

**Seção: Macroeconomia**

## **Sistema de Metas de Inflação no Brasil: uma Análise da Estrutura**

Bernardo Piccoli Medeiros Braga\*

Joaquim Israel Ribas Pereira\*\*

**Resumo:** Há quatorze anos, em junho de 1999, o Brasil adotou o Sistema de Metas para Inflação (SMI) como regime monetário. A essência desse regime monetário é a aceitação, por parte dos agentes econômicos, do comprometimento e eficácia do Banco Central em perseguir um nível estipulado de variação dos preços. Neste período, a autoridade monetária enfrentou um ambiente externo difícil (1999 – 2002), benigno (2003 – 2008) e novamente adverso mais recentemente. Certamente o Sistema de Metas de Inflação não conquistou a unanimidade, mas os fatos são incontroversos em apontar que o país conquistou e tem mantido um ambiente econômico de inflação moderada (consequência das metas) com equilíbrio externo (devido ao câmbio flutuante). O presente artigo pretende estudar o SMI brasileiro com objetivo de analisar as características fundamentais do sistema, no que diz respeito a sua adequação com o provimento de um guia eficiente para as expectativas dos agentes.

**Palavras-chave:** Metas de Inflação, Política Monetária, Âncora Nominal.

**Classificação JEL:** E44; E52; E66.

---

\* Doutorando do Programa de Pós-Graduação em Desenvolvimento Econômico Pela Universidade Federal do Paraná.  
E-mail: bpm.braga@gmail.com

\*\* Doutorando do Programa de Pós-Graduação em Desenvolvimento Econômico Pela Universidade Federal do Paraná.  
E-mail: joaquimisrael@gmail.com

## 1 Introdução

Antes de estudar o Sistema de Metas para Inflação (SMI) e, mais especificamente, a estrutura desse sistema no Brasil, é importante tecer algumas considerações acerca da política econômica. A política econômica pode ser dividida em ações micro e macroeconômicas. Sendo a primeira relativa a incentivos, regras ou orientação do governo a determinados agentes com impactos específicos, o subsídio para um setor em dificuldades é um exemplo desse tipo de política. Políticas macroeconômicas se referem a ações que geram impacto no nível agregado.

A política macroeconômica é dividida em políticas monetária, fiscal e cambial, além das políticas de regulação (de rendas, de preços administrados, entre outros). Cada uma delas é operacionalizada por meio de diferentes instrumentos, contudo seus objetivos conjuntos são geralmente comuns. Os economistas divergem substancialmente no que diz respeito a como deve ser gerida a política macroeconômica, sendo essas divergências principalmente em relação ao próprio papel do Estado, uns defendendo uma maior participação do Estado na economia e outros ressaltando a importância dos mercados. Contudo há maior uniformidade no que se entende por serem os objetivos finais maiores das políticas em seu conjunto, que é de prover o maior bem estar possível aos cidadãos. O bem estar dos cidadãos depende de fatores como crescimento econômico e estabilidade econômica compatível com um alto nível de emprego.

A política fiscal diz respeito a como o governo se comporta em relação a seu papel de relevante agente econômico na economia. Ou seja, as variáveis fiscais básicas são receita e despesa do Estado. A política cambial refere-se a como o governo utiliza uma série de instrumentos e medidas para influenciar a taxa de câmbio, a qual representa um dos preços fundamentais em qualquer país, exercendo impacto sobre o nível de preços, situação do Balanço de Pagamentos e, mais especificamente, sobre os fluxos de comércio. Atualmente a maioria dos países adota o sistema de câmbio livre, ou seja, o câmbio se altera conforme os fluxos de capital, equilibrando o Balanço de Pagamentos automaticamente.

Finalmente, tratar da política monetária é tocar em um tema bastante controverso em teoria econômica devido à infundável discussão quanto ao que ela é capaz. Alguns autores defendem que no longo prazo ela só afeta variáveis nominais, como a inflação, enquanto outros afirmam que gera impactos sobre o nível de produto e emprego. Essas divergências emanam de discussões como a existência ou não da Curva de Phillips<sup>1</sup> e da taxa natural de desemprego<sup>2</sup>. Os bancos centrais, em sua maioria, são pragmáticos e perseguem alguns objetivos simultaneamente, entre eles: estabilidade de preços, alto nível de emprego, maior crescimento econômico, estabilidade da taxa de câmbio, saúde do sistema financeiro, manutenção da confiança dos investidores. Para tal, são utilizados

<sup>1</sup> Representa uma relação inversa, estável e instrumentalizável entre desemprego e inflação.

<sup>2</sup> É a taxa de desemprego que vigora na ausência de intervenções de política macroeconômica. É natural, pois incorpora características estruturais e institucionais do mercado de trabalho e do mercado de bens. Com mudanças estruturais e/ou institucionais a taxa de desemprego natural se altera. Quando a economia tem uma taxa de desemprego igual à taxa natural vigoram apenas o desemprego voluntário e friccional. É apenas com a taxa de desemprego igual à natural que todos os agentes têm suas preferências satisfeitas.

instrumentos de política monetária que são basicamente: o recolhimento compulsório, o redesconto de liquidez e as operações de mercado aberto.

O Banco Central do Brasil optou, em 1999, por adotar o SMI como âncora nominal de política monetária – esse sistema foi primeiramente adotado na Nova Zelândia em 1990. Âncora nominal<sup>3</sup>, em termos genéricos, representa um compromisso institucional que é fundamental para guiar as expectativas dos agentes, atenuar problemas de inconsistência temporal<sup>4</sup> de políticas e fornecer as condições necessárias para a determinação de um nível de preços compatível com o sucesso de um regime monetário (Dezordi, 2004), (Salomão, 2003). A essência desse regime monetário é a aceitação, por parte dos agentes econômicos, do comprometimento e eficácia do Banco Central em perseguir um nível estipulado de variação dos preços. Essa relação representa a âncora nominal de política monetária no SMI.

Dado isso, em termos normativos, as autoridades monetárias devem buscar moldar o SMI com estrutura adequada para dar segurança aos agentes econômicos de que o objetivo inflacionário anunciado será cumprido. Neste sentido, o SMI brasileiro será estudado com objetivo de analisar as características fundamentais do sistema no que diz respeito a sua adequação com o provimento de um guia eficiente para as expectativas dos agentes. Para tal, alguns conceitos referentes à teoria de Política Monetária serão apresentados e, depois, as peculiaridades do sistema serão analisadas. São elas: a questão do Índice de inflação escolhido, da flexibilidade do sistema (bandas de tolerância e cláusulas de escape), dos fatores referentes a estrutura institucional do SMI e finalmente a discussão quanto à meta ótima de inflação. Por fim, teceremos algumas considerações a respeito do estudo como um todo.

O artigo está organizado da seguinte forma, primeiramente trata as Expectativas, mais especificamente as Expectativas Racionais. Em seguida alguns tópicos importantes de política monetária são apresentados, a começar pela questão do trilema, em seqüência o estudo de Âncora Nominal e depois mostramos o que é o Sistema de Metas para Inflação. Na penúltima seção está exposto e analisado o objeto do presente trabalho, ou seja, nele está apresentada e discutida a estrutura do Sistema de Metas para a Inflação no Brasil, no que diz respeito a sua adequação ao condicionamento desejado das expectativas dos agentes. Por fim, uma breve conclusão.

## 2 Expectativas

Quase todas as decisões econômicas têm como fator fundamental a variável tempo. Investimentos, atos de consumo e ações governamentais são executadas com base em determinada previsão da evolução de variáveis econômicas relevantes. Deste modo, a teoria econômica procura explicar como se dá a formação de expectativas dos agentes, já que sua incorporação aos modelos

<sup>3</sup> Para uma discussão mais aprofundada sobre o papel das âncoras nominais no combate à inflação, ver SALOMÃO (2003).

<sup>4</sup> “O problema de inconsistência temporal surge porque há incentivos para os formuladores de políticas em alcançar objetivos no curto prazo mesmo que os resultados no longo prazo sejam pobres o qual resulta em comportamentos forward-looking em parte dos agentes econômicos”. (MISHKIN, 1999; pg 1 - 2).

é uma condição *sine qua non* para o sucesso destes.

Antes de mencionar as diferentes teorias de formação das expectativas, é importante diferenciar expectativas de prognóstico e programa e fazer algumas considerações sobre expectativas em sentido geral. Prognóstico ou previsões e mais tarde os programas, são a representação formal das expectativas propriamente ditas (Ozga, 1967). As expectativas são internas aos indivíduos, os quais na maioria das vezes não as manifestam publicamente por meio de explicações, mas sim de atitudes condicionadas a elas. Nesse panorama, a expectativa tem três elementos implícitos: o indivíduo, que espera algo; a evidência, o que o indivíduo conhece; a perspectiva, que é a visão que o indivíduo tem do que vai se suceder (Ozga, 1967).

De acordo com Andrew Ozga (1967), podem-se considerar evidências como um conjunto de afirmações que dão respostas explícitas a questões ou perguntas sobre condições que dão lugar à perspectiva. Muitas vezes as evidências são até mesmo identificáveis: “*teneremos ciertas nociones generales y ciertos hábitos de pensamiento que se relacionan con nuestras expectativas, pero nunca llegamos a la consciencia plena de cuáles son*” (Ozga, 1967; P. 22). O indivíduo é quem transforma o conjunto de evidências objetivas e subjetivas em perspectiva e, nesse processo, é usual a interposição de uma teoria (Ozga, 1967). As principais teorias de formação das expectativas são: Expectativas Estáticas, Expectativas sob Incerteza, Expectativas Adaptativas e Expectativas Racionais. Esta última teoria será bastante relevante para nossa análise e, portanto, é tratada na subseção seqüente.

## 2.1 Expectativas Racionais

Para entender adequadamente o arcabouço teórico que envolve as Expectativas Racionais é necessário contextualizar seu advento. Na década de 1970 – época em que o debate macroeconômico se dava entre monetaristas e keynesianos – a Macroeconomia aparentava ser uma disciplina madura, que tinha sucesso em diagnosticar problemas e recomendar políticas econômicas adequadas. Contudo, os acontecimentos mudaram essa perspectiva de modo radical. A estagflação surgiu como novo fenômeno a ser explicado, pois contrariava todo o aparato teórico vigente naquele momento.

O problema principal era que os modelos existentes até então consideravam apenas parâmetros e relações entre variáveis com base em observações passadas (*backward-looking*). Para Robert Lucas e outros o mais importante é que os agentes alteram suas expectativas sempre que houver uma mudança na orientação das políticas econômicas e nas demais condições da economia, ou seja, eles não erram sistematicamente (Crítica de Lucas). Os adeptos desse novo modo de pensar, oriundo dessa verdadeira revolução iniciada com a Crítica de Lucas, acreditavam que a informação passada também deveria ser considerada nos modelos, todavia com ponderação inferior à importância das expectativas relacionadas ao futuro (*forward-looking*).

As Expectativas Racionais adotam três suposições básicas: os agentes

têm acesso a todas as informações; todos têm conhecimento das relações entre as variáveis econômicas em vigor (o modelo macroeconômico relevante); uma vez que as informações estão à disposição de todos e os agentes são maximizadores, as expectativas são homogêneas (Shaw, 1984). Assim, os indivíduos vão adquirir e processar informações da maneira mais sensata possível, de acordo com a condição de maximização a qual diz que o custo marginal de processar e adquirir informações deve ser igual ao benefício marginal de obtê-las. Conseqüentemente, como os agentes econômicos não usam todas as informações e como alguma informação pode estar sujeita a certo grau de incerteza, a formação racional de expectativas não implica em uma previsão absolutamente perfeita (caso nenhuma informação estivesse sujeita à incerteza e os agentes usassem todas as informações, sendo maximizadores, o erro de previsão seria zero).

Dado isso – e pressupondo também a existência da taxa natural de desemprego – qualquer tentativa do governo de promover uma política econômica ativa implicará, no longo prazo, apenas em efeito sobre preços<sup>5</sup>. No âmbito da política monetária, na ausência de erros expectacionais, a hipótese de agentes formadores de Expectativas Racionais, dá o resultado de que haverá igualdade entre variação de preços esperada e variação no estoque de moeda esperada. E a variação no estoque de moeda é controlada pelo Banco Central.

### 3 Sistema de Metas para Inflação

A presente seção se refere ao estudo de um regime monetário correspondente a definição de objetivos inflacionários explícitos para a taxa de variação dos preços, ou seja, o SMI. Para tal será primeiramente apresentada a questão do trilema de política monetária, em seguida a definição de âncora nominal e alguns de seus tipos. A última subseção trata do SMI.

#### 3.1 Trilema de Política Monetária

O ‘trilema’ de política monetária (Mundell, 1963) consiste no fato de que a política monetária tem três objetivos intermediários, os quais, de acordo com Gómez (2006), são impossíveis de se atingir adequadamente ao mesmo tempo. A saber: determinada taxa de câmbio, adequada com os interesses do país no comércio internacional; taxa de juros, desejável para se controlar o nível de atividade econômica doméstica; e mobilidade de capitais, a qual é importante para se ter eficiência na alocação de poupança e competitividade doméstica.

Se há mobilidade de capitais, a política monetária tem que se definir entre dois caminhos. O primeiro deles é adotar uma meta inflacionária ou controle de agregados monetários, assim, a autoridade monetária vai tomar decisões com foco em questões domésticas, como inflação e nível de atividade. O segundo é adotar o câmbio como âncora, subjugando a taxa de juros ao nível necessário para manter determinada cotação do câmbio. Se houver baixa mobilidade de

<sup>5</sup> De acordo com a teoria denominada Ciclos Monetários Reais, uma política ativa não poderia provocar variação no produto nem no curto prazo. As variações seriam resultado apenas de choques tecnológicos e nunca monetários, porque os agentes conhecem o modelo de decisão do Banco Central.

capitais há a possibilidade de conquistar simultaneamente objetivos cambiais e de taxa de juros, mas esse não é o caso da economia que estudaremos, a qual apresenta significativa mobilidade de capitais.

### 3.2 *Âncora Nominal*

Como foi dito anteriormente, a escolha da âncora nominal é uma decisão muito importante a ser tomada em relação à política monetária, uma vez que assim se define o regime monetário a ser adotado. Várias economias adotam estratégias híbridas, ou seja, sem âncora nominal definida. Contudo, isso tende a dificultar a transparência, cedendo espaço para possíveis inconsistências temporais de políticas e deixando mais difícil o entendimento por parte do público do stance da política monetária. Âncora Cambial, Controle de Agregados Monetários e Metas de Inflação são os tipos mais conhecidos de ancoragem explícita. Nas subseções seguintes serão explicados: o que é âncora cambial, controle de agregados monetários e depois a estratégia Just do It. A próxima seção será inteiramente dedicada ao SMI.

#### 3.2.1 *Âncora Cambial*

Neste caso, o banco central atrela a moeda local à moeda de outro país, em geral com elevado nível de comércio com a nação em questão e que possua baixas taxas de inflação. Alguns tipos de âncoras cambiais têm valor fixo de conversão, outros permitem que a taxa de câmbio se deprecie dentro de certas bandas (*crawling peg*) de modo a anular fatores que afetem a taxa de câmbio real (Salomão, 2003).

A âncora em questão faz com que a política monetária tenha sua autonomia fortemente debilitada, uma vez que está completamente sujeita a fatores externos, pois é importante que a taxa de juros dê suporte à taxa de câmbio estipulada. Para a adoção desse regime é fundamental que o banco central possua reservas significativas, uma vez que é necessário fornecer e adquirir divisas ao nível de câmbio fixado.

#### 3.2.2 *Controle de Agregados Monetários*

Com o colapso de Bretton Woods, vários países optaram por metas de crescimento da oferta de moeda, variável controlada pela autoridade monetária, como âncora nominal. Essa estratégia foi sugerida pela escola monetarista comandada por Milton Friedman, o qual advogava pelo estabelecimento de uma regra fixa de crescimento do estoque de moeda. Entretanto, na prática, os bancos centrais costumam desviar significativamente e rotineiramente das metas para responder a choques.

Neste caso, a meta operacional é geralmente a taxa de juros e a meta intermediária os agregados monetários. É fundamental, para o sucesso dessa estratégia, que o estoque de moeda tenha uma forte correlação com a inflação.

O funcionamento da âncora nominal monetária se dá pela elevação da taxa de juros quando os agregados monetários estão acima da meta, e redução dos juros quando o estoque de moeda está abaixo da meta (Mishkin, 1997).

### 3.2.3 Just do it

Esta estratégia é referente à inexistência de uma âncora nominal explícita, cabendo ao banco central total discricionariedade na implantação de políticas. Todos os instrumentos de política podem ser utilizados para se obter o objetivo final de política monetária. Nos países que adotam esse comportamento há uma atuação coerente da autoridade monetária, a qual deve estar muito atenta com a evolução futura das variáveis relevantes (visão forward-looking) (Mishkin, 1997). Isso se deve ao fato de que a política monetária tem defasagens em relação ao momento de sua execução e o efeito provocado na economia.

A maior parte dos teóricos de política monetária considera que esse regime é adequado apenas para países com histórico de baixa inflação e com histórico de autoridades monetárias consideradas 'responsáveis', ou seja, que não têm intenção de realizar políticas ativas (Mishkin, 1997). O maior exemplo desse caso são os Estados Unidos.

### 3.3 Sistema de Metas para Inflação

O SMI, sinteticamente, pode ser operacionalmente entendido como a utilização de instrumentos de política monetária com intuito de manter a inflação próxima de uma meta precisa ou flexível, de acordo com um índice de inflação escolhido, publicado com certa antecedência, para determinado período. Como já afirmamos na Introdução, a base do SMI é a aceitação, por parte dos agentes econômicos, do comprometimento e eficácia do Banco Central em perseguir um nível estipulado de variação dos preços. Essa relação representa a âncora nominal de política monetária nesse regime monetário.

Os pressupostos básicos, inerentes à adoção do Sistema de Metas para a Inflação, são:

- a) O único objetivo da Política Monetária é a convergência da inflação à meta.
- b) O reconhecimento da neutralidade da moeda no longo prazo (Stevens e Debelle, 1995).
- c) Aceitação da Curva de Phillips de Longo Prazo proposta por Friedman e Phelps, a qual afirma que não há trade-off entre inflação e nível de atividade (Dezordi, 2004).

Quanto à operacionalização de SMI, Mishkin (2004) define sinteticamente este sistema em cinco elementos:

- 1) Compromisso institucional de que a estabilidade de preços é o principal

- objetivo da Política Monetária<sup>6</sup>;
- 2) Anúncio público de metas para a inflação;
  - 3) Explicação de como as diversas variáveis, e não só os agregados monetários e o câmbio, afetam as decisões de uso dos instrumentos de política;
  - 4) Transparência referente à estratégia de Política Monetária, por meio da comunicação com o público e com os mercados sobre os planos, objetivos e decisões das autoridades monetárias;
  - 5) Atribuição de responsabilidade ao Banco Central para que atinja a inflação estipulada.

O SMI destaca-se por institucionalizar o compromisso de manter a inflação dentro de patamares determinados. Isso faz com que atue como guia para a expectativa dos agentes (Schwartz, 2005), os quais, cientes de que o Banco Central vai utilizar os instrumentos disponíveis, caso necessário, para manter a inflação no nível estipulado, convergem suas expectativas de inflação para a meta, contribuindo, dessa forma, para que a inflação efetiva atinja a meta (idéia de Expectativas Racionais)<sup>7</sup>.

Diferentemente de outras âncoras nominais, o SMI possibilita certa discricionariedade na política monetária, fornecendo ao banco central liberdade no uso de instrumentos. Dezordi (2004, p.18) afirma que o SMI não deve ser entendido como uma regra de política, uma vez que não se trata “de um simples mecanismo operacional e sim um conjunto de modelos estruturais e não estruturais, em simbiose com as informações relevantes, para determinar a condução da política ideal para se alcançar a meta de inflação”. Neste sentido, o SMI fomenta o aumento de transparência e coerência da política monetária, fato que provoca a diminuição da taxa de sacrifício compatível com a conquista e manutenção da estabilidade de preços.

É importante saber que o comprometimento dos bancos centrais com o objetivo inflacionário estipulado é bastante diverso. Carare e Stone (2003) definem como Full Fledged Inflation Targets (FFIT) os países com maior grau de comprometimento ao SMI. Segundo esses autores:

*“FFIT countries have a medium to high level of credibility, clearly commit to their inflation target, and institutionalize this commitment in the form of a transparent monetary framework that fosters accountability of the central bank to the target”* (Carare e Stone, 2003, p. 3).

---

6 Estabilidade de preços não está sendo tratada no sentido literal do termo, que é de inflação nula ou igual a zero. Mas sim, do conceito definido por Alan Greenspan (1996) e citado por Filho (2001): “Price Stability obtains when economic agents no longer take account of the prospective change in general price level in their economic decision making”, portanto de uma inflação baixa e estável. Filho (2001), em estudo empírico, estimou que uma inflação anual de até 3% pode ser entendida como compatível com a estabilidade de preços.

7 De acordo com Schwartz (2005), as expectativas de inflação convergem para a meta de maneira diretamente proporcional à credibilidade do Banco Central, a qual é muito dependente do nível de transparência na condução da Política Monetária.

## 4 Metas de Inflação no Brasil

O Brasil, em junho de 1999, adotou o SMI em sua versão *Full Fledged*. Nesta seção vamos relatar o processo de implantação do SMI brasileiro e, depois, estudaremos alguns aspectos desse sistema com foco na importância de sua estrutura global para o fornecimento de boas condições de condicionamento das expectativas dos agentes. Isso é importante para se atingir os objetivos das autoridades monetárias.

### 4.1 Implantação do SMI

Após uma série de planos monetários fracassarem, o Plano Real foi implantado, com relativo sucesso, em julho de 1994<sup>8</sup>. Alguns pontos importantes que deram suporte para o sucesso do plano estão sucintamente relatadas em (Fachada, 2001, p. 6):

*“The Real Plan has been supported by a program of structural reforms, including the trade liberalization, with tariff reductions and elimination of quantitative barriers to imports; liberalization of capital accounts; privatization of public companies in several sectors such as steel, petrochemicals, mining, fertilizers and transports; and restructuring of the financial sectors, with introduction of new supervision norms, closing of unsound financial institutions, and privatization of state-owned banks.”*

Importante também foi o superávit primário do setor público registrado em 1994, de 5,1% do PIB<sup>9</sup> (Fachada, 2001). Resultado esse que forneceu maior segurança aos agentes no sentido de que o governo estava mais preocupado com a estabilidade de suas contas, já que não contaria com receitas do imposto inflacionário doravante, e assim também não teria condições de provocar impactos positivos e significativos de demanda.

Como a âncora nominal era o câmbio (um regime de bandas cambiais estreitas), o BC tinha de comprar ou vender divisas na cotação estipulada. Entretanto, sucessivas crises de confiança atingiram mercados emergentes (México 1994-95 e Ásia 1997), e estas provocaram uma pressão para desvalorização do Real. Isso ocorreu, pois com a desconfiança acerca do estado de nação emergente, os investidores tendem a mover seus recursos desses mercados de forma geral para locais seguros, sem risco de calote. Somado a isso, um ajuste profundo das contas públicas brasileiras era necessário e estava sendo sistematicamente adiado (Bogdanski, Tombini e Werlang, 2000).

Em agosto de 1998 a moratória russa fez com que se agravasse a crise de confiança nos mercados emergentes, gerando intensa fuga de capitais desses

---

8 Em 1993, o Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo, medido pelo IBGE, registrou inflação de 2477,15% e em 1996 de 9,56% (IPEA-DATA).

9 O qual ocorreu principalmente devido ao aumento da carga tributária e a diminuição do efeito Oliveira-Tanzi.

mercados e fazendo com que o Banco Central do Brasil aumentasse a taxa de juros para reter divisas. Todavia, o estabelecimento de um acordo com o Fundo Monetário Internacional e o anúncio do Plano de Estabilidade Fiscal atenuaram as pressões para desvalorização do Real até dezembro (Fachada, 2001).

No início de Janeiro de 1999, o anúncio de uma moratória pelo governador de Minas Gerais, Itamar Franco, foi o estopim para uma mudança de rota que já era iminente há algum tempo. Com um baixo nível de reservas, o Banco Central do Brasil, em 15 de Janeiro, foi forçado a deixar o Real flutuar (Bogdanski, Tombini E Werlang, 2000). Em poucos dias a cotação do dólar passou de U\$\$/R\$1,21 para U\$\$/R\$1,98, gerando pressões inflacionárias<sup>10</sup>. Em março de 1999, uma nova diretoria assumiu o Banco Central, sob o comando de Armínio Fraga (o terceiro presidente do banco nesse ano, antes dele, Gustavo Franco e Francisco Lopes comandaram a instituição). A nova gestão se focou inicialmente em duas frentes: evitar que a maxidesvalorização cambial se manifestasse em um processo inflacionário (Schwartz, 2005) e adotar o SMI (Fachada, 2001). Após quatro meses de grandes esforços de pesquisa e adaptação, o BC adotou formalmente, em 1º de Julho, um SMI Full Fledged, de acordo com o decreto presidencial nº3088 de 21 de Junho de 1999 (Bogdanski, Tombini E Werlang, 2000).

#### 4.2 Estrutura do SMI No Brasil

Nesta subseção será apresentada e discutida a estrutura do SMI no caso brasileiro. Como vimos anteriormente, o SMI pode ser utilizado de diferentes maneiras, tendo como ponto comum, nos sistemas, a definição e perseguição de uma meta inflacionária explícita que seja considerada a âncora nominal de política monetária. O Brasil utiliza um SMI *Full Fledged*. A seguir serão apresentados tópicos relacionados à estrutura deste sistema, são eles: discussão quanto ao índice de referência; análise da estrutura de flexibilidade do sistema (bandas e cláusulas de exceção); estudo dos 'fatores institucionais' e por fim a questão da meta ótima. Toda essa análise tem foco na adequação do SMI brasileiro ao provimento de um guia adequado das expectativas dos agentes econômicos, supondo uma atuação coerente dos executores da política monetária. Na página seguinte, há uma tabela que resume as principais características do SMI brasileiro e de outros seguidores do regime de metas na América Latina.

---

<sup>10</sup> Em fevereiro de 1999, os preços no atacado subiram 7% (BOGDANSKI, TOMBINI e WERLANG, 2000). Isso devido ao efeito pass-through.

**TABELA 1 - Características do Sistema de Metas para Inflação: Comparativo entre Brasil, Chile, Colômbia e México**

	BRASIL	CHILE	COLÔMBIA	MÉXICO
Adoção das Metas	JUN/99	SET/99	SET/99	JAN/01
Formal	não	sim (1989)	sim (1993)	sim (1993)
Na utilização dos instrumentos	sim	sim	sim	sim
Na determinação das metas	não	sim	sim	sim
Responsável por decisões de uso dos instrumentos?	Copom	Consejo do BC	Junta Directiva	Junta de Gobierno
Número de membros	9	5	6	5
Internos	9	5	6	5
Externos	0	0	0	0
Frequência de Reuniões	8 vezes ao ano	mensal	mensal	diária
A quem o BC responde?	Ministro da Fazenda	Congresso	Presidente da República e Congresso	Presidente da República e Congresso
Índice Utilizado	IPCA (CHEIO)	IPC (CHEIO)	IPC (CHEIO)	INPC (CHEIO)
Quem mede o índice?	Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística	Instituto Nacional de Estatística	---	Diretoria de Preços, Salários e Produtividade do BC do México
Bandas de Tolerância	sim (+/-2,0%)	sim (+/-1%)	---	sim (+/-1%)
Cláusulas de Escape	sim	não	sim	não
Meta de Inflação Anual ideal no Longo Prazo	não definida	3%	2% a 4%	3%
Meta de Inflação Atual (2008)	4,50%	3%	4%	3%
<b>TRANSPARÊNCIA</b>				
Atas das Reuniões de PM	sim	sim	sim	não
Previsões de Inflação	sim	sim	sim	sim
Informes sobre a Inflação	sim	sim	sim	sim

Fonte: Elaboração própria com base em informações coletadas em: CÉSPEDES (2005).

#### 4.2.1 Índices

A característica básica do índice escolhido como referência para o SMI brasileiro é o objeto de estudo dessa breve subseção. O IPCA, Índice de Preços ao Consumidor Amplo tem uma metodologia de cálculo muito semelhante a da maioria dos SMI de outros países. Ele mede a variação de diversos itens de compra de uma parcela significativa da população<sup>11</sup>, em diversas regiões metropolitanas, e é utilizado pelo Banco Central, sem expurgo.

Ou seja, o índice escolhido no Brasil é considerado integralmente, medindo a inflação cheia (headline inflation). Esse tipo de procedimento faz com que o

<sup>11</sup> No Brasil, a cesta de produtos, escolhida para a formação do índice, tem base no consumo de famílias com rendimento de 1 a 40 salários mínimos (aproximadamente de \$ 240 a \$ 9600).

BC precise realizar uma política monetária restritiva (diminuindo a Demanda Agregada) para atenuar os efeitos de choques de oferta (Curado e Oreiro, 2005) e ou aumento (arbitrário, ou via contratos<sup>12</sup>) de preços administrados (Schwartz, 2005). O procedimento de expurgar o índice, retirando dele determinantes não monetários (Dezordi, 2004), é adotado por diversos Bancos Centrais seguidores do SMI como o australiano, canadense, finlandês, neo-zelandês e britânico. Contudo, a justificativa para não usar a inflação subjacente (underlying inflation) é que dessa forma se estaria perdendo credibilidade, como se pode perceber em Bogdanski, Tombini e Werlang (2000), na seguinte passagem:

*“An important issue to discuss is the choice of the full inflation rate as reference for the target, and not some core inflation measure. Perhaps, the best technical procedure would have been to purge some items from the full index, exempting it from temporary and once-and-for-all shocks. Nevertheless, adopting a headline index was essential for credibility reasons, at least in the beginning of IT implementation. Unfortunately, Brazilian society has experienced several price index manipulation in a not so distant past, and so would be suspicious about any change related to suppressing items from the target index.”*  
(Bogdanski, Tombini e Werlang, 2000, p. 6)

Passados dez anos da implementação das metas como âncora, não há mais razão para se utilizar o “índice cheio”, a não ser a tentativa de assegurar os agentes quanto às questões de fora da alçada da autoridade monetária. Seria, portanto, adequado que a utilização do “índice expurgado” fosse adotada como sinal do amadurecimento do SMI brasileiro. Dessa forma, o BC estaria se comprometendo a controlar apenas os preços que tem sob seu controle e não fazer um seguro sobre os demais preços, o que pode provocar distorções.

#### 4.2.2 Flexibilidade

Neste ponto será discutida a estrutura discricionária do SMI brasileiro. A discricionariedade, nesse regime monetário, compreende basicamente as bandas para a inflação, ao invés de uma meta pontual, e a existência de cláusulas de escape, situação prevista na estrutura formal do SMI em que a inflação pode estar fora da meta. Esses dispositivos, dependendo de como são utilizados, denotam o grau de flexibilidade do regime.

A banda para a inflação é um importante instrumento para aliar flexibilidade à credibilidade<sup>13</sup> (Mendonça, 2001), uma vez que o efeito da política monetária é retardado<sup>14</sup> (Dezordi, 2004) e o BC não possui instrumentos para

<sup>12</sup> Estes contratos não necessariamente utilizam o índice referência para as metas como medida de reajuste e, mesmo que o utilizem, corresponderiam a uma resposta à inflação do período anterior.

<sup>13</sup> Mendonça (2001, p. 134) destaca a consideração de Brunilla e Lahdenperä (1995): “a distinção entre adoção de bandas ou de um ponto tem importância secundária caso os agentes sejam dotados de expectativas racionais. A razão para esta interpretação advém do fato de os agentes saberem que as autoridades monetárias possuem capacidade limitada na determinação da taxa de inflação. Destarte, mesmo que seja anunciado um ponto como meta, as expectativas serão formadas para uma taxa de inflação próxima à anunciada.”

<sup>14</sup> Bogdanski, Tombini e Werlang (2000, p. 7): “... the monetary policy transmission through the aggregate demand

prever precisamente a inflação futura<sup>15</sup>. Dessa forma as bandas representam uma “folga” (intervalo de tolerância), dentro da qual a autoridade monetária considera estar cumprindo a meta. Quanto à amplitude adequada da banda, Mendonça (2001) considera que se ela for muito grande, não estará servindo como um bom guia para a formação de expectativas (a função de âncora nominal do SMI estará prejudicada). Ademais, uma banda só tem sentido se houver credibilidade, caso contrário os agentes terão como expectativa o teto da meta (Mendonça, 2001).

Cláusulas de escape são exceções previstas para se descumprir a meta estipulada (sendo ela uma meta precisa ou uma meta com intervalo de tolerância). Estas são usadas para não causar grandes choques no produto em situações extremas (Mendonça, 2001). Sobre as cláusulas de escape, Mendonça (2001, p. 134):

“...não há perda de credibilidade quando a meta não é obtida, pois a mudança na política planejada não é resultado de políticas inconsistentes no tempo, mas resultado de variáveis que não podem ser mensuradas. Contudo, as cláusulas de escape não representam uma solução para os problemas advindos da incerteza sobre as previsões da inflação.”

O Brasil utiliza uma banda de tolerância de 2%, sendo que a tolerância já mudou duas vezes: foi de 2% de 1999 a 2002, passou a ser 2,5% em 2003 e em 2006, retornou a 2%. Comparativamente a outros países latino-americanos seguidores do SMI, o Brasil mostra-se consideravelmente instável em relação a este tema. O BC chileno, por exemplo, trabalha com uma banda de 1% desde a formalização de seu SMI em 1999. Na Colômbia, desde a implantação do SMI, a autoridade monetária trabalha com a definição de uma meta ponto para o ano seguinte, contudo considera sempre o intervalo de tolerância (+/- 2%) para a inflação dois anos a frente. Já no México, em 2001 e 2002, primeiros anos do regime de metas inflacionárias, não havia bandas (a meta era o teto para a inflação), estas só foram instituídas em 2003 (1%).

Quanto à cláusula de escape, o Brasil oficialmente não a utiliza<sup>16</sup>. Todavia, pode-se constatar a presença de uma cláusula de exceção no caso brasileiro<sup>17</sup> (Morandé, 2001) - a possibilidade do presidente do BC enviar uma carta aberta ao Ministro da Fazenda explicando razões de descumprimento da meta fixada. Procedimento semelhante está previsto no SMI britânico, neste caso o BC tem a obrigação de enviar uma carta aberta caso a inflação não atinja a meta (a qual tem tolerância de 1%), ao chanceler<sup>18</sup>. No cenário internacional,

*channel takes between 6 to 9 months to fully operate”.*

15 Dedutivamente, de acordo com os modelos utilizados pelos BC's, podemos dizer que a inflação que a autoridade monetária não pode conter sem desestabilizar o produto é a gerada por choques aleatórios (choques de oferta). Portanto, as bandas de tolerância são um instrumento (com reduzida capacidade) para acomodação de choques de oferta.

16 Bogdanski, Tombini e Werlang (2000) afirmam não haver cláusulas de escape no caso brasileiro.

17 Céspedes, Goldfajn, Lowe e Valdés (2005) entendem que o Brasil possui uma cláusula de escape, a qual seria a reavaliação da meta futura se a inflação estourasse a meta em determinado período. Este procedimento, classificados pelos autores citados dessa forma, estaria previsto na carta aberta que explica o descumprimento da meta em 2002 (Banco Central do Brasil, 2003).

18 “If the target is missed by more than 1 percentage point on either side – i.e. if the annual rate of CPI inflation is more than 3% or less than 1% – the Governor of the Bank must write an open letter to the Chancellor explaining the reasons

o caso mais conhecido de uso das cláusulas de escape é o da Nova Zelândia, onde grandes mudanças nos acordos comerciais, nas taxas ou choques de oferta (como, por exemplo, epidemias que provoquem redução no rebanho de gados) desobrigam o BC a cumprir a meta (Mishkin, Schmidt-Hebbel, 2000).

É interessante que o SMI brasileiro possua um mecanismo de cláusula de exceção. Dessa forma, em teoria, grandes choques de oferta não geram uma reação da autoridade monetária que provoque brutal choque no produto, e isso sem perda de credibilidade.

A banda de tolerância de +/-2% do SMI brasileiro deve prejudicar a função da meta inflacionária de guia para as expectativas, por ser comparativamente muito ampla em relação à média verificada internacionalmente<sup>19</sup>. Com tamanha amplitude, a meta brasileira tecnicamente dá aos agentes econômicos a garantia de uma inflação entre 2,5% e 6,5%, o que é um intervalo certamente exagerado, e representa ameaça à função de âncora nominal do SMI.

#### 4.2.3 Fatores Institucionais

Nesta seção o SMI do Brasil será analisado no que se refere a alguns fatores de maior subjetividade, mas não menos importantes, os quais determinam consistência temporal de políticas, agilidade, confiabilidade e também certo nível de absorção por parte das expectativas dos agentes em relação à administração de um regime de metas inflacionárias. São esses fatores: 1) Independência do Banco Central, 2) Estrutura de responsabilidade quanto à decisão de uso dos instrumentos de política e 3) Transparência.

##### *Independência do Banco Central (IBC)*

A concessão de independência ao BC<sup>20</sup> é uma tendência, e assim, a autoridade monetária não fica sujeita às pressões políticas, potenciais geradoras de viés inflacionário, e pode se focar em manter a estabilidade da moeda (Mendonça, 2000). Portanto, a IBC atenuaria problemas de inconsistência temporal de políticas e eliminaria a possibilidade de monetização da dívida, bem como de execução de política monetária expansionista.

O SMI, de acordo com seus defensores, contribui para um aumento da independência do BC, embora a origem desse regime não tenha relação com ela (Mendonça, 2000). O BC brasileiro não possui independência formal<sup>21</sup>, mas tem independência na utilização de instrumentos de política monetária (instrument

---

*why inflation has increased or fallen to such an extent and what the Bank proposes to do to ensure inflation comes back to the target.*" ([www.bankofengland.co.uk/monetarypolicy/framework](http://www.bankofengland.co.uk/monetarypolicy/framework))

19 Chile e México, por exemplo, têm bandas de tolerância de +/- 1%.

20 Um BC independente corresponde, em geral, a uma instituição com personalidade jurídica, patrimônio próprio e finalidade definida, dirigida por pessoas indicadas pelo Poder Executivo com aval do Legislativo, por período determinado por mandato. (definição própria)

21 Mishkin (2004) adverte que a independência efetiva do BC não está necessariamente ligada a questões legais, o desenvolvimento natural de instituições monetárias fortes mostra-se mais importante. Para exemplificar esta tese, ele utiliza o exemplo dos BC's argentino (independente) e canadense (não independente). Sobre o primeiro, o governo exerce grande influência, apesar de a lei tentar o contrário, no segundo caso, a despeito de não haver impedimentos legais, não há intervenção governamental na condução da política monetária.

independence), fato que é natural dado que o Brasil segue o SMI<sup>22</sup>. Contudo, entre os principais países latino-americanos que adotam o SMI (Brasil, Chile, Colômbia e México), apenas o Brasil não possui independência na determinação das metas<sup>23</sup> (goal independence). Desta maneira, os bancos centrais chileno, colombiano e mexicano têm livre arbítrio na escolha da taxa ótima de inflação, fazendo com que exerçam papel de formuladores de política monetária e não apenas de executores desta. Morandé (2001) destaca que, no mundo, apenas o BC sueco e o espanhol (antes de assinarem o tratado do euro) tinham essa peculiaridade.

Com vistas a eliminar a possibilidade de inconsistência temporal de políticas e de realização de política monetária expansionista, o Banco Central do Brasil deveria ter formalizada sua independência. Desta maneira, os agentes teriam maior segurança de que o comprometimento da autoridade monetária com a estabilidade de preços seria menos sensível a influências políticas. Contudo, o BC deveria continuar a não ter independência na determinação das metas, pois, se tivesse, estaria exercendo papel, além de executor, de formulador da política monetária.

#### *Responsabilidade quanto à decisão de uso dos instrumentos de política*

Neste momento será discutida a estrutura, interna ao BC, responsável pelas decisões de uso dos instrumentos de política monetária, bem como a quem ela deve prestar esclarecimentos, no que diz respeito às suas ações. A condução dos instrumentos disponíveis para se atingir os objetivos da PM é efetuada pelo Copom (Comitê de Política Monetária).

No Brasil, o Copom é formado por nove membros, sendo oito diretores do BC (diretores de Política Monetária, Política Econômica, Estudos Especiais, Assuntos Internacionais, Normas e Organização do Sistema Financeiro, Fiscalização, Liquidações e Desestatização, e Administração) e o Presidente do Banco. O comitê se reúne oito vezes ao ano<sup>24</sup>, cada reunião tem duração de dois dias, e ao final é divulgada a meta para a taxa Selic<sup>25</sup>, com possibilidade de haver viés<sup>26</sup>. O objetivo do Copom, em nome do BC do Brasil, é de cumprir as metas para inflação estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN)<sup>27</sup>, mediante proposta do Ministro da Fazenda. A este, o BC deve esclarecimentos sobre suas decisões e em caso de descumprimento da meta, o presidente do banco deve encaminhar uma Carta Aberta explicando os motivos do descumprimento,

22 Conforme a terceira seção, que considera os cinco elementos que Mishkin (2004) acredita serem inerentes ao SMI, e mais especificamente ao quinto elemento: "Atribuição de responsabilidade ao Banco Central para que atinja a inflação estipulada", a independência de instrumento é condição básica no regime de metas de inflação.

23 O BC chileno possui autonomia em nível de metas, de acordo com Céspedes, Goldfajn, Lowe e Valdés (2005) e também Morandé (2001), o qual faz a ressalva de que são feitas consultas ao governo antes do estabelecimento da meta, mas quem efetivamente toma a decisão é a autoridade monetária. O BC mexicano tem *goal independence*, como fica evidente no *Programa Monetario para 2001* de janeiro de 2001.

24 De acordo com a Circular nº3297, de 31 de outubro de 2005, as reuniões do Copom passaram a ser realizadas oito vezes ao ano, antes eram mensais.

25 Sistema Especial de Liquidação e Custódia.

26 O viés representa uma autorização que o Copom concede ao Presidente do BC para alterar a meta da taxa Selic, na direção do viés, entre as reuniões ordinárias (Fonte: Site do Banco Central do Brasil).

27 O CMN é composto pelo Presidente do Banco Central do Brasil, Ministro do Planejamento e Ministro da Fazenda.

quais as providências para o retorno da inflação ao patamar estabelecido e em quanto tempo essas medidas terão efeito (Decreto nº3088, Artigo 4º, de 21 de junho de 1999).

É digno de nota o fato do Copom não possuir membros externos ao BC, com direito a voto. Vários seguidores do SMI têm elementos de fora do BC com direito de votar. O Monetary Policy Committee, do BC britânico é composto de nove integrantes, sendo cinco internos e quatro externos; o Reserve Bank Board, autoridade monetária australiana, é formada por três pessoas internas e seis externas; e o Monetary Council, do BC polonês, possui dez integrantes, sendo apenas um interno. Em prol de uma maior coordenação de políticas econômicas, o Brasil poderia dar espaço a membros externos ao Banco Central, talvez integrantes da equipe econômica do governo. Esses membros deveriam ter direito a voto, mas, por outro lado, estar sujeitos a cobranças em relação aos objetivos do Comitê.

### *Transparência*

O último objeto de análise será a transparência do SMI estudado, já que ela é fundamental para este regime monetário. O grau de transparência afeta diretamente a credibilidade do BC<sup>28</sup>, por meio da informação dos agentes a respeito das atitudes da autoridade monetária com vistas ao cumprimento da meta fixada, ou das razões que porventura geraram desvios da inflação em relação ao objetivo inflacionário anunciado. Neste sentido, no SMI, um nível alto de transparência tem impacto sobre as expectativas<sup>29</sup> (construídas com base na credibilidade auferidas ao executor de PM) dos agentes que esperarão, cientes de que os policy makers estão tomando atitudes (ou estão dispostos a tomá-las) para que a inflação convirja à meta, uma inflação próxima à meta, diminuindo a taxa de sacrifício<sup>30</sup>.

Frisamos anteriormente (início desta seção) que no SMI o BC tem liberdade para analisar todas as informações e decidir qual a melhor forma de ação<sup>31</sup>, tendo apenas de cumprir o objetivo previsto. Portanto, a transparência pode ser entendida como um preço a ser pago pelo alto nível de discricção. Neste sentido, Canuto (1999, p. 21) observa:

“Com responsabilidades definidas, em termos de taxas ou bandas de taxas de inflação - ou de níveis de preços - o manejo dos instrumentos se torna

28 De acordo com Mishkin (1999, p. 22): “Another key feature of inflation-targeting regimes is the tendency toward increased accountability of the central bank. Indeed, transparency and communication go hand in hand with increased accountability.”

29 Neumann e Von Hagen (2002, p. 145) destacam o efeito da comunicação nas expectativas: “Recent models of IT adopt a similar perspective and stress the importance of the communication tools developed by IT central banks to improve the public’s understanding of central bank intentions and to stabilize inflation expectations over the long run (Cukierman, 2000; Faust and Svensson, 2000; Geraats, 2000). The evidence presented in this paper suggest that the positive impact on inflation expectations has been the most beneficial effect of this new regime (SMI)”.

30 A diminuição da taxa de sacrifício ocorre, pois, com as expectativas de inflação na meta, o BC não precisa utilizar os instrumentos de política monetária para alterá-las. A utilização contracionista destes provoca redução no nível de emprego, devido ao *trade-off* de curto prazo entre inflação e desemprego.

31 Em diversos regimes monetários o BC tem uma atitude prevista e mecânica de operar (sem liberdade). Por exemplo, utilizando como âncora nominal o câmbio fixo, o BC é obrigado a comprar ou vender divisas na taxa estipulada.

prerrogativa do arbítrio dos executores de políticas. A transparência e a prestação de contas, razões subjacentes à existência de um regime explícito de política monetária, podem em princípio ser alcançadas mediante anúncios públicos de metas numéricas de médio prazo para a inflação e o comprometimento oficial das autoridades monetárias com estas. .... Há maior poder discricionário dos formuladores e executores de políticas, mas a maior possibilidade de prestação de contas, através dos resultados, constrange tal exercício de poder.”

O Brasil, como um dos full fledged inflation targets, adota procedimentos muito transparentes em relação aos planos, objetivos e decisões de PM. O Banco Central do Brasil divulga Atas das Reuniões de Política Monetária e publicam periodicamente informes e previsões de inflação.

#### 4.2.4 Meta Ótima

Conforme frisado anteriormente (Introdução) há um relativo consenso entre os economistas que o mais adequado para o bom andamento da economia é uma inflação baixa e estável. Mas afinal, qual seria a taxa de inflação ideal para se obter uma alocação ótima entre seus custos e benefícios? Essa questão é fonte de grandes debates, contudo a discussão se estende, em geral, de 0% a 4%.

Os economistas que acreditam que o melhor é a estabilidade literal de preços (inflação = 0%) argumentam que a inflação nula simplifica as decisões, elimina o alcance da ilusão monetária, acaba com o problema de consistência temporal dos bancos centrais e gera credibilidade. Quem defende uma pequena inflação positiva ressalta que os custos de uma inflação baixa são reduzidos e seus benefícios compensam. Estes economistas sugerem que uma inflação diminuta não traz problemas de expectativas a respeito da inflação futura e não afeta a credibilidade do BC (Mendonça, 2001). Além disso, destacam que ela é necessária, pois lubrifica o mercado de trabalho, facilitando a queda dos salários reais, uma vez que os salários nominais são rígidos para baixo (Filho, 2001). Dessa forma, se evitaria uma constante pressão para aumento da taxa natural de desemprego (conseqüência atribuída a uma inflação próxima de zero), a qual provocaria um efeito recessivo sobre a economia (Mendonça, 2001).

Mendonça (2001) destaca ainda que os países que optaram pelo SMI têm usado como meta uma inflação maior que zero, mas baixa. No Brasil, a meta definitiva não foi definida<sup>32</sup>, mas até 2012 está fixada em 4,5%. No cenário internacional é evidente a fixação média de metas de inflação de longo prazo em cerca de 2,00% a 3,00%, como na tabela abaixo.

---

<sup>32</sup> A não definição de uma meta de longo prazo acarreta em perda de credibilidade, devido à possibilidade de inconsistência temporal. No caso brasileiro, isso parece ser conseqüência de impasses políticos no CMN, fazendo com que a divulgação da meta ideal seja sistematicamente adiada.

**TABELA 2 – Comparativo Entre Países: Data De Adoção do SMI, Meta atual e Meta ideal**

PAÍS	Ano de adoção do SMI	Meta Atual	Meta Ideal
Brasil	jun/99	4,50% (+/-2%)	não definida
Chile	set/99	3,00% (+/-1%)	3,00%
México	jan/01	3,00% (+/-1%)	3,00%
Reino Unido	out/92	2,00% (+/-1%)	2,00%
Colômbia	set/99	4,50% (+/-0,5%)	3,00%
Canadá	fev/91	2,00% (+/-1%)	2,00%
Hungria	jun/01	3,50% (+/-1%)	2,00%

Fonte: Elaboração Própria com base nos dados de: Scott Roger and Mark Stone (2005), e sites dos Bancos Centrais do Brasil, Chile, México, Reino Unido, Colômbia e Canadá.

Em Filho (2001), há uma importante referência sobre tema tratado nesta subseção:

“Segundo Mishkin e Schmidt-Hebbel (2000), as metas de inflação de países com rápido crescimento econômico, característica comum a vários países emergentes, devem ser levemente superiores àquelas dos países industrializados.”

“A justificativa segundo os autores, baseia-se no fato de que países com rápido crescimento econômico experimentam uma valorização na taxa real de câmbio. Essa valorização seria proporcional à diferença relativa entre o crescimento da produtividade dos setores de bens comercializáveis e não comercializáveis internacionalmente, em relação ao resto do mundo (efeito Harrod-Balassa-Samuelson).”

(Filho, 2001, p. 38)

Entretanto, o próprio Filho (2001) não concorda com este argumento de Mishkin e Schmidt-Hebbel. Para o autor, existem diversos exemplos de países que cresceram rapidamente sem valorização significativa do câmbio real – como o Brasil até 1980 – e, ainda, não existiria “uma implicação direta entre a valorização do câmbio real e metas de inflação mais elevadas para países em rápido crescimento. Na verdade, o argumento dos autores traduz apenas uma opção de política em relação à trajetória futura do câmbio nominal.” Como pudemos observar nesta subseção, a contenda a respeito da meta ótima de inflação é ampla e profunda. Entretanto, numericamente, pode-se observar que a discordância quanto à inflação ótima é pequena entre a maioria dos economistas, de dois a quatro por cento.

Da mesma forma, a não definição da meta de inflação ideal compromete a âncora nominal a médio e longo prazo. O Conselho Monetário Nacional deveria definir qual é a inflação ótima no longo prazo para o país, de maneira que não

houvesse inconsistência temporal de políticas.

Ademais, a meta atual de inflação (4,5%), no Brasil, é destoante do nível internacional e não é compatível com o propósito de estabilidade (não literal) de preços.

## 5 Conclusão

Nos quase vinte anos do advento do Regime de Metas para a Inflação diversos aprimoramentos foram discutidos e implementados nos sistemas à medida que mais países passaram a integrar o grupo dos inflation targeters. Ao que parece, tendo em vista o caso brasileiro, o Banco Central procura fornecer informações aos agentes de modo a racionalizar ao máximo as expectativas destes em acordo com as metas estipuladas. Dessa forma, estaria diminuindo a taxa de sacrifício compatível com uma situação de estabilidade de preços.

Passados exatos dez anos da implementação do SMI no Brasil, é ocasião propícia para a discussão da estrutura de nosso sistema. Como foi dito anteriormente, é inegável o fato de que o país possui atualmente um ambiente econômico bem estruturado, com inflação moderada e equilíbrio externo. Porém, ainda não se pode afirmar que vivemos em um contexto de estabilidade de preços, em que desconsideramos a variação de preços como fator relevante na tomada de decisão. Neste trabalho o SMI brasileiro foi discutido e algumas alterações foram propostas visando o aperfeiçoamento da âncora nominal.

Quanto à questão de índices, foi sugerida a utilização de expurgo. Com relação à flexibilidade, foi defendida a instituição formal de uma cláusula de escape e da diminuição da banda de tolerância para 1%. No que diz respeito à discussão dos fatores institucionais, foi sugerida a independência do BC, porém com uma estrutura de decisão mais aberta e sem interferência do banco na definição da meta. Por fim, é importantíssimo um consenso definitivo do Conselho Monetário Nacional sobre qual a meta ideal no longo prazo, a qual deveria ser inferior à praticada atualmente.

Essas medidas visam apresentar uma proposta integrada de mudança no SMI brasileiro com sentido de dar maior eficiência a sua função de guia para as expectativas (diminuição da banda, independência do BC e definição da meta ótima). Além disso, a estrutura alternativa proposta seria mais coerente com os limites da política monetária (como, por exemplo, a utilização de índice expurgado) e geraria uma maior coordenação de políticas econômicas (estrutura de decisão mais aberta e sem interferência do banco na definição da meta).

Voltando ao foco do trabalho, a eficiência do SMI brasileiro como guia das expectativas, devemos recordar a segunda seção (Expectativas). Expectativas são intrínsecas aos agentes, os quais, via de regra, não as manifestam, mas tomam atitudes condicionadas a elas. Os agentes alteram suas decisões de consumo e investimento de acordo com mudanças em suas expectativas acerca da taxa de juros de longo prazo (alterada via curva de rendimentos pelas mudanças do BC na taxa de juros de curto prazo). Neste sentido, mais importante do que um SMI ser transparente por meio de anúncios ou divulgação de condutas,

são a consistência, coerência e bom histórico e do sistema como um todo. A comunicação direta da autoridade monetária aos agentes, por si só, pode levar a erros de interpretação e, conseqüentemente, a assimetrias.

Seguramente as propostas aqui expostas são polêmicas e insuficientes. Contudo, no estudo aqui realizado, o foco foi sempre a discussão quanto à maximização da eficiência das metas inflacionárias no que tange a seu papel de âncora nominal de política monetária, e neste sentido espera-se ter contribuído.

## Referências

- Banco Central do Brasil. (1999) Decreto nº3088, Artigo 4º, de 21 de junho de 1999. Brasília, 1999.
- Banco Central do Brasil. (2005) Circular nº3297, de 31 de outubro de 2005. Brasília, 2005.
- Bogdanski, J.; Tombini, A.; Werlang, S. (2000) Implementing Inflation Target in Brazil. *Working Paper*. Brasília: Banco Central do Brasil, nº1, 2000.
- Brunilla, A.; Lahdenperä, H.(1995) Inflation-targets: principal issues and practical implementation. In: Haldane, A.G. (ed.), *Targeting Inflation*. Bank of England, 1995.
- Canuto, O. (1999) Regimes de Política Monetária em Economias Abertas. Campinas: *Unicamp*, 1999.
- Carare, A.; Stone, M. (2003) Inflation Targeting Regimes. *IMF Working Paper*. Janeiro de 2003.
- Céspedes, L. et al. (2005) Respuestas de Política a Shocks Externos en Australia, Brasil y Chile. *Banco Central de Chile*. Agosto de 2005.
- Curado, M.; Oreiro, J.L. (2005) Metas de Inflação: uma avaliação do caso brasileiro. *Indicadores Econômicos FEE*. Porto Alegre, 2005.
- Dados Históricos E Econômicos. In: Banco Central do Brasil. Disponível em: < [www.bcb.gov.br](http://www.bcb.gov.br)>.
- Dados Econômicos do Canadá. In: Bank of Canada. Disponível em: < [www.bankofcanada.ca](http://www.bankofcanada.ca)>.
- Dados Econômicos do Chile. In: El Banco Central de Chile. Disponível em: < [www.bcentral.cl](http://www.bcentral.cl)>.
- Dados Econômicos do Chile. In: Instituto Nacional de Estadísticas do Chile. Disponível em: <[www.ine.cl](http://www.ine.cl)>.
- Dados Econômicos da Colômbia. In: El Banco de la República Colombia. Disponível em: < [www.banrep.gov.co](http://www.banrep.gov.co)>.
- Dados Econômicos do México. In: El Banco de México. Disponível em: < [www.banxico.org.mx](http://www.banxico.org.mx) >.

- Dados Econômicos do Reino Unido. In: Central Bank of the United Kingdom. Disponível em: <[www.bankofengland.co.uk](http://www.bankofengland.co.uk)>.
- Dados Demográficos. In: IBGE. Disponível em: <<http://www.ibge.gov.br/home/>>
- Dados Demográficos. In: Ipeadata. Disponível em: <<http://www.ipeadata.gov.br/>>
- Dezordi, L. (2004) *A Condução da Política Monetária Brasileira no Regime de Metas de Inflação: uma Abordagem Teórica*. Curitiba, 2004. Dissertação (Mestrado em Desenvolvimento Econômico) – Programa de pós Graduação em Desenvolvimento Econômico, setor de Ciências Sociais Aplicadas, Universidade Federal do Paraná.
- Fachada, P. (2001) Inflation Targeting in Brazil: Reviewing Two Years of Monetary Policy 1999/00. *Central Bank of Brazil, Working Paper Series, n°25*. Agosto de 2001.
- Filho, T. (2001) Uma Definição Operacional da Estabilidade de Preços. *Banco Central do Brasil, Working Paper 35*. Dezembro de 2001.
- Gómez, J. (2006) Monetary Policy in Colombia. *Ensayos Sobre Política Económica, n°50*. Banco de La Republica. Junho de 2006.
- Greenspan, A. (1996) Opening Remarks. In: Symposium on Achieving Price Stability. *Federal Reserve Bank of Kansas City*. Agosto de 1996.
- Mendonça, Helder. (2006) Metas de Inflação: uma análise preliminar para o caso brasileiro. *Economia Aplicada, volume 5, n°1*, 2001.
- Mendonça, Helder. (2000) A Teoria da Independência do Banco Central: uma interpretação crítica. *Estudos Econômicos, FIEPE/FEA-USP*. 2000.
- Morandé, Felipe. (2001) Una Década de Metas de Inflación en Chile: Desarrollos, Lecciones y Desafíos. *Banco Central de Chile*. Abril de 2001.
- Mishkin, F. (1997) Strategies for Controlling Inflation. *NBER Working Paper*. Cambridge, MA, n°W6122, agosto de 1997.
- Mishkin, F. (1999) International Experience With Different Monetary Policy Regimes. *NBER Working Paper*, Cambridge, MA, n°7044, Fevereiro de 1999.
- Mishkin, F.; Schmidt-Hebbel, K. (2000) A Decade of Inflation Targeting in the World: What do We Know and What Do We Need To Know? *Central Bank of Chile, 2000*.
- Mishkin, F. (2004) Can Inflation Target Work in Emerging Market Countries?. *NBER Working Paper*, Cambridge, MA, n°02138, julho de 2004.
- Mundell, R. (1963) Capital Mobility and Stabilization Policy Under Fixed and Flexible Exchange Rates. *Canadian Journal of Economics, v. 29*, pp. 475-485. 1963.

- Neumann, M.; Von Hagen, J. (2002) Does Inflation Target Matter?. *The Federal Reserve Bank of Saint Louis*, 2002.
- Ozga, S (1967) . *Las Expectativas em Teoria Economica*. Barcelona: Labor, 1967.
- Roger, S.; Stone, M. (2005) On Target? The International Experience with Achieving Inflation Targets. *IMF Working Paper*. Agosto de 2005.
- Salomão, M. (2003) As âncoras nominais e o combate à inflação. *Revista FAE*, volume nº6. Curitiba, 2003.
- Schwartz, L. (2005) *O Regime de Metas de Inflação no Brasil e a Evolução dos Preços Administrados: uma Comparação com o caso do México*. Curitiba, 2005. Monografia (graduação em ciências econômicas) – Departamento de Economia, Setor de Ciências Sociais Aplicadas, Universidade Federal do Paraná.
- Shaw, G. (1984) *Rational Expectations: An Elementary Exposition*. New York: St. Martin Press, 1984.
- Stevens, G.; Debelle, G. (1995) Monetary policy goals for inflation in Australia. In: Haldane, A.G.(org). Targeting Inflation. *Bank of England*, 1995.