

Metas de inflação no Brasil (1999-2012): uma análise institucional*

Eduardo Strachman**

Professor Adjunto (Livre-Docente) e
Coordenador do Programa de Pós-
-Graduação em Economia da
Universidade Estadual Paulista (Unesp)

Resumo

Mostram-se as vantagens e desvantagens da implementação de um regime de metas de inflação de uma perspectiva pós-keynesiana e institucional. Pós-keynesiana, ao menos, por não se crer em benefício na separação entre políticas monetária e fiscal prescrita pelo “mainstream”. E institucional por expor que há vários modos e instituições para implementar políticas; assim, o escolhido é determinado por fatores históricos, como ilustrado pelo caso brasileiro. Pode-se até tolerar metas de inflação, desde que essas sejam vistas apenas como “focusing devices”, guiando políticas, mas considerando outros objetivos, como, no curto prazo, o produto e o emprego e, no longo, o desenvolvimento tecnológico e humano. Logo, metas de inflação não são necessárias, apesar de serem admissíveis, sobretudo se mantidas escondidas do público, funcionando apenas como um foco e dando flexibilidade aos bancos centrais.

Palavras-chave

Brasil; metas de inflação; regimes monetários.

* Artigo recebido em fev. 2013 e aceito para publicação em jun. 2013.

Versões preliminares deste artigo foram apresentadas na EAEPE Conference 2005, em Bremem, na Alemanha; no 9th Workshop of the Research Network in Alternative Macroeconomic Policies, em Berlim, na Alemanha, em 2005; no AFEE 2006 Annual Meeting, em Boston, Massachusetts; e também como Texto para Discussão (Strachman, 2009).

** E-mails: edstrach@fclar.unesp.br e edstrach@yahoo.com

O autor agradece as observações do colega Professor José Ricardo Fucidji e de dois pareceristas anônimos. No entanto, erros e imprecisões remanescentes são de sua inteira responsabilidade.

Abstract

The paper shows the advantages and handicaps of implementing an inflation target (IT) regime, from post-keynesian and institutional stances. It is post-keynesian as long as it does not perceive any benefit in the mainstream split between monetary and fiscal policies. And it is institutional insofar as it shows there are several ways of implementing a policy, such that the chosen one is determined by historical factors, as illustrated by the Brazilian case. Thus, one could even support IT policies if their targets were seen just as “focusing devices” guiding economic policies, but also regarding with due attention other targets, as, in the short run, output growth and employment and, in the long run, technology and human development. Therefore, an IT is not necessary, although it can be admitted, mainly if the target is hidden from the public, in order to increase the flexibility of the central bank.

Key words

Brazil; inflation targeting; monetary regimes.

Classificação JEL: E31, E31.

1 Introdução

Quais são as possíveis vantagens e desvantagens de implementar um regime de metas de inflação (MI)? Neste artigo, busca-se contribuir para esse debate e, para isso, assumem-se várias posições teóricas pós-keynesianas e institucionais. É pós-keynesiano, por exemplo, na medida em que não vê nenhum benefício na divisão, pelo *mainstream economics*, entre políticas monetária e fiscal (Keynes, 1936). É institucional, visto que assume que há várias maneiras para implementar uma política, isto é, causas históricas decidem a política escolhida, como será mostrado pelo caso brasileiro.

De fato, poder-se-ia até apoiar MI, se se considerasse essas metas apenas como “focos”, que guiassem algumas políticas econômicas, a despeito da possibilidade de existência simultânea de outras metas. Essas outras metas são, principalmente, no curto prazo, o crescimento do produto e do emprego e, no longo prazo, o desenvolvimento tecnológico e humano (Bibow, 2005; Wray, 1998). Contudo deve-se sublinhar que metas de infla-

ção não são necessárias, **embora se possa admiti-las**, sobretudo se se mantiverem essas metas ocultas para o público, a fim de aumentar a flexibilidade do banco central (BC), na linha do que faz o Federal Reserve (FED) dos EUA. Afinal, um BC não tem obrigação de atingir nenhuma meta previamente anunciada, o que o torna muito mais flexível para decidir as políticas monetárias.

Nesse caso, ter-se-ia uma meta implícita, como alguns autores afirmam ser a atual institucionalidade do já mencionado Federal Reserve. Isso não significa que o FED não pode ser ainda mais flexível ou mais direcionado para o crescimento na condução de suas políticas monetárias, mas apenas que o FED é mais flexível do que seus congêneres para alcançar seus vários objetivos, pois suas metas de inflação, se existirem, não são explícitas (Bernanke *et al.*, 1999; Bibow, 2005; Johnson, 2005).

Nesse sentido, é preciso enfatizar que, atualmente, não é possível ainda, se é que, em algum momento, o será, determinar se os países que seguem regimes de MI possuem inflação mais baixa e menor variação de produto do que aqueles que não as adotam (Bernanke *et al.*, 1999, p. 6-7). Todavia alguns economistas, mesmo heterodoxos ou pós-keynesianos (Arestis; Caporale; Cipollini, 2002; Bibow, 2005), tentam provar, empiricamente, que MI podem propiciar melhores resultados do que outros *mix* de políticas, por exemplo, tanto via reduções da volatilidade da inflação quanto das flutuações do hiato de produto, apesar de alguns dados e opiniões em contrário (Muscatelli; Tirelli; Trecroci, 2002). Mishkin e Schmidt-Hebbel (2002, p. 182-183) afirmam que MI ajudam os países a alcançarem menores taxas de inflação do que teriam sem esse regime, a despeito de não terem produzido taxas de inflação abaixo daquelas dos países desenvolvidos (PDs) que não optaram por MI. Proporcionariam também uma maior capacidade para suportar choques e diminuiriam a persistência da inflação, tornando as expectativas e a elaboração de políticas mais *forward-looking*, reduzindo o peso do passado (Vega; Winkelried, 2004, p.12).

Seja como for, na visão expressa neste texto, é essencial que as políticas escolhidas e a estrutura institucional que com elas se combina sejam flexíveis o suficiente para atingir o (ou chegar perto do) pleno emprego, assim como visar baixas taxas de inflação (Svensson, 2005). Por isso, é importante ressaltar diferentes possibilidades referentes aos regimes de MI e sua institucionalidade, possibilidades que mostram a relevância de compreender o impacto das MI sobre o comportamento e o desempenho das economias. Ademais, na maior parte do debate sobre MI, negligencia-se o impacto das raízes institucionais e históricas para o *design* das políticas em **casos reais**.

Trata-se teórica e empiricamente dessa negligência, quando se apresentam algumas das principais características das MI conforme implementadas no Brasil. Para mencionar o que pode ser o aspecto mais importante, enfatizam-se as elevadíssimas taxas de juros **muito antes e, também, depois da implementação das MI no País**. Esse é um exemplo da predominância de interesses financeiros, em um país, produzindo a mais alta taxa de juros do mundo por longos períodos. Portanto, metas de inflação muito ambiciosas não parecem ser aceitáveis para uma economia ainda muito indexada (sobretudo quando considerados os preços dos serviços de utilidade pública privatizados (Fraga; Goldfajn; Minella, 2003)), com ativos financeiros excessivamente líquidos (principalmente de dívida pública federal), dominância fiscal (Blanchard, 2004) e uma forte tendência a sofrer choques no balanço de pagamentos (BP). Todo esse conjunto resulta em um viés letal rumo a altas taxas de juros (a fim de atingir as metas de inflação determinadas e administrar alguns dos problemas de balanço de pagamentos), elevada dívida pública, com os custos que lhe acompanham, e pouca atenção a essa dominância fiscal e à possibilidade de ações mais coordenadas entre as autoridades fiscais e monetárias.

Neste artigo, definem-se instituições como regras e padrões de comportamento ou interação entre pessoas encontrados em uma (ou parte de uma) sociedade, regras e padrões que precisam obter alguma estabilidade, isto é, que necessitam ser repetidos, mesmo que por um curto período. Vale dizer, instituições determinam e limitam as escolhas dos indivíduos — também com alguns meios para recompensar e, igualmente, penalizar comportamentos desviantes —, restringindo o que a sociedade reconhece ou considera aceitável e/ou racional (Strachman; Vasconcelos, 2001). Isso não implica que os indivíduos precisem estar cientes dessas normas e regras ou do seu significado ou função (Elster, 1989, p. 99; Runde *et al.*, 2005).

O artigo estrutura-se da seguinte maneira: no item 2, apresentam-se os principais aspectos dos regimes de MI, sua racionalidade e as evidências apoiando (ou não) a preferência por eles. No item 3, explicam-se as características centrais do regime de MI no Brasil e sua estrutura institucional peculiar. No item 4, mostram-se algumas consequências dessas escolhas, e, no item 5, expõem-se breves conclusões.

2 Os principais aspectos dos regimes de MI

A despeito de advertências de vários formuladores de políticas (monetárias), por exemplo, Bernanke *et al.* (1999, p. ix), de que a “[...] política

monetária é notoriamente uma arte, antes do que uma ciência [...]”, muitos praticantes insistem em ser excessivamente rígidos em suas prescrições e nas políticas que adotam (Greenspan, 2004). Isso ocorreria por causa das fraquezas dessas teorias — “antes arte do que ciência”—, as quais demandariam, então, mais limites, por parte de alguns autores e praticantes, visto que se pode tentar equalizar mais restrições com a pretensão de ser ou parecer científico, por causa de uma ciência débil? Ou seria isso resultado do ambiente (institucional) geral no qual essas políticas são aplicadas, com alguns ambientes necessitando de mais restrições do que outros? E, no caso específico das MI, por que alguns países tentam atingir taxas de inflação muito baixas, a despeito de vários obstáculos e “imperfeições de mercado”, tornando essa persecução um sério empecilho ao crescimento e ao desenvolvimento econômicos (Blanchard; Dell’Ariccia; Mauro, 2010)? Ademais, deve-se ter em mente que o *trade-off* de senso comum entre inflação e crescimento não é sempre verdadeiro (Bibow, 2005; Chick, 1983, p. 339).

Neste artigo, tenta-se dar algumas dicas sobre essas questões. No entanto, o artigo centra-se na análise dos regimes de MI, **não nas políticas monetárias em geral**, pois isso ultrapassaria seu escopo. Primeiro, precisa-se saber o que é MI:

Meta de inflação é uma estrutura para [atuação da] política monetária caracterizada pelo anúncio público de metas quantitativas oficiais (ou bandas, como metas) para as taxas de inflação, para um ou mais períodos de tempo, e pelo reconhecimento explícito de que uma inflação baixa e estável é o principal objetivo de longo prazo da política monetária. Entre outras características importantes das metas de inflação estão vigorosos esforços para comunicar-se com o público a respeito dos planos e objetivos das autoridades monetárias e, em muitos casos, de mecanismos que fortalecem a responsabilidade do Banco Central para alcançar estes objetivos (Bernanke *et al.*, 1999, p. 4).¹

Contudo esses mesmos defensores importantes dos regimes de MI enfatizam, como se pode ler acima, que as MI são uma **estrutura**, e não **regras** para as políticas monetárias. Isso deveria significar, salienta-se, que as MI dão margem para **discrição (ainda que) limitada**, em oposição a regras imutáveis (Bernanke *et al.*, 1999, p. 5-6; Greenspan, 2004). Deve-se compreender **discrição limitada** como

[...] **uma estrutura conceitual e sua disciplina inerente, sobre o Banco Central, mas sem eliminar toda flexibilidade, [portanto] metas de inflação combinam algumas das vantagens tradicionalmente atribuídas a regras com**

¹ Ver também Svensson, (2005, p. 1).

aquelas atribuídas à discrição (Bernanke *et al.*, 1999, p. 6, grifos do autor).

Mishkin e Schmidt-Hebbel (2002, p. 174, grifo nosso) afirmam que

[...] metas de inflação totalmente desenvolvidas são baseadas em cinco pilares: ausência de outras âncoras nominais, comprometimento institucional com a estabilidade de preços, ausência de dominância fiscal, independência do instrumento da política, e transparência da política e responsabilidade. **Enquanto os pilares de segundo a quinto são necessários para a condução efetiva da política monetária sob qualquer regime, eles são pré-requisitos particularmente importantes para uma política efetiva sob metas de inflação.**²

Para Mahadeva e Sterne (2002, p. 624), outras definições de MI sublinham a ausência de outras metas explícitas. Entretanto Svensson (2005, p. 1-3) inclui, ao menos, uma preocupação explícita com a estabilidade do produto e o crescimento econômico, bem como com a mais óbvia atenção em relação a uma inflação mais baixa e estável. Ele também considera decisões explícitas tanto sobre **projeções aceitáveis acerca de variáveis com metas** (“previsão de metas”) quanto sobre a **taxa que serve de instrumento** (a taxa de juros nominal de curto prazo), a fim de alcançar tais metas.

A *rationale* que sustenta os regimes de MI apoia-se em quatro argumentos principais:

- a) economistas e *policy-makers* estão mais confiantes, atualmente, na habilidade de a política monetária (e da política econômica em geral) suavizar flutuações de curto prazo, sem efeitos deletérios no longo prazo, exceto em casos de fortes oscilações. Assim, quando os gestores da política monetária decidem que uma inflação baixa é o seu principal objetivo, eles estariam apenas aceitando a realidade sobre o que a política monetária pode ou não realizar, tanto no curto prazo (isto é, quanto à inflação) quanto no longo (isto é, no tocante ao crescimento), de acordo com o *mainstream*;
- b) existiria agora **quase** um consenso, sobretudo dentro do *mainstream*, de que mesmo taxas de inflação moderadas podem ser danosas ao crescimento e à eficiência econômicos. Portanto, taxas de inflação baixas e estáveis seriam importantes para se alcançarem outros objetivos, além de serem uma pré-condição para um crescimento econômico comandado pelo setor privado (um cresci-

² Blanchard, Dell’Ariccia e Mauro (2010) ressaltam que, na prática, muitos BCs, principalmente em países em desenvolvimento, podem incluir uma meta de taxa de câmbio (ou outras metas) como objetivo(s) implícito(s) de seus regimes de MI. Isto porque a taxa de câmbio possui um importante impacto sobre custos, preços, dívidas, etc., além de suas consequências sobre os vários setores das economias.

mento *market-driven*, então (Arestis; Caporale; Cipollini, 2002, p. 528));

- c) as MI propiciariam uma estrutura mais simples para os *policy-makers* comunicarem seus intentos e medidas ao público; e
- d) as MI também forneceria “[...] algum grau de responsabilidade e disciplina para o Banco Central e o próprio Governo” (Bernanke *et al.*, 1999, p. 10).

MI serviriam, então, como uma âncora para a política monetária. Por exemplo, elas considerariam, apenas de forma secundária, outros alvos além da estabilização da inflação, no curto prazo, até mesmo pela definição de Svensson (2005). Assim, os *policy-makers* precisariam apresentar “[...] consistência e racionalidade [...] que eles poderiam não exibir de outra forma” (Bernanke *et al.*, 1999, p. 11). Ademais, MI poderiam transmitir **transparência e flexibilidade** ao público em geral (Svensson, 2005, p. 1-2, 15-17, 20). Uma questão central é, então, combinar estas duas últimas características das políticas econômicas, contraditórias na maior parte das vezes, pois as políticas mais transparentes são geralmente não contingentes, no sentido de que uma necessidade súbita de modificar políticas, por causa de um choque, deve levar a ações precisas e especificadas de antemão, além de ser claramente transmitida ao público. Por outro lado, a flexibilidade requer que os BCs possam criar medidas competentes, a fim de responder a eventos imprevistos (Bernanke *et al.*, 1999, p. 26-27; Greenspan, 2004). Ou seja, a transparência refere-se, sobretudo, a como tratar os eventos desfavoráveis *ex-ante*, enquanto a flexibilidade diz respeito a como responder com sabedoria a esses mesmos tipos de eventos *ex-post*.

Podem-se adicionar dois comentários a esses três argumentos. Em primeiro lugar, por que a política monetária ou econômica deveria restringir-se ao curto prazo, sem nenhum efeito sobre o longo prazo? Por que aceitar a afirmação friedmaniana de que a Curva de Phillips teria uma inclinação positiva e para a direita no curto prazo, mas seria vertical no longo termo, por meio de uma Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment (NAIRU) ou de um conceito similar do lado da oferta, como, por exemplo, o de hiato de produto (Bernanke *et al.*, 1999, p. 13-14; Kriesler; Lavoie, 2005)? Desse modo, se a inflação é danosa no curto prazo, mas sem efeitos sobre o longo, por que deveria um *policy-maker* preocupar-se com a política econômica, já que, nesse longo termo, tudo deveria atingir seu equilíbrio natural, até mesmo a taxa de crescimento econômico?

A pergunta inevitável que deveria acompanhar essas indagações é: mas quais são essas taxas naturais? Aquelas, por exemplo, do Brasil, pouco maiores do que 2% ao ano, em média, no longo período de 1981 a 2003, mesmo com taxas de inflação reduzidas nos últimos 10 anos desse período

(após o início do Plano Real, em julho de 1994), não suficientes, contudo, para infletir essas taxas? Ou aquelas em torno de 7% ao ano, no meio século que se iniciou em 1930 e se encerrou em 1980? Ou ainda aquelas da China, com um crescimento anual médio entre 9% e 10%, de 1978 a 2011, apesar de esse ter sido infinitamente menor nos 30 anos anteriores, em um quadro quase ao contrário do brasileiro? Será que esses dados não mostram claramente que, como afirmou Keynes, o longo prazo é, necessariamente, constituído de curtos prazos sucessivos?

Todos, certamente, conhecem os efeitos deletérios de taxas elevadas de inflação, seja no curto, seja no longo prazo.³ Porém isso não nos deveria conduzir “naturalmente” à posição oposta, de que qualquer nível inflacionário, mesmo baixo, é destrutivo e deve ser controlado com um esforço incessante, até mesmo com crescimento e desenvolvimento econômicos permanentemente reduzidos. Na realidade, o que parece ser inegável é, atualmente, o fim do comprometimento com o pleno emprego, notadamente pelo *mainstream*, embora haja ainda um comprometimento, ao menos por alguns autores, com uma taxa de emprego satisfatória (Greenspan, 2004). Como afirmam Bernanke *et al.* (1999, p. 16):

[...] para evitar confusão: nossas críticas ao “ativismo político” não implicam que os formuladores de políticas devam ser relutantes quanto a mover as alavancas de políticas, mas antes que isso, em uma tentativa de manter um pleno emprego contínuo, possivelmente será contraprodutivo. De fato, um foco na estabilidade de preços, conforme implica a abordagem das metas de inflação, pode requerer a manipulação ativa de instrumentos de política monetária.

Ademais, políticas econômicas, em sentido amplo, incluindo as políticas monetárias, têm efeitos importantes sobre produto e emprego, **tanto no curto quanto no longo prazo**; e o produto potencial não é diretamente observável, tornando extremamente difícil, para dizer o mínimo, qualquer determinação precisa do hiato de produto (Oreiro *et al.*, 2012). Adicional-

³ Nesse sentido, podem-se mencionar, dentre outros: as eficiências declinantes dos mercados de produtos e de trabalho, além dos esforços mais reduzidos do que os necessários, pelos vários agentes, a fim de aumentar essas eficiências, dado que os preços podem sempre ser majorados; as dificuldades para as empresas monitorarem seus próprios custos, mas também os custos e preços de fornecedores e concorrentes; a redução dos salários reais e, conseqüentemente, os efeitos distributivos contrários aos trabalhadores e aos de menor renda, já que os salários não são ajustados com a mesma velocidade da maioria dos preços; a tentativa dos *policy-makers* de controlar a inflação via políticas deflacionárias duradouras, quando não (semi) permanentes, com elevadas taxas de juros e políticas fiscais conservadoras; o encurtamento dos prazos dos ativos financeiros, dada a maior incerteza sobre o valor futuro das dívidas de longo termo; as distorções na tributação e as dificuldades fiscais dos vários governos, devido ao chamado Efeito Tanzi e à recessão semipermanente, etc.

mente, o investimento e a resultante variação do (crescimento do) nível de capacidade e da utilização de capacidade são todos determinados endogenamente, conforme explicado, há muitas décadas, por Kalecki e Keynes (Chick, 1983). Por fim, não há nenhuma NAIRU e nenhuma taxa de crescimento determinada pela oferta (Arestis; Sawyer, 2003, p. 12; Kriesler; Lavoie, 2005, p. 6-8). Ao contrário, qualquer taxa “natural” de crescimento é determinada pela taxa real de crescimento (Chick, 1983) e pelo comportamento combinado de demanda e oferta que fazem esse crescimento ocorrer (Oreiro *et al.*, 2012).

Em segundo lugar, por que é tão importante para as políticas monetárias serem compreendidas pelo público, a fim de prover “[...] um foco para as expectativas dos mercados financeiros e o público em geral” (Bernanke *et al.*, 1999, p. 11)? Embora, sem dúvida, seja muito relevante que as pessoas possam entender as políticas econômicas que afetam suas próprias condições de vida (Keynes, 1981), isso não significa o mesmo que afirmar que um modo mais simples de fazer políticas e de comunicá-las ao público implica que as MI são as políticas que devem, necessariamente, ser adotadas. Sabe-se que as MI não são o pior conjunto de políticas existente nas prateleiras de teoria macroeconômica, pois, ao menos em vários casos, as políticas de MI, explícitas ou implícitas (Greenspan, 2004), parecem ser teórica e empiricamente razoavelmente preocupadas com o emprego, como, por exemplo, nos casos dos EUA e do Reino Unido (RU), em forte comparação com os exemplos da Alemanha (pré União Europeia (UE)), da UE e, é claro, do Brasil (Bernanke *et al.*, 1999; Bibow, 2005; Johnson, 2005). Não obstante isso, poder-se-ia ter algum tipo de lista que iria, de um lado, de políticas explicitamente direcionadas ao pleno emprego, como seu principal objetivo, como em Wray (1998), e políticas que seguem algum tipo de meta dupla ou tripla (inflação, emprego e crescimento econômico) até, de outro lado, regimes de MI, (quase) inteiramente focados em taxas de inflação, etc. Em adição a essas observações acerca das MI, há também, contudo, algumas questões operacionais.

Primeira, qual medida de inflação deveria ser usada, isto é, qual medida de inflação deveria ser definida como meta? Por exemplo, deveria ser um índice cheio de inflação ou o núcleo da inflação? Pois aqui há, novamente, um *trade-off* entre transparência e flexibilidade. Um índice cheio de preços, um o qual a população conheça e com o qual esteja acostumada, e que seja também amplo e acurado possibilita o máximo em termos de transparência.⁴ Todavia um índice que exclua modificações de preços

⁴ Bernanke *et al.* (1999, p. 28) enfatizam que um modo de conseguir, simultaneamente, flexibilidade e transparência é escolher um índice cujos dados sejam compilados por uma agência completamente independente das autoridades monetárias.

em setores específicos e “[...] elevações repentinas isoladas de preços, improváveis de afetar a tendência ou o ‘núcleo’ da inflação — por exemplo, um aumento em um imposto sobre valor adicionado ou em um imposto sobre vendas” (Bernanke *et al.*, 1999, p. 27) —, seria a melhor escolha em termos de flexibilidade.

O índice escolhido, portanto, deveria ser isolado ao menos dos primeiros *rounds* de efeitos sobre os preços, em itens como alimentos e energia, dentre outros, por causa da vulnerabilidade desses itens a choques de oferta. Uma especificação *ex-ante* de itens que permanecerão fora do núcleo de inflação tem a vantagem de não permitir qualquer discricionariedade às autoridades econômicas para modificarem índices de preços após um choque de oferta, preservando a credibilidade. É por isso que essa solução em relação a eventos inesperados é mais comum do que as cláusulas de escape (Mishkin; Schmidt-Hebbel, 2002, p. 185). Ademais, Arestis, Caporale e Cipollini (2002, p. 531) apontam vários problemas conectados à escolha de um índice cheio de inflação, visto que, na presença de preços inflexíveis e choques de preços, um tal índice como meta pode desestabilizar severamente o crescimento do produto. Afinal, as autoridades monetárias, certamente, poderão tentar compensar os efeitos de choques conhecidos de preços *ex-ante* ou mesmo *ex-post* sobre esses índices cheios de inflação por meio de mudanças na direção oposta de alguns preços flexíveis, causando reduções importantes na oferta e/ou na demanda em vários mercados (de bens, serviços, trabalho, etc.).

Segunda, qual valor nominal os *policy-makers* devem escolher como meta? Uma resposta, não muito prática, já que não traz consigo um guia claro, seria uma taxa de inflação tão baixa que nenhum agente a teria que considerar em suas decisões (Bernanke *et al.*, 1999). Porém uma taxa de inflação desse tipo não é recomendada, devido a várias razões, como as dificuldades para reduzir as taxas nominais (e reais!) de juros em uma eventual recessão, e ao risco de uma deflação real e de problemas de liquidez e solvência que se seguem em tal conjuntura. Isso explicaria por que a maioria ou mesmo todos BCs, em países desenvolvidos, quando decidem por metas explícitas, fazem-no dentro de um intervalo de 1% a 3% anuais, ou seja, um regime de MI possui um teto, assim como um piso, para as taxas de inflação, e as autoridades econômicas devem precaver-se também contra deflações, da mesma forma como o fazem contra taxas elevadas de inflação (Bernanke *et al.*, 1999). Além do mais, os BCs não devem ser excessivamente obcecados com relação a taxas baixas de inflação, em detrimento da estabilidade e do crescimento do produto, pois isso pode ter implicações importantes sobre o crescimento de longo prazo

da economia (Oreiro *et al.*, 2012) e, adicionalmente, fazê-los perder apoio político para suas políticas econômicas.

Contudo quais deveriam ser as metas de inflação em países em desenvolvimento (PEDs)? As mesmas que a dos países desenvolvidos? Afinal, existem muitas imperfeições de mercado nos PEDs, como, por exemplo, insuficiências potenciais ou reais de oferta de bens e serviços em vários setores e/ou de divisas, o que tende a resultar em tendências a níveis de inflação mais elevados do que nos países desenvolvidos. O processo de tentar suplantiar essas insuficiências de oferta, por meio de investimentos, pode gerar, paradoxalmente, uma tendência a uma inflação de demanda, que deveria ser, então, tolerada, a fim de não amortecer o próprio processo de desenvolvimento econômico. Consequentemente, os benefícios de uma obsessão por uma inflação baixa não são claros em PEDs.

Como explicam Fontana e Palacio-Vera (2005, p. 2), há argumentos teóricos e empíricos mostrando que mudanças transitórias e frequentes no nível de demanda agregada podem ter consequências permanentes sobre o produto e o emprego. De acordo com Chang e Grabel (2004, p. 185),

[...] numerosos estudos empíricos sugerem que níveis moderados de inflação (os quais, dependendo do estudo, variam de 10 a 40 por cento) acarretam em pouco ou nenhum custo, em termos de crescimento econômico. Estes estudos mostram que os custos econômicos da inflação são introduzidos apenas com níveis muito elevados de inflação (pelos quais se entendem taxas de inflação acima de 40 por cento ao ano). É notável que esta conclusão seja compartilhada por Robert Barro [...].

Portanto, parece não haver custos maiores para taxas de inflação abaixo dos 20% anuais, nos PEDs, em termos de crescimento econômico de longo prazo, investimentos em geral e influxos de Investimento Direto Estrangeiro (IDE). Ademais, taxas de inflação anuais de 15% a 30% podem ser sustentadas por longos períodos, e a Colômbia e, sobretudo, o Brasil podem ser ótimas ilustrações para isso, ao menos durante certos períodos longos de sua história, em que tais taxas não se desgarraram excessivamente (Chang; Grabel, 2004, p. 186).

No entanto, a questão principal é o que fazer se e quando essa taxa de inflação começar a ficar incontrolável e saltar para níveis acima de um teto anual de, diga-se, 40% ou 50%. Em casos assim, e após longos períodos de inflação descontrolada, qual deveria ser a meta ou a taxa de inflação máxima considerada aceitável por um *policy-maker* partidário ou não das MI? Concorde-se que, depois de longos períodos de alta inflação, é importante conseguir credibilidade em relação à estabilidade de preços, a fim de reduzir as incertezas acerca da inflação, de retornos sobre investimentos produtivos e aplicações financeiras, de taxas de câmbio reais, etc. Contudo

PEDs tendem a uma maior instabilidade econômica — inclusive sob a forma de preços igualmente instáveis — do que os países desenvolvidos, pelas razões já explicadas anteriormente, às quais se podem acrescentar as crises cambiais bastante comuns que esses países enfrentam periodicamente. Portanto, PEDs deveriam optar por metas de inflação mais elevadas do que países desenvolvidos.⁵

Terceira, qual deveria ser o horizonte de tempo relevante para as MI? Bernanke *et al.* (1999, p. 31) afirmam que MI estabelecidas para um período fora de um intervalo que vai de um a quatro anos não teriam qualquer utilidade, visto que ou o horizonte de tempo seria muito curto, não dando margem suficiente para as políticas atingirem seus objetivos, ou longo demais, fornecendo pouca credibilidade a metas, políticas e *policy-makers*. Uma maneira mais flexível de alcançar as metas seria não usar anos-calendário para as taxas de inflação, mas apenas meses acumulados — por exemplo, os últimos 12, 24 ou 36 meses —, como fazem vários países. Ademais, muitos BCs optam por metas multianuais, de forma que as taxas de inflação possam aproximar-se gradualmente das metas (nos curto, médio e longo prazos). Outra alternativa é anunciar apenas uma meta de longo prazo e publicar previsões de curto e médio prazos para a inflação, para anos futuros, assim desenhando o esperado caminho da inflação em direção à meta de longo prazo, como o fazem vários países desenvolvidos e também o Chile. Svensson (2005) apoia a ideia de, ao menos em certos casos, não fixar um período de tempo rígido no qual uma meta de inflação tenha que ser alcançada. Ele prefere, em vez disso, trocar uma tal meta por uma função explícita intertemporal de perda, a qual conduziria a um objetivo de minimizar *ex-ante* a soma, em um determinado período, da composição entre baixos níveis de inflação e o menor hiato de produto possível, em um processo, portanto, inteiramente similar à regra de Taylor (Mendonça, 2001).

Quarta, a meta deveria ser um ponto ou um intervalo? Fontana e Palacio-Vera (2005, p. 18-20) apresentam um forte argumento a favor de um intervalo bastante amplo, de forma que as autoridades monetárias

⁵ “[A] economia brasileira tem sido atingida por choques freqüentes e de grande magnitude. Muitos deles estão relacionados à sua posição como uma economia emergente de mercado — elevada volatilidade do prêmio de risco-país e da taxa de câmbio — e a transformações estruturais que levaram a uma mudança nos preços relativos. A volatilidade das taxas de inflação e de câmbio, no Brasil, é ainda uma das mais elevadas em economias com metas de inflação.” (Minella *et al.*, 2003a, p. 131). “Conseqüentemente, a volatilidade da taxa de câmbio é uma fonte importante de variabilidade inflacionária. O desenho da estrutura das metas de inflação tem que considerar este tema, a fim de evitar que um possível não cumprimento das metas de inflação como resultado da volatilidade da taxa de câmbio possa reduzir a credibilidade do Banco Central.” (Minella *et al.*, 2003, p. 29).

pudessem escolher uma maior volatilidade da inflação e uma menor do produto, não sacrificando facilmente esse produto por ganhos em relação à inflação. Em um sentido similar, Mishkin e Schmidt-Hebbel (2002, p. 186) enfatizam as perigosas consequências de misturar um horizonte de tempo demasiadamente curto com uma meta de inflação excessivamente estreita, resultando em flutuações de produto indesejadas. Afinal, um intervalo de inflação muito estreito reduz a possibilidade de os BCs responderem a eventos inesperados com menores efeitos colaterais (consubstanciados, sobretudo, em menores variações de produto e emprego), os quais devem incluir os inevitáveis erros no controle da inflação, que podem até mesmo direcionar as taxas de inflação para fora desse intervalo estreito, a despeito dos melhores esforços dos *policy-makers*. Ademais, o dano à credibilidade de não acertar um intervalo é maior do que o de errar um ponto, embora metas constituídas de pontos sejam sempre acompanhadas de um intervalo. Assim, por meio de uma ampliação do intervalo de metas, os BCs estariam considerando a inevitável incerteza que cerca as MI e também as políticas monetárias (Greenspan, 2004), as quais podem apoiar, de acordo com vários autores, intervalos da ordem de 5% ou 6% (Bernanke *et al.*, 1999, p. 32). Entretanto, uma vez mais, a escolha de um intervalo muito grande poderia indicar um comprometimento frágil, por parte de um BC, com baixa inflação, reduzindo sua credibilidade. Por fim, a vantagem de optar apenas por um intervalo e não por um ponto, mais um intervalo-banda, seria uma maior liberdade às políticas, que poderiam preocupar-se apenas com essa banda, sem mais uma (pequena) preocupação em se aproximar de um ponto central, que deixaria de ser relevante.

Isso conduz à quinta questão: sob quais condições poderiam desvios da meta ser permitidos? Mahadeva e Sterne (2002) salientam que, no geral, cláusulas de escape devem ser específicas às circunstâncias, mas estabelecidas *ex-ante*, tornando claro que as autoridades econômicas estão seguindo as regras estritamente. A Nova Zelândia, por exemplo — como se sabe, um dos países pioneiros em MI —, incorporou cláusulas de escape formais ao seu regime de MI, possibilitando erros em relação ao intervalo de metas, quando choques de oferta significativos se derem — como em termos de troca, tributos indiretos, etc. Note-se que cláusulas de escape devem ser consentidas apenas como uma reação a choques de oferta, já que, de acordo com o *mainstream economics*, tais choques podem ser completamente exógenos, enquanto choques de demanda podem ser, ao menos parcialmente, determinados e (quase) totalmente compensados via política monetária, ou seja, endogenamente. Portanto, assentir que choques de demanda possam recorrer a cláusulas de escape poderia minar tanto a credibilidade dos BCs quanto a de regimes de MI.

A despeito de essas revisões de metas serem geralmente abrangentes e *ex-post*, elas podem também ser realizadas *ex-ante*, por exemplo, quando os responsáveis pelas políticas econômicas sabem com antecedência que um choque irá fazê-los se afastarem significativamente das metas. O Brasil pode ser utilizado como um exemplo de país que usa tais revisões, chamadas de **metas ajustáveis**. A diferença entre essas metas ajustáveis e as cláusulas de escape são que as últimas são determinadas *ex-ante* pelos BCs, a fim de justificar um virtual não cumprimento de metas, enquanto as metas ajustáveis se constituem em um procedimento direcionado para o futuro, isto é, elas podem ser usadas somente em revisões *ex-post* das metas, com a definição simultânea de uma nova meta e a explanação pertinente de como essa nova meta foi estabelecida (Fraga; Goldfajn; Minella, 2003, p. 38).

É essencial acrescentar que cláusulas de escape e revisões de metas não podem ser vistas como uma solução para a incerteza inerente relacionada à previsão de taxas de inflação, visto que a acurácia dessa previsão é um elemento essencial das MI. Em adição, não alcançar a meta não deve ser visto como um sinal de que a estratégia completa de MI esteja sendo ou deva ser abandonada. Em tais casos, os BCs devem explicar as razões dessa não consecução, a fim de manter sua credibilidade e também a estrutura das MI bastante intactas.

Sexta, quais políticas devem ser escolhidas para se atingir uma meta, seja essa um ponto, seja uma banda? As políticas comumente utilizadas pelos BCs a fim de afetar preços em geral envolvem mover para cima ou para baixo as taxas de juros nominais de curto prazo, contrabalançando, respectivamente, uma inflação mais alta ou mais baixa do que a desejada (Svensson, 2005, p. 1). As políticas seriam, então, fruto de um monitoramento cuidadoso da inflação e de eventuais choques *ex-ante* ou *ex-post* contra movimentos indesejados nessa inflação, a fim de que esses não ganhem **momento**. Não obstante isso, como Gaiotti e Secchi (2004), Kriesler e Lavoie (2005) e Bibow (2005) notam, uma elevação dos juros pode também acarretar um **aumento** nos preços, ao menos no curto prazo. Bibow (2005, p. 16), por exemplo, demonstra que, no caso da zona do euro, uma subida nas taxas de juros pode ocasionar um decréscimo da economia e da produtividade, o qual pode empurrar a inflação para **cima**. Além do mais, essa elevação nos juros também tem outras consequências adversas, como aquelas sobre o orçamento público, pois amplia o desperdício com serviço da dívida. Isso, juntamente com a estagnação e o crescimento do desemprego, provavelmente, aumentará os gastos do governo, ainda que de uma forma improdutiva (Chick, 1983, p. 318-319), conduzindo a expectativas desfavoráveis acerca da economia e mesmo da inflação. Isto porque

um aumento do gasto fiscal pode implicar expectativas de uma maior tributação e/ou cortes em subsídios, levando a um choque de oferta de conteúdo fiscal e, portanto, a reflexos importantes e desfavoráveis sobre os preços (Kandir, 1989).

Nesse mesmo sentido, Gaiotti e Secchi (2004, p. 7-11) demonstram que uma elevação nas taxas de juros pode engendrar custos mais altos de capital de giro e estoques, e não somente consequências **benignas** (na acepção de **na direção certa**, vale dizer, **para baixo**) sobre a demanda. Isso implica, ao menos, uma maior persistência da inflação após políticas corretivas serem postas em uso, resultando em uma deterioração do *trade-off* de curto prazo — geralmente, considerado de formas simplista — entre produto e inflação, conduzindo à necessidade de políticas **adicionais** e, preferencialmente, mais graduais, a fim de estabilizar esses choques inflacionários.⁶ Outros efeitos não bem-vindos dão-se sobre os *mark-ups*, os quais podem ampliar-se, para compensar as vendas declinantes (Kalecki, 1954), e sobre a capacidade produtiva, movendo as curvas de oferta para a **esquerda**, dado que os custos **umentam** no curto prazo, reduzindo investimentos, com repercussões, no longo prazo, sobre a capacidade produtiva e a produtividade (Oreiro *et al.*, 2012).

3 O regime de metas de inflação no Brasil: racionalidade da adoção e alguns detalhes institucionais

No começo de 1999, o Banco Central do Brasil (Bacen) encontrava-se em busca de uma nova âncora nominal, a fim de estabilizar expectativas, após uma mudança abrupta no regime de política monetária e na taxa de câmbio do real em relação ao dólar estadunidense, ou seja, em um momento em que a âncora nominal não mais seria composta pela moeda nacional sobreapreciada e bastante estável.⁷ A escolha deu-se sobre um regime de MI, o qual transformaria essas próprias metas na nova âncora

⁶ Assim, juros crescentes parecem “[...] implicar efeitos adversos generalizados sobre os preços [...] os quais teriam contrabalançado parcialmente o efeito desinflacionário que opera através do lado da demanda. Apesar de isto dificilmente ser suficiente para modificar o efeito geral das políticas monetárias sobre os preços, no médio prazo, este impacto pode não ser sem relevância” (Gaiotti; Secchi, 2004, p. 25).

⁷ A taxa de câmbio média moveu-se de R\$ 1,21/US\$ 1 nos primeiros dias de 1999 para R\$ 1,96/US\$ 1 em 1º de fevereiro de 1999, R\$ 2,16/US\$ 1 em 3 de março, para, então, cair para R\$ 1,72/US\$ 1 em 31 de março, alguns dias depois de a nova direção do Bacen assumir o cargo.

nominal, segundo Minella *et al.* (2003a, p. 130).⁸ Ademais, ocorria, nessa época, uma difusão do regime de MI ao redor do mundo, com fortes incentivos, por parte do Fundo Monetário Internacional (FMI), para que os vários países adotassem esse sistema.

Assim, o Brasil adotou, efetivamente, um regime de MI a partir de 1º de julho de 1999. Os principais pontos desse novo regime foram (Bacen, 2000; Bogdanski; Tombini; Werlang, 2000, p. 11-13):

- a) o índice escolhido foi cheio, em vez de se considerar apenas o núcleo da inflação. Uma das razões para isso foi que a economia brasileira havia experimentado, ao menos nas duas décadas anteriores, várias manipulações de índices de preços, o que levou as autoridades monetárias a optarem por um índice cheio, a fim de ganhar credibilidade, ainda que o Plano Real já tivesse acabado de completar seu quinto ano. Adicionalmente, um índice de preços ao consumidor foi escolhido, porque esse seria compreendido mais adequadamente pelo público;
- b) as metas de inflação foram estabelecidas com base em um índice de preços amplamente conhecido, o Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA);
- c) não houve cláusulas de escape, ao menos para possíveis choques de oferta, o que é ainda mais surpreendente, dado que se optou, no Brasil, por um índice cheio de inflação, de acordo com Fraga, Goldfajn e Minella (2003, p. 33).⁹ Todavia o Bacen poderia ajustar a

⁸ Bogdanski, Tombini e Werlang (2000, p. 13) comentam: "A combinação entre uso de um índice cheio de inflação e ausência de cláusulas de escape justifica a adoção de um intervalo de tolerância relativamente amplo, de 2 pontos percentuais, em torno da meta central, e certamente torna as metas anunciadas mais apertadas do que elas podem parecer inicialmente". Essas observações causam assombro, visto que esse "amplo" intervalo de tolerância de 2% seria mais próprio para um país desenvolvido, sem, como explicado acima, grandes possibilidades de enfrentar choques de oferta, por conta de gargalos, como escassez de reservas cambiais e/ou especulação contra o câmbio, necessidades materiais e financeiras para o desenvolvimento, etc. Ver também Bacen (2000, p. 92).

⁹ Outra questão institucional da estrutura de MI no Brasil é constituída pelos preços administrados (por contrato e/ou monitorados), os quais aumentaram acima dos outros preços de mercado (ver Figura 1). Os preços administrados são regulados pelo Governo Federal e/ou por agências públicas e incluem derivados de petróleo, telefone fixo, eletricidade residencial e transporte público. Seu peso no IPCA foi, por exemplo, de 30,8% em junho de 2002. Como consequência de uma falha no processo de privatizações do País, os índices de inflação que ajustam os preços administrados passaram a ser o Índice Geral de Preços do Mercado (IGP-M) e o Índice Geral de Preços-Disponibilidade Interna (IGP-DI) (ambos compostos, em 60%, pelo Índice de Preços por Atacado (IPA), um índice para o qual variações da taxa de câmbio e dos preços internacionais de vários bens e serviços comercializáveis, importados ou exportados pelo Brasil, têm fortes repercussões), segundo Minella *et al.* (2003a). Essas escolhas de índices ocorreram como um meio de

- meta, levando em conta alguns choques de oferta, como, por exemplo, o impacto dos preços administrados e/ou a inércia dos preços de mercado. Porém o Bacen apenas recorreria a um ajuste de suas metas, quando essas se mostrassem claramente irrealizáveis, dadas as taxas de inflação presentes. Esse comportamento se encontrava em linha, como se viu, com as prescrições gerais das teorias acerca das MI, as quais estabelecem um *trade-off* entre flexibilidade e credibilidade. No entanto, o Bacen ajustou suas metas somente quando necessário, a fim de manter sua credibilidade, ainda que visando mostrar que desempenhava suas funções de forma flexível;
- d) o Conselho Monetário Nacional (CMN), a partir de uma proposta do Ministro da Fazenda, determinou as metas de inflação, bem como seus intervalos de tolerância;
 - e) o Bacen escolheu como meta um ponto dentro de uma banda, a qual foi formada por alguns pontos percentuais acima e abaixo desse ponto;¹⁰
 - f) as metas — o ponto e a banda — referiram-se à inflação durante o período janeiro-dezembro de cada ano, isto é, de acordo com anos-calendário;
 - g) o regime de MI começou com as metas para 1999, 2000 e 2001, determinadas até 30 de junho de 1999, e para 2002 e anos subsequentes, essas metas seriam estabelecidas também até 30 de junho, para os dois anos adiante;
 - h) foram concedidas ao Bacen responsabilidades e meios para alcançar essas metas;

atrair capital estrangeiro (e também o capital nacional que participou dessas privatizações, composto por grandes empresas do País, incluindo algumas das maiores empreiteiras e bancos), garantindo-lhes uma rentabilidade maior e mais estável e fazendo com que flutuações significativas das taxas de câmbio tivessem consequências importantes sobre esses preços administrados, embora, paradoxalmente, em vários casos, essas flutuações cambiais **não** tenham participação significativa nos custos das firmas que atualmente exploram esses bens e serviços privatizados. Dessa forma, flutuações do câmbio ganharam um *momentum* injustificado sobre o índice oficial de inflação para o regime de MI, no País, o IPCA e mesmo sobre os próprios Índices Gerais de Preços (IGPs), através do Índice de Preços ao Consumidor (IPC), em um círculo vicioso. Tudo isso ocorreu a despeito de a maior parte dos custos dessas firmas responsáveis por esses bens e serviços administrados ser em moeda nacional. Aqui se percebe a influência de interesses econômicos sobre a montagem de um mecanismo institucional evadido de falhas, regulado de forma inadequada e **com repercussões sobre a inflação e, então, sobre o crescimento econômico de um país inteiro, além de, é claro, sobre as taxas de juros desse país, o instrumento básico, afinal, de controle da inflação.**

¹⁰ Essa banda não deveria ser muito ampla, a fim de não se ser muito leniente com a inflação. Mas, como resultado da maior volatilidade das taxas de câmbio, juros e prêmios de risco no Brasil, o Bacen ampliou o intervalo de tolerância de $\pm 2\%$ para $\pm 2,5\%$ em 2003, 2004 e 2005 (Minella *et al.*, 2003a, p. 130-131).

- i) caso as metas não fossem atingidas, o Presidente do Bacen enviaria uma carta aberta ao Ministro da Fazenda, explicando as causas do desvio, as medidas adotadas e o período de tempo necessário para assegurar que a inflação corrente retornaria ao intervalo estabelecido; e, por fim,
- j) o Comitê de Política Monetária (Copom) passou a se reunir regularmente, decidindo a taxa de juros básica, por maioria de votos de seus nove membros, emitindo, então, após um pequeno prazo para prepará-las, minutas explicando essas decisões.

4 As consequências das características específicas do regime de metas de inflação no Brasil

Em um comentário preliminar, Bogdanski, Tombini e Werlang (2000, p. 12) explicam que a *rationale* por trás da adoção de metas decrescentes, para os primeiros três anos do novo regime, 1999-2001, mas também para os dois anos subseqüentes, 2002-03 (ver Tabela 1), seria a existência de duas causas principais para a inflação: (a) uma inercial e, portanto, que se desenrolaria por meio de um processo estendido no tempo; e (b) uma alta inflacionária temporária, devido a um choque, com um impacto único sobre os preços. As taxas crescentes de inflação, no princípio de 1999, seriam, então, do segundo tipo: um resultado de um choque de oferta (uma apreciação das taxas de câmbio), com nenhuma pressão adicional para cima sobre os preços. Entretanto os autores não deixam claro por que os choques provenientes da depreciação do real seriam isolados e “para sempre”, não necessitando um prazo estendido para o realinhamento de preços.

Em adição à opção por metas fortemente declinantes, a visão deste artigo também se opõe à inflexibilidade em todos os pontos principais dessa estrutura, no Brasil, pois, como será mostrado, o regime de MI foi adotado, no País, **como uma regra e não como uma estrutura mais geral e flexível**, em flagrante oposição aos principais proponentes desse regime. Vale dizer, o Bacen não considerou adequadamente as consequências de suas decisões acerca das taxas de juros (Wray, 1998) sobre o emprego e o crescimento econômico no curto e no longo prazo, preferindo, claramente, conseguir ganhos menos importantes com relação às taxas de inflação — de 1% ou até menos — a tentar políticas mais estáveis no longo prazo, com mais investimentos, crescimento, emprego, produtividade, menos gargalos

de oferta, etc., com todas as consequências dessas realizações sobre as taxas de longo prazo de crescimento e inflação.

Tabela 1

Taxas de inflação efetivas, metas e intervalos de inflação no Brasil — 1999-2014

ANOS	METAS DE INFLAÇÃO (1)	MUDANÇAS NAS METAS DE INFLAÇÃO (1)	METAS AJUSTADAS (1)	INTERVALO (2)	TAXAS EFETIVAS INFLAÇÃO (3)	METAS REALIZADAS
1999	8,00			± 2,00	8,94	Realizada – limite superior
2000	6,00			± 2,00	5,97	Realizada – centro da meta
2001	4,00			± 2,00	7,67	Não realizada
2002	3,50			± 2,00	12,53	Não realizada
2003	3,25	4,00	8,50	± 2,50	9,30	Realizada – limite superior
2004	3,75	5,50		± 2,50	7,60	Realizada – limite superior
2005	4,50			± 2,50	5,69	Realizada – limite superior
2006	4,50			± 2,00	3,14	Realizada – limite inferior
2007	4,50			± 2,00	4,46	Realizada – centro da meta
2008	4,50			± 2,00	5,90	Realizada – limite superior
2009	4,50			± 2,00	4,31	Realizada – centro da meta
2010	4,50			± 2,00	5,91	Realizada – limite superior
2011	4,50			± 2,00	6,50	Realizada – limite superior
2012	4,50			± 2,00	5,84	Realizada – limite superior
2013	4,50			± 2,00		
2014	4,50			± 2,00		

FONTE: Banco Central do Brasil (2012).

(1) Determinadas pelo Conselho Monetário Nacional. (2) Fixado pelo Conselho Monetário Nacional. (3) Medidas pelo Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) da Fundação Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE).

Ademais, o Bacen também não ponderou devidamente as implicações fiscais de aumentos nas taxas de juros, visto que, com eles: (a) o montante total das despesas financeiras do setor público amplia-se; (b) o peso da dívida também aumenta, ocorrendo, simultaneamente, queda relativa da receita tributária do País; (c) os gastos com desemprego e outros gastos sociais elevam-se; (d) o crescimento econômico médio desacelera, elevando a relação dívida/Produto Interno Bruto (PIB) e os riscos de dominância fiscal, a não ser que esses resultados deletérios sejam contrabalançados por fortes medidas a fim de elevar as receitas fiscais (com aumentos no peso dos tributos) e/ou para diminuir as despesas fiscais (com reduções significativas e bastante abrangentes desses gastos governamentais (Safatle; Romero, 2005; 2005a)), também porque o Governo sabe que, além de um limite (que é mais baixo para os PEDs, quando comparados com os países desenvolvidos e suas moedas internacionais), um “[...] aumento na

taxa de juros real também aumenta a probabilidade de não se honrar a dívida [...] [tornando] a dívida doméstica menos atrativa” (Blanchard, 2004, p. 3).

Adicionalmente, não se deve esquecer das consequências das flutuações da taxa de câmbio sobre a inflação. Minella *et al.* (2003, p. 24-25) enfatizam que a volatilidade da taxa de câmbio é um dos três desafios mais importantes para a política monetária nos PEDs que adotam MI, juntamente com o acúmulo de credibilidade e alguns controles sobre as mudanças nos preços relativos. Como se viu no item 2, uma depreciação da moeda nacional pode ter impactos importantes sobre os preços, como resultado da transferência (*pass-through*) dos preços mais elevados das importações de insumos e bens finais, assim como de uma maior demanda por — e de maiores preços, em moeda nacional, das — **exportações**. Ademais, é preciso mencionarem-se ainda os prováveis efeitos sobre expectativas, os quais podem, inclusive, influenciar várias determinações de preços, os quais tenham ou não por base insumos e bens finais importados.

Outro efeito importante de depreciações repentinas da moeda doméstica dá-se sobre os balanços das firmas nacionais, por conta do descasamento entre receitas em moeda doméstica e dívidas e pagamentos em moedas estrangeiras.¹¹ Por outro lado, uma apreciação da moeda nacional, a despeito de suas consequências vantajosas, no curto prazo, sobre as taxas de inflação — devido a seus impactos simétricos sobre os preços das importações e das exportações, em moeda nacional —, pode tornar a economia nacional menos competitiva, acarretando expectativas desfavoráveis sobre as reservas internacionais, no médio e/ou no longo prazo, se essa apreciação não for sustentável.

Uma vez mais, aqui o tema central é que PEDs não imprimem moedas que são reserva internacional, o que torna obrigatórias reservas grandes e estáveis no longo prazo, a fim de evitar movimentos especulativos repentinos e disruptivos contra as paridades cambiais. Como se sabe, o nível das reservas funciona — ainda mais nos últimos 15 ou 20 anos, desde a sucessão de crises internacionais ocorrida na década de 90 — como um

¹¹ “Depreciações em países de mercado emergentes são particularmente perigosas, porque podem engatilhar uma crise financeira [...] Estes países possuem grande parte de sua dívida denominada em moeda estrangeira; quando a moeda [nacional] deprecia, o peso da dívida das firmas domésticas se amplia. Uma vez que os ativos são tipicamente denominados em moeda doméstica e, então, não aumentam em valor [com uma depreciação da moeda nacional], o valor líquido declina. Essa deterioração nos balanços, então, amplia os problemas de seleção adversa e risco moral, o que conduz à instabilidade financeira e a um abrupto declínio no investimento e na atividade econômica.” (Mishkin; Schmidt-Hebbel, 2002, p. 192).

seguro contra saídas maciças de capital em um mundo integrado financeiramente, reduzindo, assim, fortemente, a volatilidade das taxas de câmbio.

A negligência desses pontos poderia explicar por que o regime de MI, no Brasil, não atingiu seus alvos em 2001 e 2002 e apenas os alcançou em 2003 e 2004, no limite superior dos novos alvos, ajustados, após pertinentes revisões para cima.¹² E é uma das explicações possíveis pelas quais as MI foram alcançadas em todos os anos seguintes, mas, quase sempre, no limite superior, como ocorreu em 2005, 2008, 2010, 2011 e 2012. Nos outros três anos, 2006 (limite inferior), 2007 (centro da meta) e 2009 (centro da meta), o resultado foi um pouco diferente do de toda essa já longa série de 14 anos. Porém, e esta é a essência de nosso argumento, esses 12 resultados dentro da meta e os dois que não as atingiram só ocorreram com um **comprometimento acentuado do crescimento econômico e industrial em todos esses anos, vale dizer, de forma alguma as expectativas foram estabilizadas “naturalmente” em direção a níveis baixos de inflação, incentivando, posteriormente — como muitos apontam que, segundo a teoria, deveria ter ocorrido —, uma ampliação dos investimentos e do crescimento econômico.** Por vários anos, nesse longo período, o País teve o menor crescimento econômico na América Latina e entre os grandes PEDs (o grupo formado pelo Brasil, pela Rússia, pela Índia, pela China e pela África do Sul (BRICs) por exemplo).

Portanto, sem dúvida, nesses 14 anos de aplicação das MI no País, **conseguiu-se manter, no geral, taxas baixas de inflação, mas — e este é, uma vez mais, o ponto crucial de discussão sobre esse regime de política econômica, seja teoricamente, seja empiricamente, conforme aplicado em vários países, inclusive no Brasil — às custas de um forte viés para políticas que contêm o crescimento econômico no curto prazo, com repercussões, sim, e significativas, sobre esse mesmo crescimento no longo prazo** (Oreiro *et al.*, 2012). Assim, as expectativas do mercado sobre elevações nas taxas de juros e de sufocamento de qualquer ritmo mais vigoroso da atividade econômica introduzem baixas taxas de investimento e de crescimento permanentes, mais surpreendentes, quando se considera que o Brasil é um PED e, portanto, com um ambiente macroeconômico mais volátil do que o dos países desenvolvidos (Fraga; Goldfajn; Minella, 2003, p. 4, 8, 31).

Outra razão para esse viés anticrescimento deve-se ao efeito assimétrico dos choques de oferta, com os choques inflacionários tendo um maior efeito sobre os preços do que os deflacionários, como uma consequência

¹² Todavia Minella *et al.* (2003a, p. 116-123) afirmam que as MI, no Brasil, foram bem-sucedidas, ao ancorarem expectativas, reduzirem a persistência inflacionária e, dessa forma, controlarem taxas de inflação com acentuada tendência à alta.

da rigidez de preços à baixa. Assim, esse viés anticrescimento de longo prazo se autorreforça, pois a persistência de vários gargalos, juntamente com uma menor produtividade e meios de produção mais obsoletos, nos PEDs, resulta, no geral, em preços mais elevados e limites mais estritos ao crescimento da produção e a políticas econômicas e/ou industriais mais agressivas. Dessa forma, seria sensato prescrever metas centrais mais elevadas e/ou intervalos mais amplos, os quais refletiriam não apenas taxas de inflação passadas mais elevadas, mas uma maior vulnerabilidade a choques.

É essencial, agora, retomar um ponto apenas mencionado brevemente na **Introdução**, qual seja, a permanência de altas taxas de juros muito antes e muito depois da implementação do regime de MI no Brasil, em um exemplo, como se verá a seguir, de predominância dos interesses financeiros, produzindo, por mais de uma década, as maiores taxas de juros reais (médias, mas, é claro, em muitos períodos, em termos absolutos) do mundo. Agostini e Ono (2005), por exemplo, enfatizam que, desde março de 1975, as taxas nominais de juros nunca caíram abaixo de 15% ao ano — essas só baixaram para menos do que esses valores em julho de 2006, portanto, 12 anos depois da implantação do Plano Real e cinco anos após a adoção do regime de MI no País —, apesar de que, sem dúvida, essas elevadas taxas nominais de juros foram, muitas vezes, necessárias, no Brasil, em resposta à inflação também elevada. Não obstante isso, as taxas nominais anuais de juros **permaneceram** acima de 19% durante o que se pode chamar de toda a primeira parte do Plano Real (de julho de 1994 a junho de 1999), antes da adoção do regime de MI, em 1 de julho de 1999, com taxas **reais** anuais de juros nunca menores do que 15% em todo o período, com a exceção de agosto de 1998 (com 12,8% anualizada).

Para ilustrar adicionalmente esse ponto, as taxas nominais básicas de juros (Selic) foram **elevadas**, de 13% para 13,75% ao ano, em setembro de 2008, após o início da atual crise econômico-financeira global — vale dizer, trata-se de um BC, no geral, com comportamento incomum entre os BCs com alguma relevância no mundo (Guttman, 2009). Essas taxas apenas caíram abaixo de 10% ao ano em junho de 2009, mas retornaram a mais do que 10% no ano seguinte (junho de 2010). Após um novo pico de 12,5%, de julho a agosto de 2011, elas, enfim, iniciaram seu absolutamente inusual, como se pode perceber, ciclo descendente atual, baixando novamente de 10% em março de 2012 até os atuais 7,25% ao ano (janeiro de 2013).

Inicialmente, justificavam-se essas taxas de juros incomuns porque a economia se encontraria em um pequeno intervalo de tempo após a implantação do Plano Real e sofrendo com costumes decorrentes de um período muito longo com inflação muito elevada. Contudo, posteriormente,

altas taxas de juros eram consideradas essenciais para manter um influxo líquido de capital, a fim de sustentar a taxa de câmbio basicamente fixa ao dólar estadunidense, transformada em âncora nominal da moeda brasileira, até essa âncora nominal sobreapreciada desmoronar, em janeiro de 1999, por meio de uma depreciação abrupta. Subsequentemente, as taxas de juros foram mantidas altas, a fim de evitar uma espiral entre inflação e depreciação da taxa de câmbio, com fortes fluxos de capital para fora. E, por fim, desde a implementação das MI, os juros têm sido mantidos altos, segundo os responsáveis pelas políticas econômicas, a fim de manter a inflação dentro dos intervalos decididos pelo regime de MI, se possível, como em 2005, cravando a meta central, a despeito das perdas de crescimento econômico decorrentes dessa decisão e da futilidade, para muitos, desse objetivo. Essa discussão se mantém no começo de 2013, ou seja, continuamos nessa etapa do regime de MI e da “lógica” por trás das taxas básicas de juros elevadas. É por isso que é importante atentar para a história e as instituições prévias, quando se analisam alguns fenômenos, eventos, políticas e construções institucionais, sobretudo quando se considera que os interesses financeiros e bancários têm tido predominância na economia brasileira, já há muitas décadas (Lessa; Fiori, 1983), antes mesmo de se iniciar o longo processo que quase conduziu o País a uma hiperinflação, o qual se iniciou, como se sabe, nos anos 70.

Isso permite compreender as diversas armadilhas institucionais estabelecidas no início do regime de MI, no Brasil, e os grandes obstáculos, se não “impossibilidades”, para contorná-las. Entretanto precisa-se destacar a importância crucial de três fatores adicionais: (a) os elevados déficits fiscais, que levaram a uma razão dívida pública/PIB de 60,4% no segundo semestre de 2002, isto é, uma causa fiscal, institucional e histórica,¹³ com repercussões para a busca praticamente insaciável por ampliações nas receitas fiscais e por cortes nos gastos públicos, mas que, exatamente por conta de medidas desse tipo, mesmo com juros básicos, como se viu, elevadíssimos, chegam ao final de 2012 por volta de 35% (Brasil, 2012); (b) as dificuldades (quase) permanentes de balanço de pagamentos, também uma causa institucional (quase) perene (Strachman; Vasconcelos, 2001), afinal, de julho de 1994, quando do começo do Plano Real, até setembro de 2006, essas reservas, pelo conceito de liquidez, de acordo com dados do próprio Bacen, situaram-se entre pouco mais de US\$ 28 bilhões e quase US\$ 75 bilhões, permanecendo por um longo período, de outubro de 1998 a maio

¹³ Esses déficits, contudo, tinham crescido, rapidamente, nos quatro primeiros anos do Plano Real e do Governo Fernando Henrique Cardoso (FHC), em um exemplo claro de **irresponsabilidade fiscal**. Posteriormente, o Governo Federal, do segundo mandato de FHC em diante, mudou sua política fiscal, a fim de honrar suas dívidas.

de 2003, basicamente, entre pouco menos de US\$ 30 bilhões e pouco mais de US\$ 40 bilhões, uma posição bastante frágil para uma economia das dimensões do Brasil (e com a conta de capital praticamente aberta); é somente a partir desta última data, maio de 2003, que essas reservas passaram a subir quase continuamente, atingindo US\$ 373 bilhões em dezembro de 2012, cerca de US\$ 5 bilhões a menos do que em seu pico, em setembro e novembro de 2012 — porém, paradoxalmente, com oposição de vários economistas (muitos deles proponentes de um regime restrito de MI no Brasil) a essas reservas volumosas, devido aos elevados custos fiscais que elas implicavam —; e (c) a indexação de vários preços administrados ao IGP da Fundação Getúlio Vargas (FGV), praticamente condenando a economia brasileira, perpetuamente, a uma taxa básica de juros em níveis extremamente elevados (Agostini; Ono, 2005, p. 2). Como as consequências das duas primeiras causas devem já estar claras, detalha-se agora a terceira delas.

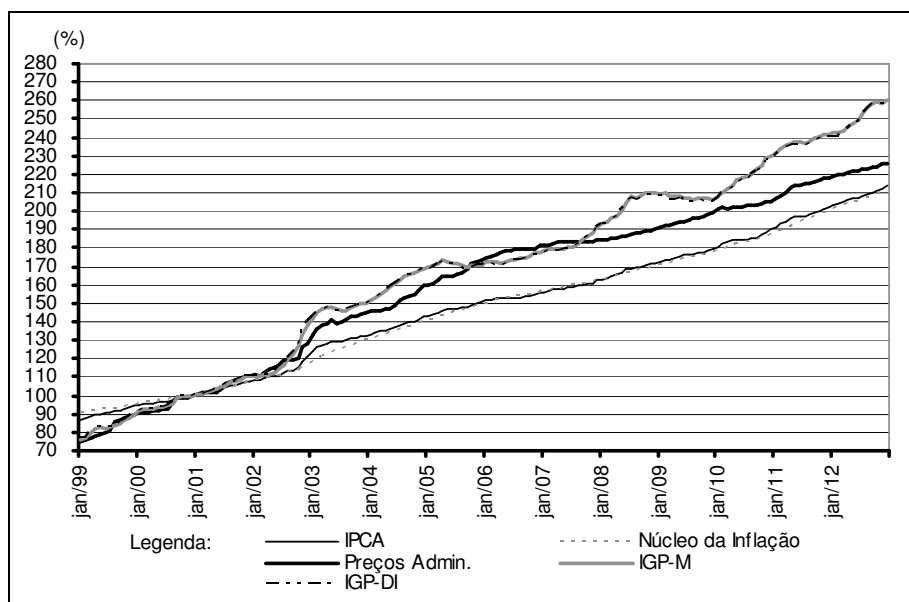
No Brasil, até recentemente, a expectativa de transmissão (*pass-through*) dos preços administrados (de 25% após um ano de depreciação) tem sido duas vezes maior do que a dos preços livres de mercado (de 12%, segundo Minella *et al.* (2003, p. 25)). Esse é um efeito da negociação dos contratos para a privatização de algumas estatais e também da forma como se estabeleceram revisões de preços e de tarifas para algumas empresas de serviços e/ou que atuam em setores com preços regulados. Isso acarretou o efeito colateral de que os preços dos derivados de petróleo, dos telefones, da eletricidade residencial e do transporte público se tornaram parcialmente indexados ao dólar estadunidense, resultando em uma persistência maior das taxas de inflação pretéritas. Como consequência, esses preços aumentaram persistentemente acima dos preços de mercado, contribuindo fortemente para taxas mais elevadas de inflação e para um mal direcionado esforço perene para reduzir os **preços de mercado**, a fim de contrabalançar as maiores taxas de crescimento dos preços administrados (ver Figura 1).¹⁴ Esse é outro componente institucional que levou a uma

¹⁴ Por exemplo, o peso dos preços administrados no IPCA aumentou de 17% em janeiro de 1991 para 28% em agosto de 1999, alcançando 30,8% em junho de 2002 (Minella *et al.*, 2003a) e cerca de 1/3 no primeiro semestre de 2005. De junho de 1999 a maio de 2005, os preços administrados cresceram 124,3%, contra 54,3% dos preços de mercado, com grande influência, como explicado, do IPA, com um peso de 60%, como se sabe, nos IGPs. Adicionalmente, o aumento dos preços administrados, em 2005, foi de 9%, contra uma taxa de inflação de 5,7%. Essa tendência, como se pode perceber na Figura 1, arrefeceu-se um pouco após esse período, mas os dois IGPs ainda se distanciaram mais dos outros três índices, sobretudo a partir de meados da segunda metade de 2012 — porém isso, felizmente, não ocorreu com os preços administrados neste último período (2005-12). O comportamento do IPCA e do núcleo da inflação seguem uma mesma trilha, como se pode perceber. Porém o núcleo da inflação tem uma flutuação mais suave, o que poderia ser

permanente busca por baixa inflação, em um ambiente no qual 1/3 dos preços, com tendência a aumento, ampliam-se, sistematicamente, acima da inflação média. Ademais, **esses preços não são sujeitos aos principais efeitos de políticas antiinflacionárias direcionadas aos outros 2/3 dos preços**. Essas características institucionais resultam, então, em uma tendência permanente contra investimentos e crescimento econômico — dada a ação-padrão, em um regime de MI, sobre seu instrumento essencial para regular a inflação, qual seja, a taxa de juros básica da economia (Carvalho, 2005) —, além de acarretarem uma rejeição progressiva à inflexibilidade das MI no País.

Figura 1

Índices acumulados de preços no Brasil — jan./99-dez./12



FONTE: Banco Central do Brasil (2013).

NOTA: Os dados têm como base jan./01 = 100.

Um detalhe adicional importantíssimo é que a informação e os estudos que fundamentam as decisões a respeito das taxas básicas de juros, no

suficiente como justificativa para adotá-lo, apesar da sempre reiterada — e importante — menor clareza na obtenção deste último índice. Por isso, mantém-se a posição a favor de uma revisão dos índices de reajuste de vários preços administrados e a favor da adoção do núcleo da inflação como a meta a ser perseguida pelo Bacen e/ou o diretor das políticas deste último e dos outros gestores da política econômica do País; a mudança nos preços administrados é mais importante do que a segunda modificação.

Brasil, atualmente representadas pela chamada Taxa Selic, são, para dizer o mínimo, muito frágeis e, na direção contrária, não existentes. Nakano (2004) aponta que o Bacen possui pouca ou nenhuma informação sobre vários setores, seus custos, produtividade, capacidade ociosa e as consequências dessas variáveis sobre inflação, investimentos, hiato de produto (*output gap*), etc. O Bacen, então, surpreendentemente, recorre a estudos realizados por grandes bancos e instituições financeiras sobre a inflação prospectiva, com uma participação reduzida de estudos e opiniões de agentes ligados ao chamado setor produtivo. Essas instituições financeiras, então, passam a se constituir em interlocutores preferenciais do Bacen, em uma relação eivada de problemas, dado que elas podem ser claramente favoráveis a taxas de juros elevadas e têm fortes interesses especulativos no conhecimento antecipado das taxas de juros futuras.

Um comentário final é que o Bacen, muitas vezes, reduziu o nível de transparência, ao contrário do que propõe a teoria, possivelmente, devido às dificuldades para explicar a incoerência de utilizar taxas de juros crescentes mesmo quando a inflação corrente se encontra dentro da banda-alvo **e não aumentando**.¹⁵ É por isso que muitos economistas defendem que o Bacen deveria tornar públicos os modelos nos quais sustenta suas políticas.

5 Conclusões

Como conclusão lógica das seções anteriores, uma série de transformações institucionais emergem como necessárias. Primeiramente, o Bacen — como, por exemplo, faz o Banco do Canadá — deveria anunciar somente um intervalo (*range*) como sua meta de inflação, e não determinar um ponto central para essa meta; afinal a persecução desse ponto, como se viu, leva, quase inevitavelmente, a mudanças mais frequentes nas políticas monetárias, com um viés muito mais restritivo. O Bacen deveria, então, poder utilizar todo o intervalo estipulado — como, ademais, fez recentemente, em 2011 —, a fim de acomodar flutuações de demanda e oferta, etc., a fim de atingir níveis reduzidos de inflação, porém sem comprometer o crescimento econômico por qualquer margem, ainda que mínima, **caso não seja necessário**.

Em segundo lugar, a própria definição das metas deveria ser mais flexível, com o objetivo de não obstar desnecessariamente o crescimento e

¹⁵ Porém é forçoso afirmar que esse tipo de problema se reduziu, acentuadamente, desde 2011, sobretudo em 2012.

o desenvolvimento econômicos, considerando-se também que o Brasil é um PED.

O Brasil deveria também perseguir o núcleo da inflação como meta, com a exclusão dos preços administrados e, talvez, de alguns preços de alimentos de suas metas de inflação, como, por exemplo, se faz nos EUA.

Uma quarta sugestão é a adoção de índices setoriais de preços para ajustes de preços, como já foi, muitas vezes, analisado pelo Governo Federal. Essa medida poderia ajudar a evitar a subida de tais preços administrados, trazendo a inflação para baixo, mesmo se esses preços continuassem a fazer parte das MI oficiais.

Em quinto lugar, seria importante ampliar a flexibilidade temporal das MI, mudando-as de anos-calendário para inflação acumulada em 12 meses, ou, melhor, deixando 24 ou 36 meses para haver convergência entre a inflação real e as metas, como na Nova Zelândia, no Chile, no RU e no Canadá. Uma possibilidade ainda mais flexível seria deixar o horizonte temporal de convergência em aberto, com isso, o Bacen apenas necessitaria mostrar que as taxas de inflação tendem a certas metas, em prazos mais longos, para demonstrar seu compromisso com uma inflação sob controle. Isso deveria ser mais do que suficiente para gerar expectativas corretas sobre inflação.

Em sexto lugar, o Bacen precisa melhorar o escopo de suas pesquisas e suas próprias estimativas de preços, a fim de cessar sua dependência das estimativas e pesquisas elaboradas por instituições com forte atuação e interesse no mercado. Ao mesmo tempo, essa melhora na sua base de pesquisas poderia trazer novas informações ao Bacen e ao público, auxiliando a direcionar expectativas para as MI.¹⁶

Como sétima sugestão, deveria haver um aumento no número de participantes e uma mudança na composição do Copom. Isso deveria levar à inclusão de participantes dos setores industriais, sindicatos, etc., ampliando os interesses representados na definição das políticas monetárias.

Em oitavo lugar, o Bacen e o Copom precisam aumentar o nível de transparência de suas decisões, a fim de se situarem mais em linha com as prescrições dos principais proponentes das MI. Isso conduziria a um acréscimo da credibilidade, sobretudo se combinado com maiores flexibilidade e sabedoria na gestão da política monetária.¹⁷

Em nono lugar, deve-se manter o sistema de votos individuais abertos nas minutas preparadas ao público após as reuniões do Copom, facilitando

¹⁶ Ver prescrições similares para o Banco da Inglaterra feitas por Keynes (1981, p. 263-267) durante o Comitê Macmillan (1929-31).

¹⁷ Ver Greenspan (2004) e Keynes (1981, p. 262-263).

a identificação de posturas pessoais, em termos de política econômica, e ajudando a ampliar a credibilidade do Bacen.

E, por fim, em décimo lugar, apoia-se a adoção de um regime de MI que tenha apenas metas implícitas (e não mais explícitas), como presentemente adotado pelos EUA (Greenspan, 2004). Isso permitiria uma maior flexibilidade na condução das políticas monetárias, pois o Bacen continuaria a perseguir taxas reduzidas de inflação, **mas sem nenhuma obrigação de atingir uma determinada meta**, como, aliás, uma vez mais, é o atual sistema seguido pelo FED (EUA), talvez o principal banco central do planeta.

Referências

AGOSTINI, A.; ONO, F. H. **Metas de inflação vs. política monetária**. Curitiba: GRC Visão, 2005.

ARESTIS, P.; CAPORALE, G. M.; CIPOLLINI, A. Does inflation targeting affect the trade-off between output gap and inflation variability? **Manchester School**, Manchester, v. 70, n. 4, p. 528-545, 2002.

ARESTIS, P.; SAWYER, M. Reinventing fiscal policy. **Journal of Post Keynesian Economics**, v. 26, n. 1, p. 3-25, Fall 2003.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (Bacen). Issues in the adoption of an inflation targeting framework in Brazil. In: BLEJER, M. I. *et al.* (Ed.). **Inflation targeting in practice: strategic and operational issues and application to emerging market economies**. Washington, D. C.: IMF, 2000. p. 87-94.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (Bacen). **Histórico de metas para a inflação no Brasil**. Brasília, D. F.: Banco Central do Brasil, 2012. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/Pec/metas/TabelaMetaseResultados.pdf>>. Acesso em: 8 fev. 2013.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (Bacen). **Séries Temporais**. 2013. Disponível em: <<http://www4.bcb.gov.br/pec/series/port/aviso.asp>>. Acesso em: 7 fev. 2013.

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

BIBOW, J. **Refocusing the ECB on output stabilization and growth through inflation targeting?** Annandale-on-Hudson: Levy Economics Institute, 2005.

BLANCHARD, O. **Fiscal dominance and inflation targeting**: lessons from Brazil. Cambridge: National Bureau of Economic Research, 2004. (Working Paper Series, 10389).

BLANCHARD, O.; DELL'ARICCIA, G.; MAURO, P. **Rethinking macroeconomic policy**. [S. l.]: IMF, 2010.

BOGDANSKI, J.; TOMBINI, A. A.; WERLANG, S. R. C. **Implementing inflation targeting in Brazil**. Brasília, D. F.: Banco Central do Brasil, 2000. (Working Paper Series, n. 1).

BRASIL. Tesouro Nacional. **Dívida pública federal brasileira**. Brasília, D. F.: Tesouro Nacional, 2012. Disponível em: <http://www3.tesouro.gov.br/divida_publica/downloads/kit_divida.pdf>. Acesso em: 7 fev. 2013.

CARVALHO, F. J. C. Uma contribuição ao debate em torno da eficácia da política monetária e algumas implicações para o caso do Brasil. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 25, n. 4, p. 323-336, out./dez. 2005.

CHANG, H. J.; GRABEL, I. **Reclaiming development**: an alternative economic policy manual. London: Zed Books, 2004.

CHICK, V. **Macroeconomics after Keynes**: a reconsideration of the General Theory. Cambridge, MA: The MIT Press, 1983.

ELSTER, J. Social norms and economic theory. **Journal of Economic Perspectives**, Pittsburgh, v. 3, n. 4, p. 99-117, 1989.

FONTANA, G.; PALACIO-VERA, A. **Are long-run price stability and short-run output stabilization all that monetary policy can aim for?** Annandale-on-Hudson: Levy Economics Institute, 2005. (Working Paper Series, n. 430). Disponível em: <http://www.levyinstitute.org/pubs/wp_430.pdf>. Acesso em: 7 fev. 2013.

FRAGA, A.; GOLDFAJN, I.; MINELLA, A. **Inflation targeting in emerging market economies**. Brasília, D. F.: Banco Central do Brasil, 2003. (Working Paper Séries, 76).

GAIOTTI, E.; SECCHI, A. **Is there a cost channel of monetary policy transmission?** An investigation into the pricing behaviour of 2,000 firms. [S. l.]: Banca D'Itália, 2004. (Temi di Discussione, n. 525).

GREENSPAN, A. **Risk and uncertainty in monetary policy**: remarks at the meetings of the American Economic Association, San Diego, California. [S. l.: s. n.], 2004.

GUTTMANN, R. Financial globalization and post-crisis perspectives. **The Perspective of the World**, Brasília, D. F., v. 1, n. 1, p. 53-68, Dec 2009.

JOHNSON, S. ECB keeps rates on hold. **Financial Times**, 4 Aug 2005. Edição da Internet.

KALECKI, M. **Teoria da dinâmica econômica**: ensaio sobre as mudanças cíclicas e a longo prazo da economia capitalista. São Paulo: Abril Cultural, 1954.

KANDIR, A. **A dinâmica da inflação**: uma análise das relações entre inflação, fragilidade financeira do setor público, expectativas e margens de lucro. São Paulo: Nobel, 1989.

KEYNES, J. M. **The General Theory of Employment, Interest and Money**. London: Macmillan, 1936.

KEYNES, J. M. Activities 1929-1931: rethinking employment and unemployment policies. In: KEYNES, J. M. **The collected writings of John Maynard Keynes**. London: Macmillan, 1981. v. 20.

KRIESLER, P.; LAVOIE, M. **The new view on monetary policy**: the new consensus and its post-keynesian critique. Ottawa: University of Ottawa, 2005. (Robinson Working Paper, n. 05-01). Disponível em: <<http://aix1.uottawa.ca/~robinson/english/wp/2005/dal-rope.pdf>>. Acesso em: 7 fev. 2013.

LESSA, C.; FIORI, J. L. **Relendo a política econômica**: as falácias do nacionalismo popular do Segundo Vargas. Rio de Janeiro: UFRJ, 1983. (Texto para Discussão IEI/UFRJ, n. 30).

MAHADEVA, L.; STERNE, G. Inflation target as a stabilization device. **Manchester School**, Manchester, v. 70, n. 4, p. 619-650, 2002.

MENDONÇA, H. F. **Independência do banco central, âncoras nominais e coordenação de políticas**. 2001. 214f. Tese (Doutorado em Economia) — Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2001.

MINELLA, A. *et al.* **Inflation targeting in Brazil**: constructing credibility under exchange rate volatility. Brasília, D. F.: Banco Central do Brasil, 2003. (Working Paper Series, 77).

MINELLA, A. *et al.* Inflation targeting in Brazil: lessons and challenges. **BIS Papers**, n. 19, p. 106-133, Oct 2003a.

MISHKIN, F.; SCHMIDT-HEBBEL, K. A decade of inflation targeting in the world: what do we know and what do we need to know? In: LOAYZA, N.;

SOTO, R. (Ed.). **Inflation targeting: design, performance, challenges**. Santiago: Central Bank of Chile, 2002. p. 171-219.

MUSCATELLI, V. A.; TIRELLI, P.; TRECROCI, C. Does institutional change really matter? Inflation targets, central bank reform and interest rate policy in the OECD countries. **Manchester School**, Manchester, v. 70, n. 4, p. 487-527, 2002.

NAKANO, Y. Deve-se levantar o “véu financeiro” e redescobrir a economia. **Valor Econômico**, 31 ago. 2004. Edição da Internet.

OREIRO, J. L. *et al.* The economics of demand-led growth: theory and evidence for Brazil. **CEPAL Review**, n. 106, p. 151-168, Apr 2012.

RUNDE, J. *et al.* **On rules, routines and the adoption of technological product innovations**. Cambridge, UK: The Cambridge-MIT Institute, 2005.

SAFATLE, C.; ROMERO, C. Denúncia favorece ataque à política econômica. **Valor Econômico**, 22 ago. 2005. Edição da Internet.

SAFATLE, C.; ROMERO, C. Aumentam as pressões para suavizar política econômica. **Valor Econômico**, 22 ago. 2005a. Edição da Internet.

STRACHMAN, E. **Implementing inflation targeting in Brazil: an institutional analysis**. Munich: MPRA, 2009. (MPRA Paper, n. 15.131).

STRACHMAN, E.; VASCONCELOS, M. R. **An institutional analysis of some monetary issues in developing economies**. Munich: MPRA, 2001. (MPRA Paper, n. 15128). Disponível em: <http://mpra.ub.uni-muenchen.de/15128/1/MPRA_paper_15128.pdf>. Acesso em: 7 fev. 2013.

SVENSSON, L. O. Further developments of inflation targeting. In: **INFLATION TARGETING: IMPLEMENTATION, COMMUNICATION AND EFFECTIVENESS**, 2005, Stockholm. [Anais...] Stockholm: Sveriges Riksbank, 2005.

VEGA, M.; WINKELRIED, D. **Inflation targeting and inflation behavior: a successful story?** Munich: MPRA, 2004. (MPRA Paper, n. 838). Disponível em: <http://mpra.ub.uni-muenchen.de/838/1/MPRA_paper_838.pdf>. Acesso em: 7 fev. 2013.

WRAY, L. R. **Understanding modern money: the key to full employment and price stability**. Cheltenham: Edward Elgar, 1998.

