administração, mas sujeitas à confirmação pelas autoridades a serem empossadas em 2003 – associadas ao que se poderia definir como um regime “permanente” de metas de inflação.

---

Nesse sentido, da mesma forma que o Chile, depois de muitos anos de *inflation target* – ao longo dos quais a meta de inflação e a própria inflação foram declinando sucessivamente ano após ano – definiu-se recentemente uma “banda” de meta inflacionária de 2% a 4%, entendida como uma política a ser perseguida por tempo indefinido, o Brasil, após diminuir a inflação de quase 9% em 1999 para – provavelmente – um nível da ordem de 3% em 2003, quando o próximo Governo se iniciar, poderá ter que adotar uma sinalização similar, definindo regras duradouras para o comportamento das autoridades monetárias. A motivação deste artigo é alimentar o debate em torno do assunto, procurando responder a questões tais como: qual deve ser a meta de longo prazo a ser perseguida? Qual deve ser o intervalo de variação aceito? etc.

O artigo está dividido em seis seções. Depois desta breve introdução, o texto apresenta a lógica da adoção do regime de metas de inflação e, na seção seguinte, comenta as características deste sistema no Brasil. Na Seção 4, tecem-se alguns comentários acerca da importância da constituição de um sistema de regras de funcionamento da política econômica, como base para a consolidação da estabilidade. A quinta seção representa o coração do artigo, e nela é exposta e justificada uma série de sugestões sobre quais deveriam ser as características desse regime permanente de metas de inflação, em termos de relacionamento entre Executivo e Congresso Nacional; nível da meta de inflação; e outros elementos importantes a considerar. Por último, sintetizam-se as conclusões do trabalho.

## **2. A Lógica das Metas de Inflação**

O tema das metas de inflação começou a ser discutido com certa intensidade nos meios acadêmicos internacionais a partir do início dos anos 1990, na seqüência da adoção dessa modalidade de política antiinflacionária por parte do primeiro grupo de países da lista de aproximadamente uma dezena de nações que atualmente incorporaram o *inflation target* às suas respectivas políticas econômicas.<sup>1</sup>

Como frisam Leiderman e Svensson, na introdução ao livro por eles editado a respeito das experiências nacionais de adoção de metas de inflação até meados dos anos 1990, este sistema tem, basicamente, duas grandes funções (Leiderman e Svensson,

---

1 Para uma defesa das metas de inflação vis-à-vis outras alternativas de combate à inflação, ver, entre outros, o livro clássico com a coletânea de Leiderman e Svensson (1995) e Svensson (1998). Para uma discussão geral das características do regime de *inflation targeting*, ver Agénor (2000). Na literatura brasileira, para um *survey* (apreciação) das referências sobre o tema, ver Giambiagi e Rigolon (1999). Para uma análise sobre as experiências de *inflation target* em economias emergentes, ver Mishkin (2000).

---

1995). Em primeiro lugar, ele serve como **elemento de coordenação de expectativas** para os agentes econômicos em geral e, particularmente, para o mercado financeiro. E, em segundo lugar, opera como um **guia de plena transparência para a condução da política monetária**: os resultados desta política passam a ser “bons” ou “ruins” em função da aderência ou não da inflação às metas previamente fixadas e não em função do cumprimento de metas monetárias a) de significado pouco claro; b) difíceis de seguir à risca; e c) que mesmo cumpridas, não garantiriam necessariamente o êxito de uma política antiinflacionária. A nova política implica uma maior *accountability* do Governo em geral e das autoridades econômicas em particular.

Refletindo sobre o tipo de dificuldades com as quais se defrontaram as autoridades monetárias perseguindo metas de M1, M2 etc. ao longo das décadas e o progressivo ceticismo acerca da eficácia das metas monetárias como instrumento de combate à inflação, Alan Blinder, em seu conhecido ensaio sobre a “arte” de ser um banqueiro central, cita a frase de Gerry Bouey, então governador do Banco de Canadá que, reagindo à crítica pelo fato de o Banco Central desse país ter deixado de lado o controle estrito da moeda, declarou que “nós não abandonamos os agregados monetários; eles é que nos abandonaram” (citado em Blinder, 1998, p. 28). Decorre daí o sentimento de que o controle monetário *strictu sensu* teria deixado de exercer a mesma influência que há algumas décadas – antes das inovações financeiras que marcaram os últimos trinta ou quarenta anos – como fator determinante da dinâmica da inflação.

O reconhecimento dessas dificuldades alimentou em muitos países a popularidade da âncora cambial como alternativa de política antiinflacionária. O benefício deste mecanismo para esse fim, especialmente no curto prazo, foi testado diversas vezes com êxito. Entretanto, a teoria também sugere que esse tipo de mecanismo implica uma série de problemas de médio e longo prazos ligados i) à maior dificuldade dos países de se ajustarem frente a problemas externos; ii) ao impacto sobre a política monetária, pela necessidade, que uma taxa de câmbio rígida pode acarretar, de praticar taxas de juros elevadas na defesa da política cambial; e iii) à vulnerabilidade a ataques especulativos. Os problemas observados para conservar as paridades cambiais na crise do sistema monetário europeu de 1992 – com a saída provisória, entre outros, da libra do mecanismo da “serpente” – e as sucessivas crises(e desvalorizações) que ocorreram durante 1997/1999 em diversas economias emergentes após a crise do Sudeste Asiático de 1997, mostraram que as questões apontadas pela teoria estavam se verificando na prática, reduzindo muito o apelo das políticas de câmbio fixo ou semifixo. Como já havia sido salientado por Barry Eichengreen, “the trend toward greater exchange rate flexibility is an inevitable consequence of rising international capital mobility” (Eichengreen, 1996, p. 191).

---

Face aos problemas acumulados com as tentativas de controle monetário e conhecidos os ônus da ancoragem cambial, a opção pelo sistema de metas de inflação tornou-se uma consequência natural da frustração com as demais alternativas de política monetária. A dúvida é se é mais recomendável perseguir metas não anunciadas de inflação ou fazer isso de modo explícito. A primeira alternativa tem a vantagem, do ponto de vista das autoridades, de não limitar muito a sua margem de manobra. No velho dilema entre regras e discrecionalidade, ela representa o reconhecimento das vantagens desta última e de não se prender a uma estratégia específica, sem prejuízo da busca de certos objetivos de longo prazo não anunciados, arte essa que Alan Greenspan tem exercitado nos últimos anos com rara maestria.<sup>2</sup> Entretanto, como salienta Mishkin (1999), a estratégia de “cumprimento sem explicitação”, ou *just do it*, sem a institucionalização do sistema de metas, além de ser pouco transparente, torna o êxito da política de combate à alta de preços excessivamente dependente da habilidade e do comprometimento (*commitment*) das autoridades da época em lidar com as pressões inflacionárias, sem oferecer, portanto, garantias de continuidade do êxito da estratégia, em caso de mudança de nomes por ocasião da troca de comando no Banco Central.

Em função desse tipo de considerações, diversos países seguiram, nos anos 1990, políticas de combate à inflação baseadas na adoção de *inflation targets*. Resumidamente, tal sistema

- permite que a política monetária se concentre na busca prioritária de um certo nível de inflação; e
- possibilita uma avaliação clara do desempenho da política monetária, por meio da comparação entre a meta e a inflação observada.

O sistema em questão baseia-se na definição de uma meta explícita para a variação dos preços por parte das autoridades e na atribuição de uma responsabilidade formal ao Banco Central pelo alcance do resultado desejado. De um modo geral, a experiência internacional desde que a modalidade foi adotada em diversos países foi bastante positiva, sendo acompanhada por uma queda da inflação em relação aos níveis iniciais e por sua estabilização em níveis baixos, uma vez atingido o objetivo de convergência com a inflação dos países mais avançados.

---

2 Cabe citar, aqui, a propósito destas questões, as palavras carregadas de ironia pronunciadas por Martin Schürz, economista do Banco Nacional da Áustria, em um seminário sobre o funcionamento dos Bancos Centrais, há alguns anos: “Secrecy is a way of a Central Bank to seem smart, because it does not define targets that could be wrong”.

### **3. As Metas de Inflação no Brasil<sup>3</sup>**

O sistema de metas de inflação foi mencionado pela primeira vez no Brasil, oficialmente, em março de 1999, logo depois da posse do novo Presidente do Banco Central, Armínio Fraga, e no contexto de uma grave crise cambial, com alta acelerada da taxa de câmbio e temores de uma retomada do processo de inflação elevada. Nesse ambiente de grande incerteza, as autoridades anunciaram que até o final de junho seriam divulgadas as características do novo regime e se tomaram quatro meses para aguardar a evolução dos acontecimentos, dada a enorme disparidade existente na época em relação à expectativa futura de inflação.<sup>4</sup> Em junho, após a apreciação nominal da taxa de câmbio, já com o ambiente mais calmo e com as expectativas de inflação muito menores, foram então anunciadas as metas para 1999, 2000 e 2001, anteriormente citadas.<sup>5</sup>

Na ocasião, o Banco Central anunciou também os seguintes pontos:

- a) a meta de inflação seria uma meta do Governo e não do Banco Central, implicando um grau importante de comprometimento oficial com o objetivo numérico definido;
- b) até 2001, haveria um intervalo de tolerância para as variações da taxa de inflação, na forma de dois pontos percentuais para cima e para baixo em relação ao centro da banda, implicando que a meta de 8,0% de 1999 estaria sujeita a um piso de 6,0% e a um teto de 10,0%, valendo a mesma lógica para os dois anos seguintes;<sup>6</sup>
- c) o índice de preços escolhido como “termômetro” de inflação seria o IPCA, calculado pelo IBGE;
- d) a meta seria definida em relação ao índice de preços “cheio”, sem qualquer tipo de expurgo para definir um índice “núcleo” (*core inflation*);
- e) as metas anunciadas não estariam sujeitas a revisões ou ajustes posteriores;
- f) todos os meses de junho de cada ano  $t$ , mantidas as metas para os anos  $t$  e  $(t+1)$ , o Governo divulgaria a meta de inflação para o ano  $(t+2)$ ; e

3 Para uma explicação oficial das principais características do modelo de metas de inflação adotado no Brasil, ver Werlang, Bogdanski e Tombini (2000). Para um debate acerca dos resultados iniciais do novo sistema, ver Pastore e Pinotti (2000) e a coletânea de textos do Banco Central (2000).

4 Cabe lembrar que, na ocasião, até houve bancos internacionais prevendo que a inflação brasileira de 1999 poderia atingir 80%.

5 A taxa de câmbio R\$/USS, que antes da desvalorização, em janeiro de 1999, era de R\$ 1,21, chegou a ser de R\$ 2,16 nos primeiros dias de março, caindo posteriormente até R\$ 1,66 no final de abril e ficando em torno de R\$ 1,70/1,80 nos dias do anúncio do novo sistema, em junho.

6 O intervalo foi mantido inalterado quando um ano depois foi anunciada a meta para 2002.

---

g) o Banco Central começaria a divulgar, como de fato fez, poucos meses depois, os chamados “Relatórios de inflação”, de periodicidade trimestral, com informações macroeconômicas; a justificativa para as medidas adotadas visando ao cumprimento da meta; e as projeções nas quais a instituição se baseou para a sua tomada de decisões.

Paralelamente, o Banco Central criou um Departamento de Pesquisas, com o fim de, entre outras coisas, elaborar estudos úteis para a análise da trajetória e das previsões da taxa de inflação; e investiu no treinamento de pessoal e na geração de modelos econometrícicos de cálculo da taxa de inflação como função de uma série de variáveis. Ao mesmo tempo, foram criadas duas instâncias de comunicação entre o Banco Central e o público. De um lado, aquele passou a coletar sistematicamente informações referentes a previsões feitas pelo mercado financeiro e por analistas independentes acerca do comportamento da própria inflação. De outro, passou a se comunicar regularmente com o mercado por meio da divulgação de informações consideradas relevantes sobre temas econômicos, na forma de pequenas notas informativas de duas a três páginas, distribuídas a mais de três mil economistas, operadores do mercado financeiro, jornalistas e formadores de opinião.

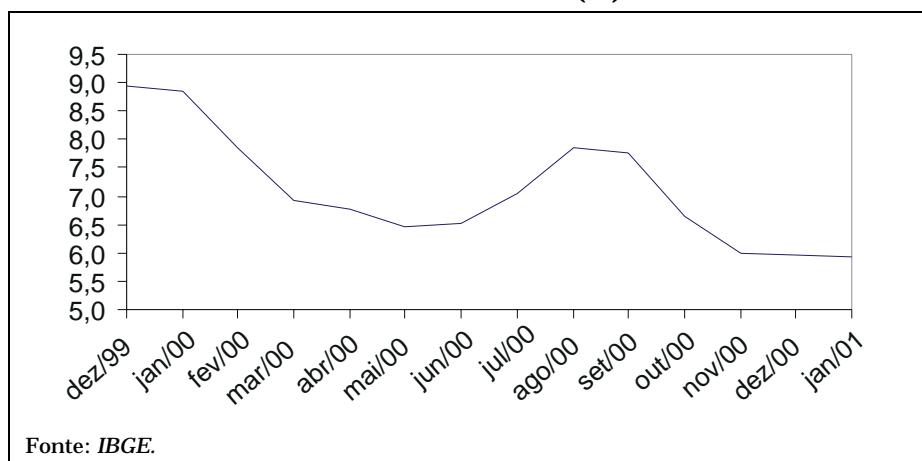
O novo modelo enfrentou um primeiro teste importante poucos meses depois de ser anunciado. Embora o fato de a taxa de inflação ter fechado o ano de 1999 em níveis de apenas um dígito tenha sido comemorado, muitos analistas consideraram que a alta das taxas mensais no final do ano e o consequente desvio em relação à meta foram resultado do que eles julgavam que teria sido uma redução excessivamente rápida das taxas de juros a partir de abril de 1999.<sup>7</sup> Nesse contexto e com uma evidente preocupação em dar sinais claros de que o Governo estava firmemente engajado em garantir o cumprimento da meta de 6,0% do ano seguinte, o Banco Central deteve a trajetória de queda da taxa de juros *overnight* (Selic), que entre setembro de 1999 e março de 2000 ficou estável em 19,0%, após o que, em março de 2000, as taxas tiveram apenas uma pequena queda, para 18,5%, só voltando a cair mais acentuadamente em junho daquele ano.<sup>8</sup> Esse comportamento da autoridade monetária foi decisivo para assegurar a queda da taxa de inflação em 2000, apesar da influência negativa do choque do petróleo, particularmente intensa no caso brasileiro (Gráfico 1).

---

7 A taxa de juros tinha sido elevada para 45% em março de 1999.

8 Com isso, a média das expectativas de inflação para 2000, apurada no levantamento do Banco Central, caiu de aproximadamente 7,0% no início do ano para 6,0% – ou seja, para a meta – em junho, quando o Banco Central retomou a trajetória de queda dos juros.

**Gráfico 1**  
**IPCA – 12 meses (%)**



## **4. A Institucionalização da Estabilidade<sup>9</sup>**

O Brasil tem tomado algumas iniciativas, ao longo dos últimos dois anos, destinadas a consolidar o esforço de estabilização iniciado com o Plano Real e reforçado com as medidas de ajuste de 1999. Entre elas, a própria adoção das metas de inflação; a aprovação da Lei de Responsabilidade Fiscal; e a reafirmação da lógica da política econômica, através do anúncio da meta fiscal de 2002 – que vai além do acordo com o FMI previsto para acabar no final de 2001 – são indicações de que as atuais autoridades concebem a estabilização como algo que deve ser duradouro no tempo e ter continuidade ao longo dos anos.

O objetivo desse conjunto de iniciativas é, de alguma forma e na medida do possível, tentar isolar a direção da economia dos rumos da política do país, a fim de consolidar certas práticas – especialmente o controle fiscal e a procura de uma baixa taxa de variação dos preços – como políticas de Estado e não mais como políticas de Governos específicos. Evitando drásticas mudanças de rumo no futuro, o país seguiria os caminhos da maior parte dos países industrializados e das economias emergentes mais bem-sucedidas nas quais, mesmo na presença de alternância de Poder, há um conjunto de compromissos associados à política monetária e à prática de uma gestão fiscal austera que tendem a ser mantidos, independentemente de quem estiver no Governo.

Tendo essas preocupações como pano de fundo, poderia ser contemplada a adoção de um conjunto de regras referentes às metas de inflação, porém de caráter “permanente”. Dizemos aqui “permanente”, porque dificilmente esse tipo de regras dura

<sup>9</sup> Algumas das questões aqui discutidas assemelham-se às tratadas por Worrell (2000) no contexto específico de pequenas economias abertas.

---

para sempre. Por exemplo, uma taxa de inflação como a dos Estados Unidos há 10 anos, da ordem de 5%, seria considerada baixa no Brasil, na época. Em 2001, no contexto de uma inflação nos Estados Unidos de 3% e uma meta no Brasil de 4%, entretanto, 5% seria uma taxa relativamente alta.

De qualquer forma, o que se deseja frisar aqui é a conveniência de estabelecer regras que não dependam da discretionaryidade das autoridades da época. Quando o regime de metas inflacionárias foi adotado no Brasil, com uma taxa de inflação anual de quase 10% e o propósito de convergir para a inflação internacional, era preciso, por definição dessa convergência, adotar metas para o ano ( $t+1$ ) que fossem inferiores às do ano  $t$  e fazer, a cada ano, anúncios que pudessem ser diferentes dos do ano anterior. Uma vez que a economia se aproxima dos níveis de inflação internacional, porém, passa a fazer sentido que se anunciem **regras** fixas, no sentido de valerem por tempo indefinido. Uma possibilidade de mudança de regras ocorreria, por exemplo, se os próprios parâmetros de inflação internacional se modificassem em relação aos atuais e daqui a cinco anos ou mais, a inflação dos Estados Unidos e da Europa fosse muito diferente da atual, mas de qualquer forma essa mudança não ocorreria no curto prazo. Nossa proposta é que, a partir de determinado ponto, as autoridades brasileiras anunciem um conjunto de propostas que representem objetivos duradouros da política de metas inflacionárias, a serem perseguidos por tempo indefinido, como ocorre atualmente, por exemplo, com o Chile.

## **5. Rumo a Regras Permanentes: Propostas para Debate**

---

Com base nesse espírito, são feitas a seguir várias sugestões visando ao estabelecimento desse conjunto de regras. As sugestões foram divididas em dois blocos: a) aquelas referentes a questões institucionais; e b) as que tratam de questões estritamente técnicas.

### **5.1. Questões Institucionais**

O primeiro tipo de questões refere-se ao relacionamento entre os Poderes Executivo e Judiciário e aos poderes do presidente do Banco Central.

#### **5.1.1. Aprovação pelo Congresso**

Os Estados Unidos e a Alemanha antes do euro constituíam os casos paradigmáticos de independência do Banco Central. Mesmo nos Estados Unidos, entretanto, conforme frisa-

---

do até por seus próprios defensores, essa independência aplica-se aos instrumentos e não aos objetivos da instituição. Em outra palavras, a sociedade, de alguma forma, permite que certas decisões sejam atribuídas a um corpo técnico especializado que entende-se que zele adequadamente pelo cumprimento de certos objetivos de interesse do país, os quais, contudo, são definidos pelos representantes escolhidos diretamente pela sociedade – ou seja, os parlamentares. Como reconhece um ex-integrante da diretoria do FED, o professor Alan Blinder, em seu livro já citado, “The bank’s basic goals are chosen by elected politicians, not by unelected technocrats” (Blinder, 1998, p. 67).

O Congresso brasileiro tem recusado até agora conceder independência ao Banco Central, temendo que este venha a se converter em uma espécie de “quarto Poder” e tire poderes que o Legislativo considera que sejam prerrogativa exclusiva dele ou do Poder Executivo. Uma possibilidade que caberia analisar, intermediária entre a situação atual – que combina a falta de independência do Banco Central com a falta de qualquer influência do Poder Legislativo na definição da meta de inflação – e a defesa da independência plena do Banco Central que costuma ser feita por parte dos economistas, consistiria em aprofundar a sugestão de Delfim Netto (1999): “Em alguns países, e essa não parece ser uma má idéia, a tarefa do Banco Central é estipulada por um contrato entre ele e o Ministério da Fazenda ou o Congresso Nacional, no qual se compromete, por escrito, com a meta inflacionária negociada e com os requisitos necessários para atingi-la, e explica, também por escrito, os eventuais desvios e o tempo que julga conveniente e necessário para recuperá-la” (Delfim Netto, 1999, p. 382).

Nesse caso, poder-se-ia pensar em um esquema por meio do qual a meta de inflação fosse proposta pelo ministro da Fazenda, mas sancionada, por exemplo, por meio de Resolução do Senado Federal, o que converteria a regra a ser adotada em um compromisso institucional do país como um todo, com força de Lei, e não em um objetivo de um Governo específico – e que pode mudar ao sabor das circunstâncias. Em troca, o Congresso aprovaria legislação específica concedendo a necessária independência ao Banco Central para o cumprimento desses objetivos, sob o compromisso de o presidente do Banco Central se reportar regularmente – semestral ou anualmente – ao Congresso, para fazer um balanço da política antiinflacionária e apresentar a visão da instituição, em moldes similares aos ritos que o presidente do FED tem de obedecer nos Estados Unidos quando comparece às sessões de comissões específicas no Congresso desse país.

---

### **5.1.2. A Possibilidade de Demissão do Presidente do Banco Central**

Um dos problemas principais associados ao cumprimento de regras em economia tem relação com os mecanismos que obrigam ao cumprimento (*enforcement*) dessas regras e estabelecem formas de punição em caso de sua violação.

Entre os países que adotam metas formais de inflação, a Nova Zelândia é o único que possui uma regra clara, similar a um contrato, prevendo punição à autoridade monetária se a meta de inflação não for cumprida, na forma de destituição do presidente do Banco Central. Há algumas razões que justificam a ambigüidade de se ter uma meta que supostamente vale como uma regra, sem que se prevejam alternativas no caso de a regra não ser respeitada. O risco de introduzir um componente de instabilidade; a perda da reputação que adviria para o presidente destituído; a eventual injustiça de punir autoridades monetárias por desvios causados por problemas de origem fiscal; etc., são alguns dos temores que explicam a referida lacuna. Por outro lado, como a existência de uma sanção de fato daria mais credibilidade às metas de inflação e facilitaria a obtenção de um mandato por parte do Congresso para que as autoridades monetárias se concentrem nesse objetivo, tendo independência operacional e mandatos fixos, a hipótese de uma sanção merece ser explorada.

Uma possibilidade que poderia ser examinada é a de que a possível sanção, na forma de demissão do presidente do Banco Central, fique condicionada a certas regras mais flexíveis do que a simples destituição em caso de desrespeito da meta, só ocorrendo em caso de descumprimento do limite superior de inflação por dois anos consecutivos. Isso preservaria a lógica das metas de inflação, ao mesmo tempo em que aumentaria o comprometimento (*commitment*) das autoridades com o cumprimento das metas e viabilizaria a permanência dessas autoridades se, após um eventual desvio além do compreendido no intervalo da banda, a trajetória da inflação voltasse a convergir na direção da meta.

## **5.2. Questões Técnicas**

Cabe agora analisar algumas questões técnicas sobre as quais seria conveniente refletir tendo em vista a definição de um conjunto de regras permanente do regime de metas de inflação. São elas: o nível da meta; o intervalo da banda; e o conceito de índice de preços a ser utilizado.

### **5.2.1. O Nível da Meta**

Talvez a questão mais importante a ser definida ao se estabelecerem as características de um regime de metas perma-

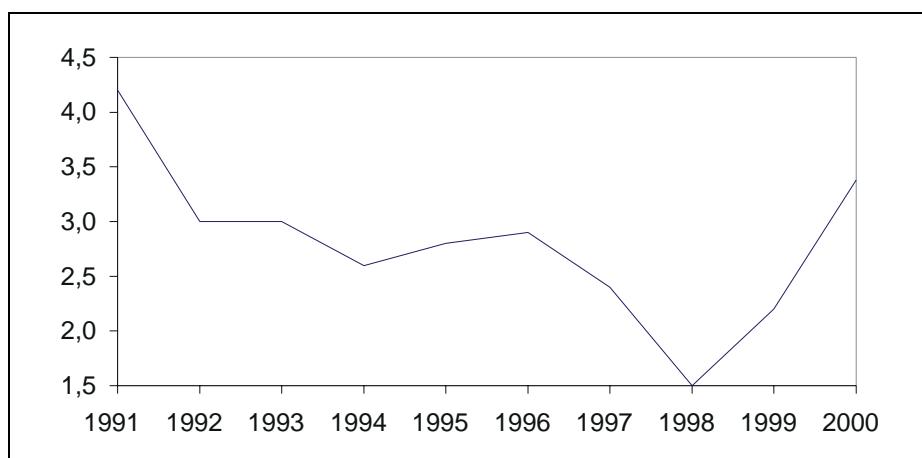
nentes de inflação seja o nível da meta. Por um lado, a meta de 2002 (3,5%) parece ser ainda relativamente elevada vis-à-vis o que se considera inflação baixa nas economias avançadas. Por outro lado, praticamente não existem países com histórico de estabilidade plena de preços – isto é, inflação zero – por um período muito prolongado.<sup>10</sup> Portanto, é válido, nos parece, aceitar a proposição de que uma meta de inflação duradoura deveria ser algo entre 1% e 3% a.a. A questão é: que nível escolher nesse intervalo de possibilidades?

Para isso, há que se levar em consideração uma série de elementos, particularmente:

- o nível da taxa de inflação nos Estados Unidos – índices “cheio” e de *core inflation*;
- a taxa de inflação recente em outros países industrializados;
- a expectativa de inflação nessas áreas econômicas para o futuro; e
- o nível da taxa definida como alvo nos países que adotam regimes de *inflation target*.

Nesse sentido, é útil observar os dados do Gráfico 2. Ele mostra a evolução da taxa de variação da média anual do índice de preços ao consumidor (*Consumer Index of Prices – CPI*) nos Estados Unidos, a partir de 1991. Há dois dados que nos parece particularmente relevante destacar, pois são úteis para a reflexão que se avizinha no Brasil quanto a que taxa mirar como “alvo” da

**Gráfico 2**  
**CPI – Estados Unidos – médias anuais (%)**



10 Como frisou recentemente a revista *The Economist*, insuspeita de simpatias populistas, “na verdade ninguém sabe o que poderia ser uma taxa ótima. Todos os dirigentes de bancos centrais concordam em que a estabilidade de preços deve ser o principal objetivo da política monetária. Mas o que significa exatamente estabilidade de preços?” (reproduzido em suplemento do jornal *Valor*, 14/11/2000, p. 8).

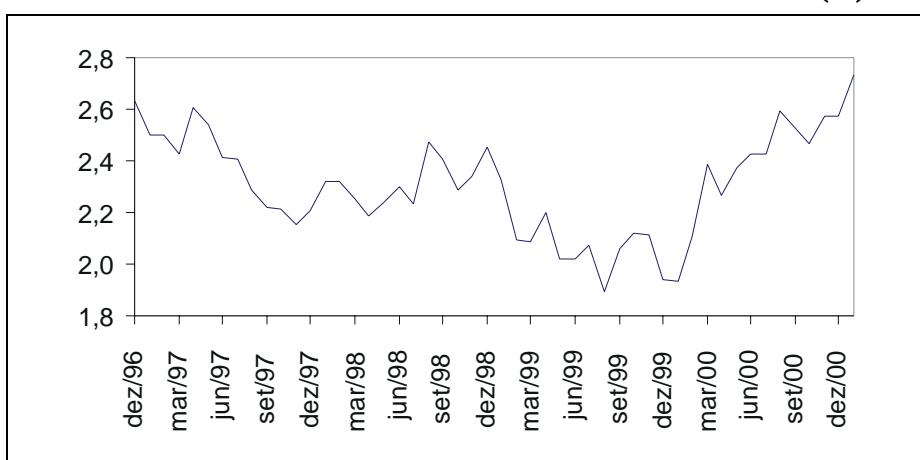
política de longo prazo do Banco Central: a) antes do choque do petróleo de 2000, o último ano no qual a inflação média fora superior a 3,0% nos Estados Unidos há 10 anos, em 1991, quando atingiu 4,2%; e b) a taxa de variação média anual do CPI dos Estados Unidos nos últimos cinco anos até 2000 foi de 2,5% a.a. Essas informações são complementadas pela Tabela 1 e pelo Gráfico 3.

A Tabela 1 mostra a evolução da variação do “núcleo” ou core do CPI dos Estados Unidos. A taxa de variação deste índice na média dos cinco anos do período 1996/2000 foi de 2,4% a.a., similar à do índice “cheio”. A inclusão do índice no elenco de dados aqui apresentados, porém, justifica-se pelo que tem ocorrido recentemente em função da alta dos preços do petróleo, levando a taxa de variação do IPC em 12 meses a atingir valores próximos de 4% em alguns meses do ano 2000. O Gráfico 3 mostra, contudo, que essa pressão de alta não tem contaminado com tanta intensidade o core em 12 meses, que de um modo geral, nos últimos quatro anos, tem se conservado sempre abaixo de 2,5%.

**Tabela 1**  
**CPI – Estados Unidos – Core inflation – Janeiro/Dezembro (%)**

Ano	Inflação
1991	4,4
1992	3,4
1993	3,1
1994	2,7
1995	3,0
1996	2,6
1997	2,2
1998	2,5
1999	1,9
2000	2,6
2001	2,6 (janeiro/2001)

**Gráfico 3**  
**CPI – Estados Unidos – core inflation – 12 meses (%)**



Nos demais países industrializados, deixando de lado o caso do Japão, abalado por uma longa e profunda depressão com impactos deflacionários intensos, a situação tem sido bastante heterogênea, com o destaque em termos de baixa inflação, pela sua importância econômica, cabendo à Alemanha, que apresentou uma variação média do seu Índice de Preços ao Consumidor (IPC) de apenas 1,1% a.a. nos últimos cinco anos completados em 2000.

É preciso também levar em consideração a expectativa imediata de variação dos preços para 2001, que tem sido extremamente baixa, de menos de 2% para a média dos países industrializados, em função da menor pressão esperada dos preços do petróleo na economia dos Estados Unidos e da continuidade da estabilidade de preços no Japão (Tabela 2).

No que tange às taxas de variação anual dos preços, que “balizam” o comportamento das autoridades monetárias nos países que adotam formalmente regimes de metas de inflação, a média se situa entre 2,0% e 2,5% (Tabela 3).

**Tabela 2**  
**Previsões de inflação (%)**

Países	2000	2001
Países industrializados	2,2	1,5
Estados Unidos	3,2	1,7
Japão	- 0,3	0,0
Zona do euro	1,9	1,7
França	1,3	1,3
Alemanha	1,6	1,5
Itália	2,3	2,0
Espanha	2,8	2,4
Reino Unido	2,4	2,1
Canadá	2,4	2,1

Fonte: Dornbusch (2000), com base em dados do Economist Consensus Forecast.

**Tabela 3**  
**Características das metas de inflação em países selecionados**

País	Ponto central meta inflação (%)	Intervalo acima ou abaixo de ponto central ( $\pm$ , %)	Expurgo IPC
Nova Zelândia	1,5	1,5	Sim
Canadá	2,0	1,0	Sim
Reino Unido	2,5	1,0	Sim
Suécia	2,0	1,0	Não
Finlândia	2,0	Não há explicitação de bandas	Sim
Austrália	2,5	0,5	Sim
Espanha	2,0 (teto)	-	Não
Chile	3,0	1,0	Não

Fontes: SPE (1999), Conjuntura Econômica (2000).

---

Por último, deve ser lembrado que o Banco Central Europeu (BCE) opera sob o fator condicionante (ou a restrição) de que o **teto** de inflação “aceitável” para a instituição – isto é, que não a induza a adotar uma política monetária reativa – é de 2,0%. Embora o BCE não opere com o conceito de “meta”, considerando que a inflação apresenta algumas flutuações, se a meta for rigorosamente respeitada ao longo dos anos, cabe imaginar que a média de inflação dos países da “zona do euro”, no futuro, deverá ser provavelmente de 1,0% a 1,5% a.a.<sup>11</sup>

À luz do que foi apresentado, a conclusão que se pode extrair é que uma taxa de inflação de 3,0% ainda pareceria ser bastante elevada como meta duradoura no atual contexto mundial. No caso do Brasil, mesmo que a curto prazo uma inflação de 3,0% represente um grande avanço, em um cenário de previsão de estabilidade da taxa de câmbio real e nominal, a meta de inflação deveria ser o mais próxima possível da variação dos preços dos países com economias estáveis – ou seja, inferior a 3,0%.

### **5.2.2. O Intervalo da Banda**

Como enfatizado por Clifton (1999), em um regime de metas de inflação visto como permanente, as autoridades devem ter muito cuidado em se fazer entender em relação ao significado por elas atribuído ao piso da “banda”. É preciso esclarecer se nesse tipo de regime a autoridade monetária vai atuar diante da ameaça de a banda ser “furada” no intervalo inferior, com o mesmo vigor com que se entende que deva atuar se houver uma ameaça concreta de o teto da banda ser ultrapassado. Ao mesmo tempo, o tema é importante para definir se a meta de inflação corresponde ou não ao conceito de ponto médio da banda – isto é, à média entre piso e teto. Um intervalo entre 0% e 3% de inflação, por exemplo, pode ser consistente tanto com uma meta de 1,5%, como com uma de 2,0% e diferenças assimétricas entre os extremos da banda e a meta. Estes são, de qualquer forma, detalhes de debates próprios de países onde a estabilidade está bastante enraizada, e passará algum tempo antes de que, em nosso país, chegemos ao ponto de discutir esse tipo de minúcias.

O que é relevante definir, no Brasil, é se o intervalo de tolerância de dois pontos percentuais acima e abaixo da meta se mantém ou não no nível atual e, no caso de diminuir, até que ponto isso deve ser feito. Como sabemos, o Brasil definiu esse intervalo relativamente amplo vis-à-vis a experiência internacional em função de duas considerações. A primeira, o elevado nível da meta inicial – 8,0% em 1999. E o segundo, o fato de que se

---

<sup>11</sup> Em 2000, contudo, apesar do referido teto, a inflação da zona do euro foi de 2,8%. Isso, porém, levou o BCE a elevar as taxas de juros ao longo do ano.

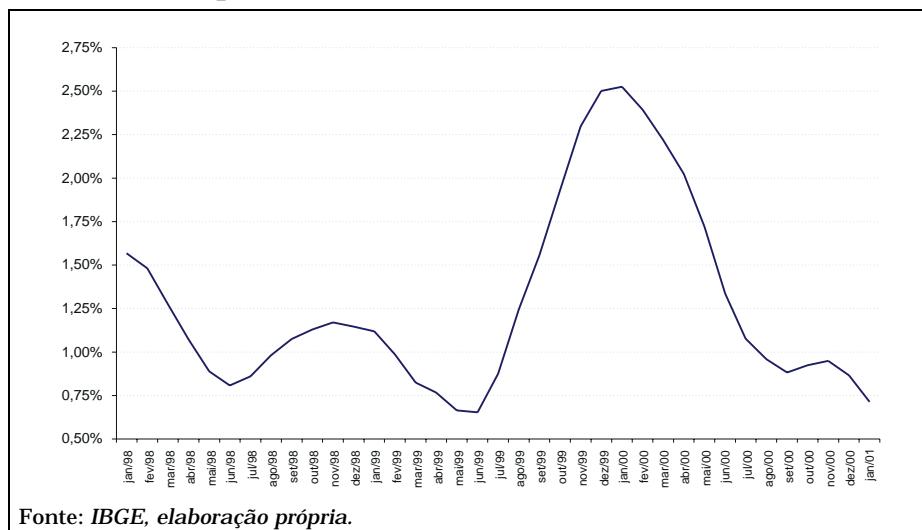
---

optou por trabalhar com um índice cheio em vez de ter uma meta associada ao conceito de “núcleo” de inflação ou *core*.<sup>12</sup>

Nesse sentido, é útil observar novamente a Tabela 3. Ela mostra que há uma certa tendência a que o intervalo em relação à meta seja de um ponto percentual acima ou abaixo dela. Por outro lado, dos oito países da tabela, em cinco o IPC adotado como referência é o *core*. Isso sugere uma alternativa salomônica a ser seguida pelo Brasil. Partimos do duplo pressuposto de que: a) é razoável que o intervalo da banda, para uma meta de inflação da ordem de 3,0% ou menos, deva ser inferior ao que se tinha no começo do sistema, quando a meta foi de 8,0%, mas, ao mesmo tempo, b) é igualmente razoável que se entenda que em um país com as pressões existentes no Brasil, haja uma tolerância ligeiramente maior com a inflação em relação à que se verifica em países com longa tradição de estabilidade. Existe portanto uma possibilidade intermediária entre a experiência brasileira atual de ter intervalos de dois pontos percentuais acima e abaixo de uma meta e a experiência internacional, que aponta para um intervalo de um ponto percentual acima e abaixo da meta. Essa alternativa consistiria em diminuir o intervalo de variação para 1,5 ponto percentual acima e abaixo da meta do núcleo de inflação.

A *rationale* do 1,5 ponto de amplitude para a banda pode ainda ser justificada pelo intervalo de confiança da volatilidade do IPCA. Qual é a lógica de existir uma banda de confiança? Na verdade, como existe um componente estocástico na inflação acumulada em 12 meses, pode ser que se observe um valor mais elevado na inflação sem que isso represente de fato um desvio do *target* de inflação – i.e., o desvio pode ser atribuído apenas à volatilidade da inflação. Dessa forma, o Gráfico 4 mostra que o

**Gráfico 4**  
**Desvio-padrão do IPCA acumulado em 12 meses**



---

12 Cabe lembrar, entretanto, que no contexto da convergência macroeconômica do Mercosul, os países do bloco acordaram recentemente adotar um *core* a partir de 2006.

---

desvio-padrão da inflação acumulada no IPCA em 12 meses atingiu 0,7% nos 12 meses terminados em janeiro de 2001. Portanto, uma banda de confiança de dois desvios-padrão seria equivalente a 1,4%. Isso significa que, se observarmos um desvio do centro da meta superior a 1,5%, poderíamos inferir um forte indício de que este desvio foi além do componente aleatório e que o Banco Central está de fato se afastando do *target* projetado. É importante notar que estamos utilizando o IPCA cheio e, portanto, essa amplitude da banda já incorpora espaço para acomodar os choques não relacionados ao *core inflation*.

### 5.2.3. O Uso do IPCA Médio e a Periodicidade do Target

Uma alternativa de flexibilização para aceitar desvios temporários em relação à meta pode ser a de utilizar a inflação de períodos mais longos. Os benefícios deste tipo de medida são evidentes. Uma menor volatilidade no *target* da inflação teoricamente gera uma menor necessidade de reação do governo e, portanto, uma menor volatilidade do produto e do emprego. Essa medida, no entanto, pode ter prejuízos que não são intuitivos, como veremos a seguir. Nesse caso, porém, é crucial evitar que esta flexibilidade se traduza em decisões sistematicamente equivocadas das autoridades monetárias. Vejamos isso mais de perto.

Suponhamos que o nível de inflação em um dado período de tempo ( $P_t$ ) seja uma função do hiato do produto da economia ( $h_t$ ), da taxa de câmbio ( $e_t$ ), do equilíbrio entre a oferta e a demanda por moeda sintetizados na taxa de juros ( $i_t$ ) e ainda de fatores exógenos ( $A_t$ ), como, por exemplo, o preço das *commodities* e ganhos de produtividade. Dessa forma temos:

$$P_t = P(A_t, h_t, e_t, I_t) \quad (1)$$

Podemos então definir a função do *inflation targeting*, i.e., a função de reação do Banco Central, como:

$$i_t = P^{-1} (P_t | A_t, h_t, e_t) \quad (2)$$

Ou seja, a função  $P^{-1}$  define uma função de reação do Banco Central que permite escolher uma taxa de juros  $i$  tendo observado uma inflação em um dado período  $P$ . Intuitivamente, podemos adotar como *target* médias mais longas de  $P_t$ . Em teoria, isso permitiria menor necessidade de reagir a flutuações em  $P$ , gerando menos volatilidade no produto.

Nesse ponto cabe a seguinte pergunta. Será que é sempre verdade que adotando um período maior de médias a variância deverá ser menor? Como exemplo, vamos considerar o caso de dois períodos. Ou seja, em vez de o Banco Central reagir à inflação acumulada em um ano, a sua função reação é determinada pela inflação média de dois anos. A noção intuitiva que temos é que,

---

ao utilizar a média de dois anos, a variância deste novo *target* tende a ser menor e portanto o Banco Central pode ter reações menos bruscas. Dada a função de reação do Banco Central, isso implica também em menos flutuações indesejáveis do produto.

Esse raciocínio, apesar de intuitivo, nem sempre é correto. Na verdade estamos querendo comparar

$$\text{Var}\left(\frac{P_i + P_j}{2}\right)$$

com

$$\text{Var}(P_j)$$

Desdobrando o primeiro termo, temos:

$$\begin{aligned} \text{Var}\left(\frac{P_i + P_j}{2}\right) &= \text{Var}\left(\frac{P_i}{2}\right) + \text{Var}\left(\frac{P_j}{2}\right) + 2 \cdot \text{Cov}\left(\frac{P_i}{2}, \frac{P_j}{2}\right) = \\ &= \frac{1}{4} \cdot \text{Var}(P_i) + \frac{1}{4} \cdot \text{Var}(P_j) + 2 \cdot \frac{1}{4} \cdot \text{Cov}(P_i, P_j) \end{aligned} \quad (3)$$

Como  $P_i$  e  $P_j$ , por hipótese, são observações da mesma população, temos que  $\text{Var}(P_i) = \text{Var}(P_j)$ . Portanto,

$$\text{Var}\left(\frac{P_i + P_j}{2}\right) = \frac{1}{2} \cdot [\text{Var}(P_i) + \text{Cov}(P_i, P_j)] \quad (4)$$

Ou seja, vale a pena adotar uma média de dois anos se:

$$\frac{1}{2} \cdot [\text{Var}(P_i) + \text{Cov}(P_i, P_j)] < \text{Var}(P_i) \quad (5)$$

Em que situações a adoção de médias mais longas é vantajosa? Claramente um dos casos é quando:

$$\text{Cov}(P_i, P_j) < 0$$

Intuitivamente o que a condição acima nos diz é que sempre que a inflação não tiver um caráter inercial, vale a pena adotar médias mais longas. Nesse caso, os choques de preços tendem a não se perpetuar no sistema. Por exemplo, uma alta da inflação causada pela alta do petróleo de US\$ 10 para US\$ 30 por barril deverá ser seguida por uma queda da inflação quando esses preços voltarem a um nível de equilíbrio.

Já no caso em que a covariância das inflações é positiva, nem sempre é benéfico utilizar médias mais longas para o *inflation targeting*. Nesse caso, os choques podem tender a se perpetuar. No caso do nosso exemplo, uma inflação mais alta hoje, por causa do aumento dos combustíveis, pode tender a se perpetuar nos períodos seguintes. Dessa forma, adiar o combate da inflação logo

---

no primeiro ano acaba gerando um problema maior no futuro. Como podemos inferir da fórmula (5) acima, existe um intervalo em que, a despeito da covariância positiva entre as inflações, ainda vale a pena adotar média longas. Nesse caso, vale a pena adotar médias longas se:

$$\text{Cov}(P_i, P_j) < \frac{1}{2} \cdot \text{Var}(P_i)$$

Essa característica interessante sugere que o arcabouço do *inflation targeting* no Brasil pode vir a incorporar uma política de combate prematuro do processo inflacionário. Por exemplo, para níveis baixos de inflação, quando a inércia inflacionária tende a ser pequena, o Banco Central pode utilizar como *target* médias mais longas de inflação. Para taxas de inflação abaixo de 4%, o Banco Central pode utilizar uma média de dois anos. (O nível de 4% não é aleatório, correspondendo ao teto de tolerância associado a uma meta de inflação de 2,5%, conforme será explicado nas conclusões). Isso, porém, ficaria condicionado a que a taxa acumulada em 12 meses não ultrapasse 6% (o referido limite mais a metade do mesmo) em cujo caso a meta teria que voltar a ser fixada “ponta a ponta”.

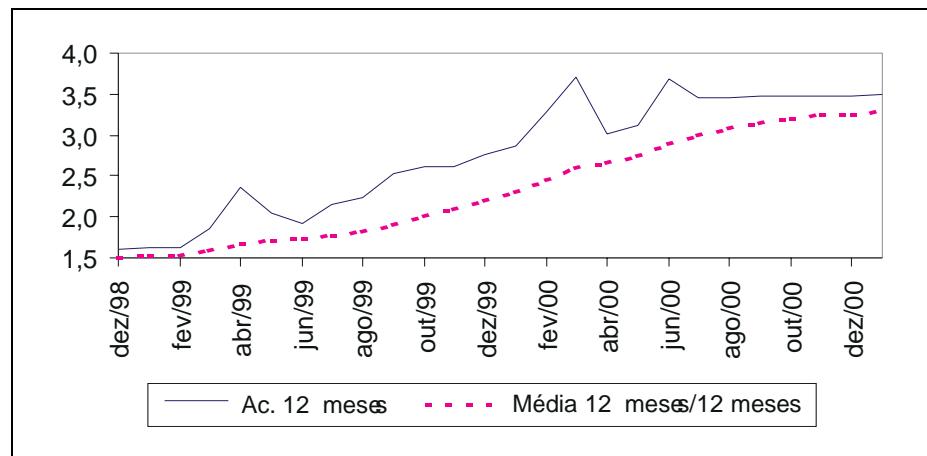
Por uma questão, talvez, de maior facilidade de acompanhamento pela opinião pública, nos países que adotam metas de inflação o conceito monitorado de IPC – ou de “núcleo” – é a taxa de variação janeiro/dezembro. Entretanto, por analogia com o raciocínio empregado para calcular a inflação média do mês – em vez de pelo critério “ponta a ponta” – seria conveniente examinar a hipótese de a variação do IPCA, a ser estabelecida como meta, levar em conta a variação do índice médio em 12 meses – isto é, comparação entre a média dos índices mensais de janeiro a dezembro de dois anos consecutivos – da mesma forma como ocorre com o IGP médio do ano.

O Gráfico 5 ajuda a entender a lógica do raciocínio. A inflação nos Estados Unidos aumentou no ano 2000 e no “pico” de variação a taxa em 12 meses chegou a ser de 3,7%, embora a mínima tenha sido de 2,9%. A taxa de 12 meses é, por definição, mais volátil que a taxa de variação da média de 12 meses contra a média dos 12 meses anteriores, que é uma espécie de média móvel mais longa das variações “ponta a ponta” em 12 meses. Se a taxa em 12 meses for volátil e por coincidência um dos momentos de “pico” ocorrer no final do ano, uma política monetária essencialmente correta pode ser julgada um fracasso por uma simples questão de calendário.<sup>13</sup>

---

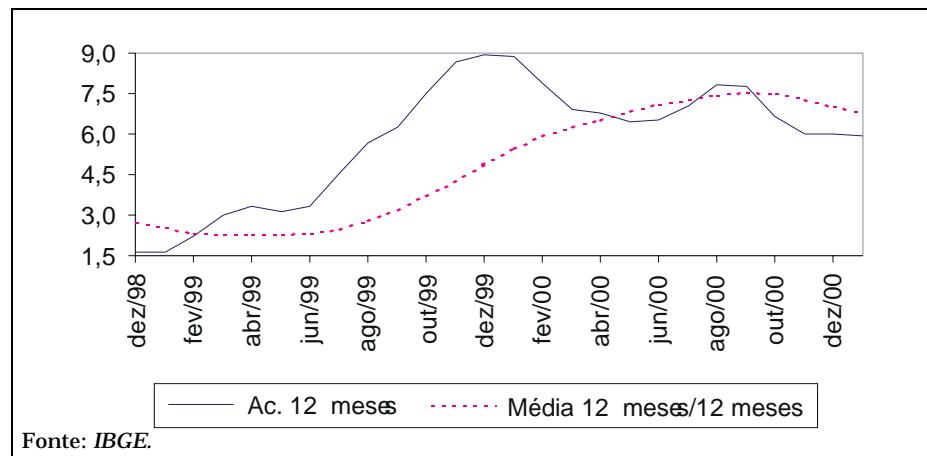
13 Em termos econômicos, não há diferença alguma entre ter uma taxa acumulada em 12 meses de 2,8% em setembro e de 3,2% em dezembro ou vice-versa, mas se o teto de um sistema de bandas de inflação for de 3,0%, isso fará toda a diferença para as autoridades. Com um comprometimento baseado em médias de 12 meses – o que significa trabalhar com períodos móveis de 24 meses – as flutuações são suavizadas e evita-se o risco de que as autoridades sejam julgadas equivocadamente por eventuais desvios perfeitamente naturais em relação à meta.

**Gráfico 5**  
**CPI - Estados Unidos - acumulado 12 meses vs. média 12 meses/12 meses (%)**



No caso do Brasil, observa-se um fenômeno parecido (Gráfico 6). Após a desvalorização de janeiro de 1999, enquanto a taxa de 12 meses chegou a um máximo de 8,9%, a taxa máxima para o IPCA médio de  $(t+1)$  a  $(t+12)$  em relação à média de  $(t-11)$  a  $t$  foi de 7,3%.

**Gráfico 6**  
**IPCA - Brasil - acumulado 12 meses vs. média 12 meses/12 meses (%)**



Fonte: IBGE.

## **6. Conclusões**

As sugestões feitas neste artigo visam reforçar o caminho da institucionalização da estabilização que o Brasil começou a trilhar nos últimos anos, particularmente com a adoção, por um lado, de novos instrumentos legais, como a Lei de Responsabilidade Fiscal; e, de outro, do novo sistema de metas de inflação.

---

No ano em que este último sistema foi adotado, a taxa de inflação foi de quase 9,0% e o importante, naquelas circunstâncias, era recriar as condições para a verificação de uma trajetória declinante da inflação, o que foi conseguido com êxito, mediante a combinação de metas declinantes de inflação e uma política monetária ainda relativamente apertada. A dois anos do início dessa experiência e com a meta de inflação até o final do Governo estabelecida em 3,5%, porém, é importante que se inicie um debate sobre quais devem ser as características de um regime “permanente” de metas de inflação, para que ele seja mantido por tempo indefinido. O Brasil seguiria, assim, embora “queimando etapas”, o caminho do Chile, que depois de vários anos de inflação declinante adotou recentemente uma regra de meta inflacionária por tempo indeterminado.<sup>14</sup>

Há várias vantagens em se adotar uma abordagem que poderia ser denominada “institucionalista”, como a que foi defendida no artigo. Em particular, cabem destacar: a) a definição de um conjunto de regras diminuiria o espaço para a discrecionalidade das ações de Governo; b) a minimização, a exemplo do que ocorre nas economias estáveis, das chances de que, ocorrendo uma mudança de Governo, haja uma mudança drástica da política monetária; e c) a maior confiança dos agentes econômicos no *enforcement* do cumprimento da meta, pela possibilidade de sanções hoje não previstas. Este último, porém, só faria sentido se a figura de uma eventual punição ao presidente do Banco Central fosse a contrapartida de uma espécie de contrato institucional pelo qual fossem cobrados resultados da autoridade monetária, porém no contexto de uma independência operacional formal, de que atualmente a instituição não dispõe.

Por outro lado, para evitar que se verifiquem equívocos na interpretação de eventuais desvios e que ocorram situações traumáticas como a sanção ao presidente do Banco Central em caso de descumprimento das metas por uma pequena margem, é necessário dotar o sistema de certa flexibilidade.

Sinteticamente, propõe-se que a meta de inflação para 2003 seja estabelecida em 3,0%; a de 2004, em 2,5%; e que, levando em consideração o contexto de baixa inflação mundial, caso este contexto persista, o Brasil adote o seguinte conjunto de regras permanentes para vigorar a partir de 2005 inclusive:

- a) a adoção do IPCA **médio** núcleo ou *core* (média janeiro/dezembro vs. média janeiro/dezembro do ano anterior) como critério de inflação;
- b) uma meta permanente do núcleo de inflação de 2,5%, similar à taxa média de variação dos preços ao consumidor nos Estados Unidos nos últimos 5 anos;

---

<sup>14</sup> Esta é uma discussão aberta em outros países. Ver, por exemplo, o interessante artigo de Pierre Fortin em que ele propõe que o Canadá mude o seu regime de “banda” inflacionária de 1,0/3,0% para 1,5/3,5% (Fortin 2001, p. 14).

c) um intervalo de tolerância de 1,5 ponto percentual acima e abaixo da meta, o que corresponde a um piso de 1,0% e a um teto de 4,0%;

d) a condição de que a inflação acumulada em 12 meses não seja superior a 6,0%; sendo este teto ultrapassado a qualquer momento, o *target* passaria a ser a inflação janeiro/dezembro, e a inflação janeiro/dezembro do ano posterior ao citado desvio não poderia ser superior a 4,0%;

e) a possibilidade de demissão, nos termos legais a serem definidos, do presidente do Banco Central, caso a taxa de inflação média seja superior ao teto de 4,0% a.a. por dois anos consecutivos.

Se esse conjunto de regras for adotado e respeitado, aumentarão as chances de que o Brasil tenha, ao longo da década de 2000, uma taxa de variação dos preços similar à dos países da OECD, com claros benefícios em termos de eficiência econômica e bem-estar social, melhorando consideravelmente o ambiente para a adoção de decisões de investimento de longo prazo.

## **Referências Bibliográficas**

AGÉNOR, Pierre-Richard. *Monetary Policy under flexible exchange rates – An introduction to inflation targeting*. The World Bank, [Policy Research Working Paper, 2511].

BANCO CENTRAL. Coletânea de textos apresentados no seminário “Um ano de metas para a inflação”. Rio de Janeiro: Banco Central, julho, 2000.

BLINDER, Alan. *Central Banking in Theory and Practice*. The MIT Press, 1998.

CLIFTON, Eric. “Inflation targeting: what is the meaning of the bottom of the band?”. Dec., 1999 [IMF Policy Discussion Paper, PDP/99/8].

CONJUNTURA ECONÔMICA “O Plano Real, seis anos depois”. Carta do IBRE, junho, 2000.

DELFIN NETTO, Antonio. “Sobre as metas inflacionárias”. *Economia Aplicada*, vol. 3, nº 3, 1999.

DORNBUSCH, Rudi. “World economic trends”. Trans-National Research Corporation, Aug., 2000.

EICHENGREEN, Barry. *Globalizing Capital – A History of the International Monetary System*. Princeton University Press, 1996.

- 
- FORTIN, Pierre. "Inflation targeting: the three percent solution", *Policy Matters* vol. 2, nº 1, Institute for Research on Public Policy, Canada, Feb., 2001.
- FRAGA, Armínio (2000); "Regimes cambiais e monetários". Palestra apresentada em 27 de março de 2000 no IPEA, publicada com consentimento do palestrante, após transcrição, como texto Seminários DIMAC, nº 6.
- GIAMBIAGI, Fabio e RIGOLON, Francisco. "A atuação do Banco Central em uma economia estabilizada: é desejável adotar metas inflacionárias?". *Revista de Economia Política*, vol. 19, nº 3, julho/setembro, 1999.
- LEIDERMAN, Leonardo e SVENSSON, Lars, eds. *Inflation Targets*. Centre for Economic Policy Research-CEPR, 1995.
- MISHKIN, Frederic. "Inflation targeting in emerging market countries"; National Bureau of Economic Research (NBER), Mar, 2000 [Working Paper 7618].
- MISHKIN, Frederic. "International experiences with different monetary policy regimes". National Bureau of Economic Research (NBER) Mar, 1999, [Working Paper 7044].
- PASTORE, Affonso Celso e PINOTTI, Maria Cristina. "One year of inflation targeting in Brazil: what have we learned about the channels of monetary transmission?". Trabalho apresentado no seminário seminário "Um ano de metas para a inflação". Rio de Janeiro: Banco Central, julho, 2000.
- SECRETARIA DE POLÍTICA ECONÔMICA (SPE). *Boletim de Acompanhamento Macroeconômico*. Jun-jul, 1999.
- SVENSSON, Lars. "Inflation targeting as a monetary policy rule". National Bureau of Economic Research (NBER), 1998 [Working Paper 6790].
- WERLANG, Sérgio; BOGDANSKI, Joel e TOMBINI, Alexandre. "Implementing inflation targeting in Brazil". Banco Central do Brasil, 2000 [Working Paper Series 1].
- WORRELL, DeLisle. "Monetary and fiscal coordination in small open economies". IMF, Mar 2000 [Working Paper, WP/00/56].

---

## **TEXTOS PARA DISCUSSÃO do BNDES**

- 68 SISTEMA FINANCEIRO BRASILEIRO: REESTRUTURAÇÃO RECENTE, COMPARAÇÕES INTERNACIONAIS E VULNERABILIDADE À CRISE CAMBIAL – Fernando Pimentel Puga – março/99
- 69 A RENEGOCIAÇÃO DAS DÍVIDAS E O REGIME FISCAL DOS ESTADOS – Francisco Rigolon e Fabio Giambiagi – julho/99
- 70 O AJUSTE FISCAL DE MÉDIO PRAZO: O QUE VAI ACONTECER QUANDO AS RECEITAS EXTRAORDINÁRIAS ACABAREM? – Francisco Rigolon e Fabio Giambiagi – agosto/99
- 71 POLÍTICAS REGULATÓRIAS NO SETOR DE TELECOMUNICAÇÕES: A EXPERIÊNCIA INTERNACIONAL E O CASO BRASILEIRO – José Claudio Linhares Pires – setembro/99
- 72 MODELO DE GERAÇÃO DE EMPREGO: METODOLOGIA E RESULTADOS – Sheila Najberg e Marcelo Ikeda – outubro/99
- 73 POLÍTICAS REGULATÓRIAS NO SETOR DE ENERGIA ELÉTRICA: A EXPERIÊNCIA DOS ESTADOS UNIDOS E DA UNIÃO EUROPEIA – José Claudio Linhares Pires – outubro/99
- 74 PERSPECTIVAS PARA A ECONOMIA BRASILEIRA: 1999/2006 – Fabio Giambiagi – dezembro/99
- 75 EXPERIÊNCIAS DE APOIO ÀS MICRO, PEQUENAS E MÉDIAS EMPRESAS NOS ESTADOS UNIDOS, NA ITÁLIA E EM TAIWAN – Fernando Puga – fevereiro/2000
- 76 DESAFIOS DA REESTRUTURAÇÃO DO SETOR ELÉTRICO BRASILEIRO – José Claudio Linhares Pires – março/2000
- 77 A CRISE BRASILEIRA DE 1998/1999: ORIGENS E CONSEQÜÊNCIAS – André Averbug e Fabio Giambiagi – maio/2000  
THE BRAZILIAN CRISIS OF 1998-1999: ORIGINS AND CONSEQUENCES – André Averbug and Fabio Giambiagi – May/2000
- 78 PREVIDÊNCIA SOCIAL E SALÁRIO MÍNIMO: O QUE SE PODE FAZER, RESPEITANDO A RESTRIÇÃO ORÇAMENTÁRIA? – Marcelo Neri e Fabio Giambiagi – junho/2000
- 79 CRIAÇÃO E FECHAMENTO DE FIRMAS NO BRASIL: DEZ. 1995/DEZ. 1997 – Sheila Najberg, Fernando Pimentel Puga e Paulo André de Souza de Oliveira – maio/2000
- 80 O PERFIL DOS EXPORTADORES BRASILEIROS DE MANUFATURADOS NOS ANOS 90: QUAIS AS IMPLICAÇÕES DE POLÍTICA? – Armando Castelar Pinheiro e Maurício Mesquita Moreira – julho/2000  
THE PROFILE OF BRAZIL'S MANUFACTURING EXPORTERS IN THE NINETIES: WHAT ARE THE MAIN POLICY ISSUES? – Armando Castelar Pinheiro and Maurício Mesquita Moreira – June/2000
- 81 RETORNO DOS NOVOS INVESTIMENTOS PRIVADOS EM CONTEXTOS DE INCERTEZA: UMA PROPOSTA DE MUDANÇA DO MECANISMO DE CONCESSÃO DE RODOVIAS NO BRASIL – José Claudio Linhares Pires e Fabio Giambiagi – julho/2000
- 82 REMUNERAÇÃO POR GÊNERO NO MERCADO DE TRABALHO FORMAL: DIFERENÇAS E POSSÍVEIS JUSTIFICATIVAS – Marcelo Ikeda – setembro/2000
- 83 FUSÕES E AQUISIÇÕES NO SETOR DE TELECOMUNICAÇÕES: CARACTERÍSTICAS E ENFOQUE REGULATÓRIO – José Claudio Linhares Pires e Adely Branquinho das Dores – outubro/2000
- 84 COMO A INDÚSTRIA FINANCIÁRIA FINANCIAM O SEU CRESCIMENTO: UMA ANÁLISE DO BRASIL PÓS-PLANO REAL – Maurício Mesquita Moreira e Fernando Pimentel Puga – outubro/2000
- 85 O CENÁRIO MACROECONÔMICO E AS CONDIÇÕES DE OFERTA DE ENERGIA ELÉTRICA NO BRASIL – José Claudio Linhares Pires, Joana Gostkorzewick e Fabio Giambiagi – março/2001

---

**BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social**

Av. República do Chile, 100  
CEP 20139-900 – Rio de Janeiro – RJ  
Tel.: (0XX21) 277-7447  
Fax: (0XX21) 240-3862

**FINAME – Agência Especial de Financiamento Industrial**

Av. República do Chile, 100 – 17º andar  
CEP 20139-900 – Rio de Janeiro – RJ  
Tel.: (0XX21) 277-7447  
Fax: (0XX21) 220-5874

**BNDESPAR – BNDES Participações S.A.**

Av. República do Chile, 100 – 20º andar  
CEP 20139-900 – Rio de Janeiro – RJ  
Tel.: (0XX21) 277-7447  
Fax: (0XX21) 220-6909

**Escritórios**

**Brasília**

Setor Bancário Sul – Quadra 1 – Bloco E  
Ed. BNDES – 13º andar  
CEP 70076-900 – Brasília – DF  
Tel.: (0XX61) 322-6251  
Fax: (0XX61) 225-5510

**São Paulo**

Av. Paulista, 460 – 13º andar  
CEP 01310-904 – São Paulo – SP  
Tel.: (0XX11) 251-5055  
Fax: (0XX11) 251-5917

**Recife**

Rua Antonio Lumack do Monte, 96 – 6º andar  
CEP 51020-350 – Recife – PE  
Tel.: (0XX81) 465-7222  
Fax: (0XX81) 465-7861

**Belém**

Av. Presidente Vargas, 800 – 17º andar  
CEP 66017-000 – Belém – PA  
Tel.: (0XX91) 242-7966  
Fax: (0XX91) 224-5953

**Internet**

<http://www.bnades.gov.br>

---