

# **TEXTO PARA DISCUSSÃO N° 1183**

## **O APERFEIÇOAMENTO DO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO NO BRASIL**

**Fabio Giambiagi  
Alexandre Mathias  
Eduardo Velho**

Rio de Janeiro, maio de 2006



# TEXTO PARA DISCUSSÃO Nº 1183

## O APERFEIÇOAMENTO DO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO NO BRASIL\*

**Fabio Giambiagi\*\***

**Alexandre Mathias\*\*\***

**Eduardo Velho\*\*\*\***

Rio de Janeiro, maio de 2006

---

\* No processo de elaboração deste trabalho, os autores se beneficiaram das diversas conversas com Samuel Pessoa, que na época escrevia, como parte das suas atividades de assessoria legislativa para o Senado Federal, um texto com idéias muito parecidas com as que são aqui defendidas. Cabe um agradecimento também a Márcio Garcia e Renato Villela, pelos comentários feitos a partir da leitura de versões anteriores do texto. Naturalmente, porém, a responsabilidade pelo conteúdo final do texto é exclusivamente dos autores.

\*\* Do BNDES, cedido ao Ipea.

\*\*\* Do Unibanco Asset Management.

\*\*\*\* Da Mandarin Gestão de Ativos.

## **Governo Federal**

### **Ministério do Planejamento, Orçamento e Gestão**

**Ministro** – Paulo Bernardo Silva

**Secretário-Executivo** – João Bernardo de Azevedo Bringel



Fundação pública vinculada ao Ministério do Planejamento, Orçamento e Gestão, o IPEA fornece suporte técnico e institucional às ações governamentais, possibilitando a formulação de inúmeras políticas públicas e programas de desenvolvimento brasileiro, e disponibiliza, para a sociedade, pesquisas e estudos realizados por seus técnicos.

#### **Presidente**

Glauco Arbix

#### **Diretora de Estudos Sociais**

Anna Maria T. Medeiros Peliano

#### **Diretor de Administração e Finanças**

Cinara Maria Fonseca de Lima

#### **Diretor de Cooperação e Desenvolvimento**

Luiz Henrique Proença Soares

#### **Diretor de Estudos Regionais e Urbanos**

Marcelo Piancastelli de Siqueira

#### **Diretor de Estudos Setoriais**

João Alberto De Negri

#### **Diretor de Estudos Macroeconômicos**

Paulo Mansur Levy

#### **Chefe de Gabinete**

Persio Marco Antonio Davison

#### **Assessor-Chefe de Comunicação**

Murilo Lôbo

URL: <http://www.ipea.gov.br>

Ouvidoria: <http://www.ipea.gov.br/ouvidoria>

ISSN 1415-4765

JEL E50, E52, E58

## **TEXTO PARA DISCUSSÃO**

Uma publicação que tem o objetivo de divulgar resultados de estudos desenvolvidos, direta ou indiretamente, pelo IPEA e trabalhos que, por sua relevância, levam informações para profissionais especializados e estabelecem um espaço para sugestões.

*As opiniões emitidas nesta publicação são de exclusiva e inteira responsabilidade dos autores, não exprimindo, necessariamente, o ponto de vista do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada ou do Ministério do Planejamento, Orçamento e Gestão.*

*É permitida a reprodução deste texto e dos dados contidos, desde que citada a fonte. Reproduções para fins comerciais são proibidas.*

# SUMÁRIO

SINOPSE

ABSTRACT

1 INTRODUÇÃO 1

2 O ARCABOUÇO INSTITUCIONAL DO REGIME DE METAS  
DE INFLAÇÃO NO MUNDO: CASOS SELECIONADOS 2

3 ROTEIRO DOS TEMAS EM DEBATE 13

4 AGENDA INSTITUCIONAL 22

5 CONCLUSÕES 34

REFERÊNCIAS 37



## SINOPSE

O regime de metas de inflação tem sido questionado no Brasil desde sua adoção em 1999. No oitavo ano do seu funcionamento, porém, entendemos que os benefícios são maiores que os problemas. Em particular, as críticas que se faziam nos seus primeiros anos, embora, em alguns casos, pertinentes nas circunstâncias iniciais, podem ter perdido validade no momento em que o país se encaminha para o quarto ano consecutivo de reduções sucessivas da inflação e com uma variação do Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) próxima da meta. Em vez de eliminar o regime, a melhor estratégia é pensar em mecanismos de aperfeiçoamento para a adoção de um esquema definitivo, com uma banda horizontal (meta estável), como ocorre nos países onde o regime amadureceu. Nessa linha, o artigo propõe a vigência da autonomia formal do Banco Central (Bacen) a partir de 2011, já com uma meta estável, no contexto em que, entre outras coisas, *a*) as autoridades monetárias ampliem o horizonte de referência de sua atuação para um período de 24 meses; *b*) a Lei de Autonomia do Bacen explicita os objetivos de estimular o aumento do Produto Interno Bruto (PIB) e do emprego e de diminuir a volatilidade do produto; *c*) o Bacen disponha de reservas internacionais expressivas para inibir eventuais ataques especulativos; *d*) o Conselho Monetário Nacional (CMN) incorpore um número maior de ministros; e *e*) o Comitê de Política Monetária (Copom) inclua membros externos com direito a voto e dê voz, embora sem voto, a um representante do Ministério da Fazenda. Esses elementos colocariam o Brasil, na próxima década, no conjunto dos países com as melhores práticas em termos das metas de inflação, com uma banda de tolerância de 2% a 4%, como no Chile. Na ocasião, mais de uma década e meia após o lançamento do Plano Real, esse seria um objetivo tão defensável quanto perfeitamente plausível.

## ABSTRACT

The inflation target regime has been criticized in Brazil since its adoption in 1999. However, in its eighth year, we believe that its benefits are bigger than its problems. Particularly, the criticism made to it during the first years, even being right in some cases under the initial circumstances, may not be valid any more when the country is heading to the fourth consecutive year of successive reductions of inflation, with an increase of the CPI close to the target. Instead of eliminating the regime, the best strategy is to think about mechanisms of improvements in order to adopt a permanent approach, with a horizontal band (stable target) like in the countries with a mature regime. Having this in mind, the paper proposes a formal autonomy of Central Bank in 2011, with a stable target, in a context where, among other things, *a*) the monetary authorities wide their horizon of reference to a period 24 months ahead; *b*) the Law of Autonomy of Central Bank make explicit the aims of stimulating the increase of GDP and employment and reducing the volatility of production; *c*) the Central Bank has huge international reserves in order to inhibit eventual speculative attacks; *d*) the National Monetary Council (CMN) incorporates a higher number of Ministers; and *e*) the Monetary Policy Committee (COPOM) includes external members with right to vote and gives voice – with no vote – to the representation of the Ministry of Finance. These elements would place Brazil, in the

next decade, within the group of countries with the best practices in inflation targeting, with a band from 2% to 4%, like in Chile. In that occasion, more than one decade and a half after the launching of the Real Plan, it would be an objective not only defensible but also perfectly plausible.

# 1 INTRODUÇÃO

Tradicionalmente, o debate acerca da inflação foi dominado por duas posições polares: a ortodoxa, conforme a qual a inflação era um fenômeno monetário e combatê-la requeria adotar uma meta de expansão monetária suficientemente baixa; e a que genericamente se poderia denominar heterodoxa, com suas diversas nuances, indo desde formulações baseadas na “curva de Phillips” que estabeleceriam um *trade-off* entre os objetivos de estabilidade e crescimento, até as diferentes versões do estruturalismo, que fazia menção à existência de gargalos e a desequilíbrios estruturais que, na prática, tendiam a levar as autoridades a uma espécie de “negligência benigna” em relação ao fenômeno da inflação.

Já nas últimas décadas, com a multiplicidade de estudos sobre os casos nacionais, os avanços teóricos verificados e o desdobramento dos fatos, marcados pela proliferação de inovações financeiras que tornaram praticamente impossível a adoção de metas rígidas críveis para os agregados monetários, o “cardápio” de políticas antiinflacionárias à disposição dos governos pode ser resumido a três alternativas. A primeira é a “família” de regimes, em maior ou menor grau, de câmbio fixo, onde a taxa de câmbio opera como “âncora” das expectativas e é a base da estratégia de desinflação, como foi o caso da Argentina no período 1991-2001 ou do Brasil nos anos que se seguiram ao Plano Real. A segunda alternativa é o sistema de metas de inflação (*inflation target*), talvez o regime mais “popular” nos meios acadêmicos a partir dos anos 1990 e adotado pelo Brasil em 1999. Finalmente, tem-se o caso híbrido, tipicamente associado ao Federal Reserve (FED), o banco central americano, que não adota uma meta rígida e explícita de inflação, embora claramente persiga na prática um objetivo de inflação baixa.

O fracasso da âncora cambial no Brasil em 1999 e, anos mais tarde, mais ruidosamente, na Argentina (para citar apenas os casos mais próximos) torna pouco realista imaginar que uma política antiinflacionária no país possa ser erguida formalmente tendo de novo esse pilar. Por outro lado, considerando que mesmo os defensores da estratégia do FED reconheciam que boa parte do segredo do êxito desse regime híbrido era a combinação de ortodoxia e maestria de Greenspan, e quando o próprio banco central dos Estados Unidos, sob a condução de Bernanke, pode começar a contemplar a possibilidade de adotar uma meta explícita de inflação, é razoável concluir que o Brasil deveria manter a trilha iniciada em 1999 e confirmada pelo Governo Lula em 2003, conservando o regime de metas de inflação.

Isso não significa, porém, que sob o rótulo geral de “regime de metas” não possam ser adotadas algumas mudanças de nuances em relação ao esquema vigente nos últimos anos. O presente trabalho visa justamente fornecer subsídios para eventuais aperfeiçoamentos, especialmente importantes no contexto da reflexão acerca das políticas a serem implementadas na segunda metade da década, objeto de discussão por ocasião da disputa eleitoral de 2006. Procura-se colaborar para o amadurecimento de um debate que possa ter desfecho nas medidas a serem adotadas pelo próximo governo, independentemente de quem vier a ser escolhido nas eleições presidenciais de 2006.

O texto está dividido em cinco seções. Depois desta introdução, faz-se uma análise das melhores práticas em termos dos regimes de metas de inflação,

descrevendo sua evolução e suas principais características. A terceira seção traz uma espécie de roteiro de pontos específicos que dizem respeito ao regime de metas e em relação a cujos detalhes há uma multiplicidade de alternativas. A quarta seção, que sintetiza o que se pretende que seja a razão de ser do trabalho, faz uma proposta concreta de modelo institucional que poderia ser contemplado pelo próximo governo, em um esquema de autonomia operacional do Banco Central do Brasil (Bacen), em que este assumisse formalmente diante do Congresso Nacional o compromisso com metas de inflação definidas pelo poder político. Finalmente, inclui-se a habitual seção de conclusões.

## **2 O ARCABOUÇO INSTITUCIONAL DO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO NO MUNDO: CASOS SELECIONADOS**

Ao longo dos últimos 25 anos vem-se consolidando um consenso sobre os objetivos e a organização das instituições responsáveis pela política monetária. A estabilidade de preços emergiu como o objetivo primordial da política monetária, o regime de metas para a inflação dominou as demais âncoras e a autonomia operacional, com um alto grau de transparência e controle do Bacen, tornou-se uma tendência global.

No entanto, quando esses princípios gerais são traduzidos em arcabouços concretos, surgem diferenças importantes, desde o desenho do arranjo institucional à operacionalização do regime. Esta seção descreve as experiências de alguns países que consolidaram com sucesso uma arquitetura satisfatória de política monetária.

A evolução da arquitetura da política monetária nos regimes de metas de inflação está intimamente ligada à evolução do sistema político e institucional. A comparação entre as estruturas de política monetária revela que os detalhes dependem de diferenças estruturais – tipo e montante dos débitos, composição do sistema financeiro, grau de abertura da economia, dependência de *commodities*, disciplina fiscal etc. – e do grau de rigidez nominal dos preços na economia.

A opção pelo regime de metas para a inflação como guia da política monetária é dominante, ainda que os Estados Unidos o façam de modo implícito. No que tange à operacionalização do regime, temos um mosaico de opções, cujo traço comum é a busca por um mecanismo capaz de conciliar estabilidade de preços, credibilidade e flexibilidade para a política monetária. Por fim, a experiência internacional é majoritariamente favorável à autonomia operacional.

Nesta seção, abordaremos algumas experiências internacionais que se inserem entre as melhores práticas em matéria de regime de *inflation target*. Nas Subseções 2.1 a 2.4 trataremos dos casos de países desenvolvidos, destacando os exemplos de Nova Zelândia (importante por ser a pioneira), Inglaterra (o caso que o Brasil tenta imitar mais de perto), Suécia (um paradigma de combinação de credibilidade com flexibilidade) e Austrália (talvez o caso por excelência de adaptação gradual do regime). Finalmente, na Subseção 2.5, sintetizam-se muito rapidamente as experiências de economias emergentes que adotaram com êxito regimes de metas de inflação em três diferentes partes do mundo: Israel, Chile e África do Sul.

## 2.1 A EXPERIÊNCIA DA NOVA ZELÂNDIA

A Nova Zelândia é considerada um padrão de excelência em termos de arquitetura de política monetária. O regime de política monetária é claro, transparente e desfruta de alta credibilidade, enquanto o arranjo institucional propicia uma supervisão democrática atuante. O país foi o primeiro a adotar o regime de metas para inflação como âncora para a política monetária e sua implantação foi antecedida de uma reforma econômica abrangente que adotou o câmbio flutuante, desregulou e abriu a economia.

No início dos anos 1980, a inflação anual se mantinha acima de 15%, acumulando uma taxa de 522% entre 1974 e 1988. As expectativas inflacionárias eram bastante elevadas e mostravam um alto grau de inércia.

A reforma no arranjo institucional do Reserve Bank of New Zealand (RBNZ), o Banco Central da Nova Zelândia, ocorreu após um longo, e bem-sucedido, período de desinflação. Desde 1985, o RBNZ – sem autonomia legal, mas com independência de fato dada pelos trabalhistas – operou uma política monetária desinflacionária que trouxe a inflação de 16%, em 1985, para 7% em 1989.

O novo marco legal surgiu em 15 de dezembro de 1989, quando o Reserve Bank of New Zealand Act foi aprovado pelo Parlamento para tornar-se efetivo em 1º de fevereiro de 1990. O mandato legal estabelece que “o Reserve Bank of New Zealand terá a responsabilidade de formular e implementar a política monetária com o intuito de promover a estabilidade do nível geral de preços”.

A nova Lei do RBNZ estabeleceu como sua missão a implementação de uma política monetária com vistas a atingir e manter a estabilidade de preços, mas remeteu a formalização dos detalhes operacionais para um acordo público entre o Tesouro e o RBNZ: o Acordo para a Política de Metas [Policy Targets Agreement (PTA)] no qual é acertada uma definição precisa da meta para a inflação, compatível com a obtenção da estabilidade de preços.

O PTA é, portanto, o veículo por meio do qual o objetivo genérico da estabilidade de preços ganha um contorno preciso com metas numéricas, prazos, cláusulas de escape e mecanismos institucionais internos de revisão. O regime de governo da Nova Zelândia é parlamentarista, portanto os atos do Executivo, em tese, são apoiados pela maioria parlamentar. Assim, quando o Ministro das Finanças assina um PTA, o faz em nome da maioria parlamentar que o apóia.

A lei instrui o Ministro das Finanças, antes de apontar ou reconduzir qualquer pessoa ao cargo de presidente do RBNZ, a celebrar um acordo público, por escrito, especificando as “metas prioritárias a serem perseguidas durante a gestão desta pessoa como presidente do RBNZ”.

No entanto, embora esteja orientada no sentido de explicitar objetivos e responsabilidades, a legislação evita criar uma estrutura rígida, ao prever que “o ministro das Finanças e o presidente do RBNZ podem, eventualmente: (a) rever ou alterar qualquer meta fixada (...), ou; (b) substituir os objetivos estabelecidos através da celebração de um novo acordo escrito e público”.

Além disso, a lei prevê um mecanismo – *Order in Council* (Ordem em Conselho) – pelo qual a autonomia operacional do RBNZ pode vir a ser suspensa. O banco poderá ser orientado a formular e implementar uma política monetária voltada para objetivos econômicos diferentes dos especificados por um período de até 12 meses, renováveis sucessivamente. Contudo, tal ordem deve ser anunciada publicamente e deve originar a celebração de um PTA provisório para o período.

Assim, a supremacia democrática é assegurada pela manutenção da prerrogativa de decidir os objetivos da política nas mãos do governo eleito. Entretanto, qualquer desvio do mandato original deve ocorrer de maneira transparente, de modo que possa estar sujeito à avaliação pública. A lei estipula que o presidente do RBNZ está sujeito à remoção do cargo caso o Ministro das Finanças não esteja satisfeito com o desempenho do banco no cumprimento de suas funções estatutárias ou caso não seja possível chegar a um acordo sobre os objetivos de política.

A Lei de 1989 não estabelece o regime de metas para inflação. A única orientação perene é o respeito ao princípio da estabilidade de preços.

Na prática, o que se observa, através dos sucessivos PTAs, é um processo contínuo, no qual as alterações são movimentos visando ao aperfeiçoamento do regime de metas para a inflação. O primeiro PTA foi assinado em 2 de março de 1990. Apesar das diversas revisões, o núcleo do regime se manteve relativamente inalterado.

As alterações mais relevantes foram:

- em dezembro de 1990, a necessidade de renegociar o PTA – caso um choque de preços afete a habilidade de o RBNZ alcançar a meta – foi substituída por uma orientação para que o banco estime o efeito primário do choque sobre os preços e proponha uma trajetória para que a inflação retorne à região da meta;
- em dezembro de 1990, o prazo para atingir uma inflação entre 0% e 2% foi estendido em 12 meses para o final de 1993;
- em dezembro de 1996, o teto da banda de inflação foi ampliado de 2% para 3%;
- em dezembro de 1999, acrescentou-se uma cláusula para explicitar o requisito de que o banco deveria evitar instabilidade desnecessária no produto, taxas de juros e taxas de câmbio, ao conduzir a política monetária rumo à estabilidade de preços; e
- em setembro de 2002, o piso da banda de inflação foi elevado de 0% para 1%.

A configuração institucional do regime de metas de inflação da Nova Zelândia concilia uma âncora para as expectativas de inflação no longo prazo – dada pelo mandato legal para a estabilidade de preços – com uma dose de flexibilidade para gerenciar a reação da política monetária às diferentes circunstâncias da economia. A lógica por trás desse arranjo é que uma âncora nominal crível pode manter as expectativas de inflação estáveis, mesmo na presença de choques que desloquem temporariamente a inflação da trajetória idealizada. Nesse caso, quanto maior a credibilidade da âncora, maior será o grau de flexibilidade com que o RBNZ poderá atuar a fim de administrar o retorno da inflação às suas metas.

A Lei do RBNZ funcionou como um elemento que “balizou” as expectativas de longo prazo, possibilitando que os ajustes nos PTAs fossem percebidos como movimentos táticos que não alteravam a prioridade dada à estabilidade de preços no longo prazo.

## 2.2 A EXPERIÊNCIA DA INGLATERRA

A Inglaterra foi o terceiro país a adotar o regime de metas para a inflação, logo após a Nova Zelândia e o Canadá. A opção pela nova âncora se deu em um ambiente de grande incerteza, na esteira de um ataque especulativo que levou à flutuação da libra em 1992.

Em outubro de 1990 a Inglaterra aderiu ao Mecanismo Monetário Europeu, que estabelecia bandas de flutuação em relação às demais moedas européias. No início, essa opção propiciou uma redução da inflação e das taxas de juros.

No entanto, em setembro de 1992, um ataque especulativo contra a libra levou a Inglaterra a abandonar o Sistema Monetário Europeu de taxas de câmbio. A perda de credibilidade foi instantânea, a libra esterlina depreciou cerca de 15% e as expectativas de inflação subiram rapidamente para perto de 5%, o que gerou um temor generalizado a respeito da inflação. A introdução do regime de metas para a inflação visou então prover a economia de uma âncora nominal crível e capaz de fazer frente à ameaça de inflação, que se agravava diante da súbita depreciação da moeda.

A fim de balizar a atuação da política monetária e ajudar a coordenar as expectativas de inflação, o Banco da Inglaterra [Bank of England (BOE)] optou por adotar o regime de metas para a inflação como âncora nominal da economia e fixou o objetivo de que a inflação deveria estar próxima ao piso da banda de 1,0% a 4,0%, ao final do período legislativo que se encerraria em 1997. O sucesso da estratégia manteve o coeficiente de repasse do câmbio para inflação bastante baixo e ajudou a manter a inflação perto de 3%. Em 1995, a banda foi substituída por uma meta pontual de 2,5% e, desde então, a inflação tem se mantido em torno da meta.

As regras do modelo inglês deixam a cargo do Tesouro o papel de definir o objetivo operacional – a meta – da política monetária. Em 1997, após a vitória na eleição parlamentar, o Partido Trabalhista ratificou o regime de meta para a inflação e anunciou planos de conceder autonomia operacional ao BOE.

Em 1998, um novo Ato do Banco da Inglaterra concedeu a independência instrumental ao BOE, mas manteve a fixação dos objetivos da política monetária nas mãos do governo, que definiu a nova meta como uma inflação ao consumidor de 2,5%. Diante da mensagem implícita de que não haveria tolerância com a inflação, a concessão da autonomia operacional gerou euforia nos mercados financeiros. A bolsa de valores subiu, a libra esterlina apreciou e as taxas de juros futuras caíram cerca de 50 pontos-base ao longo de toda a estrutura a termo.

A reforma do estatuto do Banco Central inglês veio no bojo de uma ampla reforma, que redefiniu o seu papel, ampliou a transparência e aperfeiçoou seus mecanismos de controle público. Sob essa nova ordem, o Tesouro deve ratificar anualmente, ao enviar a proposta orçamentária, a meta para a taxa de inflação. Essa é uma decisão política, à qual o banco está subordinado e pela qual será cobrado. Dessa

forma, o arranjo institucional inglês conserva grande flexibilidade na definição da meta anual de inflação. A razão para isso é que, dependendo do tipo de choque, é razoável adaptar o objetivo da política monetária à conjuntura. Assim, o arranjo inglês permite que o Tesouro altere a meta quando achar conveniente, desde que seja respeitado o princípio da estabilidade de preços como objetivo prioritário, conforme está disposto no Ato.

O sistema inglês confere a prerrogativa de fixar o objetivo da política monetária ao governo eleito. Fixada a meta, a tarefa de atingi-la é delegada ao BOE, mais precisamente, ao Comitê de Política Monetária (Copom) do banco, composto por cinco dos seus executivos e mais quatro especialistas externos apontados pelo Poder Executivo.

O Ato do Banco da Inglaterra de 1998, em vigor desde 1º de junho de 1998, dedica o Capítulo II à Política Monetária. A seção 11 especifica que, em relação à política monetária, os objetivos do BOE são: *a)* manter a estabilidade de preços; e *b)* sujeito a isso, dar suporte à política econômica do Governo de Sua Majestade, inclusive aos objetivos de crescimento e emprego.

Embora o Ato fixe o objetivo geral de longo prazo (estabilidade de preços), a seção 12 remete a operacionalização desses objetivos ao Tesouro, na forma de uma notificação (*Remit for the monetary policy committee*), a ser encaminhada ao BOE. Essa comunicação deve ocorrer ao menos uma vez por ano e o Tesouro deve lhe dar publicidade, além de remeter uma cópia ao Parlamento. A formulação do arranjo institucional resulta em um arcabouço bastante flexível. A missão genérica de longo prazo, isto é, a estabilidade de preços, é o objetivo estatutário do banco. Entretanto, cabe ao Tesouro fixar a meta numérica específica, bem como todos os demais aspectos operacionais do regime. Em tese, o Secretário do Tesouro pode alterar o valor da meta, o índice relevante e até mesmo o próprio regime de metas para a inflação, se assim o desejar.

O objetivo central da política econômica é atingir um nível alto e estável de crescimento e emprego, mas considera-se que a estabilidade de preços é uma condição necessária para alcançar esse objetivo.

Embora o compromisso implícito seja de continuidade, a meta de 2,5% poderia ser alterada desde que seja respeitado o princípio da estabilidade de preços. Essa estrutura legal visa criar uma salvaguarda para as incertezas inerentes à vida econômica.

O objetivo declarado é manter a taxa acumulada em 12 meses todo o tempo em linha com a meta, com o intuito de operar o mecanismo da política monetária em torno de um compromisso consistente de inflação baixa, no longo prazo. Assim, a meta é definida sem um horizonte temporal, isto é, a média móvel de 12 meses deve estar em 2,5% todo o tempo. Entretanto, a abordagem recomendada é de ajuste paulatino e gradual ante os choques exógenos.

Na mensagem de 17 de abril de 2002, o Chancellor of Exchequer explicitou que o regime precisa levar em consideração que “qualquer economia pode, em um determinado momento, estar sujeita a eventos externos ou dificuldades temporárias, freqüentemente além do controle [da política monetária]. O regime deve levar em

consideração que a taxa de inflação corrente irá, em certas ocasiões, se desviar das metas em função dos choques e turbulências. A tentativa de manter a inflação na região da meta, nessas circunstâncias, poderá causar uma indesejável volatilidade sobre o produto”.

O arranjo atual estabelece uma margem de 1,0%, além da qual os desvios da inflação devem ser sucedidos por uma carta aberta contendo explicações sobre o desvio, as providências tomadas e o prazo para o qual o BOE espera a convergência da inflação para a meta. No entanto, o texto do Remit explicita “que a referência de 1,0%, para cima e para baixo, não constitui uma banda de tolerância, mas sim um limite além do qual o banco central deve providenciar explicações”.

A intenção do arcabouço é deixar que os desvios sejam tratados de acordo com a natureza, a intensidade e o grau de permanência que o ocasionou e com um foco sobre o comportamento das expectativas de inflação. A rota de convergência, em caso de desvio, deverá ser tão gradual quanto possa permitir o comportamento das expectativas.

Em 2004, o ponto central da “banda” foi alterado para 2,0%, expresso em termos do Harmonized Index of Consumer Prices (HICP).

De modo geral, a experiência inglesa deixa claro que o arranjo institucional segue uma orientação flexível, no qual as bandas são referências mas não deflagram reações automáticas. Dentro desse arcabouço, fica evidente que, dado um desvio, o BOE teria plenas condições de articular uma política discricionária visando à convergência gradual da inflação para sua meta, dentro de um horizonte de tempo apropriado a não sobrecarregar o produto com uma volatilidade desnecessária.

Outra preocupação evidente do BOE é com a qualidade da pesquisa, pois desta depende boa parte da avaliação do cenário sobre o qual os responsáveis pela política monetária irão decidir. Por isso, as áreas de análise são bem aparelhadas em recursos humanos e técnicos. A contínua interação entre os membros do Copom e o departamento de pesquisa assegura que as decisões da instituição não sejam resultado apenas de duas breves reuniões a intervalos entre 30 e 60 dias, mas sim de um processo de reflexão contínua a respeito dos desdobramentos da economia.

### 2.3 A EXPERIÊNCIA DA SUÉCIA

O Sveriges Riksbank, o banco central da Suécia, é o mais antigo do mundo. Em 1991, a Suécia atrelou, unilateralmente, sua moeda ao ecu (moeda teórica que antecedeu o euro) como forma de estabilizar a inflação. Porém, logo após a adesão desse país ao mecanismo de convergência europeu, o sistema entrou em crise porque a política monetária alemã deu prioridade aos objetivos domésticos em detrimento da dinâmica do bloco monetário que, àquela altura, apresentava um quadro pré-recessivo.

Em setembro de 1992, durante um ataque especulativo, o Riksbank elevou a taxa de *overnight* para 500% a.a. na tentativa de defender a moeda. Um novo ataque, em novembro, levou à flutuação da coroa.

Nesse contexto, a Suécia introduziu o regime de metas para a inflação em janeiro de 1993, apenas dois meses depois que uma série de ataques especulativos levou à flutuação da moeda, a coroa sueca. A saída do regime de câmbio fixo gerou um ambiente de grande incerteza e criou a urgente necessidade de reconstruir uma âncora nominal. Diante desse quadro, o Riksbank optou por seguir os passos de Nova Zelândia, Canadá e Inglaterra, e adotou o regime de metas para a inflação. A introdução do regime foi uma decisão independente e unilateral do Banco Central sueco. O objetivo inicial era atingir uma inflação ao consumidor de 2,0%, com uma margem de tolerância para mais ou para menos de 1,0%, até o final de 1995 e manter a inflação em torno desse intervalo daí em diante.

A despeito da forte depreciação da moeda, cerca de 31,5% ao final de 1993, a inflação não saiu de controle, graças a uma política monetária apertada. A taxa nominal de juros foi elevada e a Suécia enfrentou sua mais severa recessão desde os anos 1930. A contração da economia e um desemprego perto de 9% ajudaram a controlar a inflação, mas o sistema bancário enfrentou uma severa crise.

Em novembro de 1997, o governo apresentou ao Parlamento sueco (Riksdag) uma proposta contendo um conjunto de alterações na legislação referente ao Banco Central do país. As emendas ao Instrumento de Governo (dispositivo constitucional sueco) e ao Ato de 1988 do Riksbank foram aprovadas em março e confirmadas em 25 de novembro de 1998, passando a valer a partir do início de 1999. Com isso, a arquitetura da política monetária sueca sofreu uma ampla reforma, através da qual o regime de metas ganhou um *status* legal mais apropriado. Pela nova lei, o Banco Central sueco recebeu a missão estatutária de perseguir a estabilidade de preços e autonomia operacional para conduzir a política monetária, tarefa que foi delegada ao Comitê Executivo.

A nova lei definiu que “o objetivo da operação do Riksbank deve ser a manutenção da estabilidade de preços”. Na prática, a meta de inflação admite uma margem de tolerância simétrica. A principal finalidade da banda de tolerância é sinalizar que desvios da meta provavelmente irão acontecer e, ao mesmo tempo, enfatizar a intenção do banco central sueco de minimizá-los.

O Riksbank realiza reuniões para definir a política monetária de oito a dez vezes por ano. Cada ciclo de revisão de projeções culmina no cenário principal que é descrito detalhadamente no Relatório Trimestral de Inflação. No que se refere às projeções, os membros do comitê de política monetária superpõem um julgamento subjetivo acerca das incertezas afetando o cenário. A análise das incertezas é baseada em dois tipos de avaliação. Inicialmente, há um julgamento a respeito do nível de incerteza da projeção em relação ao padrão histórico do fator em questão. A seguir, faz-se uma avaliação quanto à probabilidade de desvio para cima ou para baixo da variável em estudo, isto é, avalia-se o grau de simetria do fator de risco. A distribuição resultante é, então, ponderada juntamente com uma distribuição de projeções de inflação com pesos refletindo a importância de cada fator.

Quando o regime foi aperfeiçoado, em 1999, especial atenção foi dedicada a explicitar a lógica de reação da política monetária ante determinados tipos de choques. A nova orientação tem por objetivo evitar excessiva instabilidade do produto e emprego ocasionados pela tentativa de obter ajustes muito rápidos quando

da ocorrência de desvios. O foco no longo prazo permite à política monetária minimizar os efeitos negativos de curto prazo, condicionado ao comportamento das expectativas de inflação.

O Banco Central da Suécia desenvolveu uma abordagem para consolidar a noção de que a política monetária é formulada com um foco no longo prazo e que nem todos os choques requerem uma reação das taxas de juros. Ela se destina a conferir maior flexibilidade ao regime em caso de choques cuja reversão esteja fora do escopo da política monetária e levou à introdução de uma provisão que permite explicar antecipadamente tais desvios. Embora não use o termo, trata-se claramente de uma cláusula de escape, que desobriga o cumprimento da meta para desvios decorrentes de choques exógenos cujos efeitos sejam considerados transitórios. Assim, se a inflação do Índice de Preços ao Consumidor (IPC) desviar da meta, no horizonte de tempo relevante, em virtude de fatores cujos efeitos permanentes não sejam vistos como relevantes, a política monetária não deve reagir ao desvio. Entre os efeitos transitórios possíveis, encontram-se aqueles decorrentes de choques de oferta diversos, que produzam uma mudança nos preços relativos sem interferir na tendência da taxa de inflação.<sup>1</sup> É preciso, no entanto, enfatizar que o julgamento a respeito da transitoriedade do efeito inflacionário é bastante complexo e delicado. Trata-se de uma questão para a qual não existe uma resposta simples. A avaliação do grau de transitoriedade do choque sobre a inflação depende crucialmente do impacto deste sobre as expectativas de inflação de longo prazo.

Adicionalmente, o Banco Central sueco adota uma abordagem específica para lidar com “desvios da meta”, com o intuito de regular o prazo de retorno para a meta, caso haja um desvio marcante por uma razão qualquer. Nessas ocasiões, uma decisão fundamental diz respeito à velocidade que se deseja imprimir para que a inflação volte a convergir para a meta proposta.

A Suécia corrobora a experiência internacional quanto à defasagem de efeito da política monetária: as estimativas apontam um prazo de um a dois anos. Esse horizonte implica que a política monetária deve trabalhar com o foco voltado para um horizonte de cinco a oito trimestres adiante. No entanto, uma função de reação que operasse mecanicamente, visando sempre a um retorno automático no intervalo entre um e dois anos, poderia, em certas ocasiões, causar flutuações largas e indevidas na atividade econômica. Não seria razoável tentar trazer a inflação de volta para a banda original se, subitamente, ela estivesse muito acima do teto da margem de tolerância. Esse objetivo obrigaria uma redução drástica da utilização da capacidade, com uma deterioração equivalente no mercado de trabalho. Por isso, o Riksbank pondera a situação do mercado de trabalho e da economia real em suas avaliações. Dessa forma, reconhece que há um *trade-off* de curto prazo entre a estabilidade de preços e a estabilidade da economia que precisa ser considerado no processo de definição das taxas de juros.

O grau de discricionariedade nessas circunstâncias acaba sendo determinado pelo acervo de credibilidade da política monetária, em conjunto com as demais

---

1. Por exemplo, movimentos nos preços internacionais do petróleo ou outro bem importado, cujo efeito esperado seja uma mudança de nível no índice geral de preços, não deveriam originar resposta da política monetária.

políticas macroeconômicas. Um alto grau de confiança no compromisso de longo prazo com a estabilidade de preços, apoiado por um conjunto de políticas econômicas coerentes, ajuda a aumentar o espaço de flexibilidade para a formulação de política monetária no curto prazo. Essa postura visa evitar amplas flutuações na economia real, no nível de produto e emprego, decorrentes da ação de uma política monetária visando produzir um ajuste muito acelerado na taxa de inflação.

## 2.4 A EXPERIÊNCIA DA AUSTRÁLIA

A introdução do regime de metas para inflação na Austrália foi um processo gradual, daí ser difícil precisar com exatidão o seu marco inicial. Em 1983, quando o câmbio flutuou, a política monetária era conduzida sob um regime de metas monetárias. No final da década de 1980, a aceleração da economia e a percepção de que a inflação australiana estava caindo mais lentamente do que a dos demais países desenvolvidos levou o Reserve Bank of Austrália (RBA) a apertar consideravelmente a postura da política monetária. A inflação média anual da década de 1980 foi de 8,3%, mas a taxa anual apresentou uma queda contínua a partir de 1986.

O resultado do aperto do final dos anos 1980 foi uma severa recessão em 1990 e 1991, diante da qual a inflação caiu para cerca de 4% em meados de 1991. Ao final de 1992, apareceram as primeiras referências a uma meta numérica para a inflação. Até então, tratava-se de uma decisão no âmbito exclusivo do RBA que, diante da ausência de uma âncora nominal, caminhou no sentido de trabalhar com uma meta explícita para a taxa de inflação. Era uma forma de complementar a abordagem eclética com uma âncora para as expectativas inflacionárias de longo prazo. Assim, no início de 1993, a Austrália havia constituído um regime de metas para a inflação. Um elemento final foi acrescentado ao arranjo institucional do regime em 1996, quando da indicação de Ian Macfarlane para a presidência do RBA. O Tesouro e o presidente designado do Banco Central divulgaram uma Declaração de Política Monetária pela qual o Ato do RBA de 1959 foi reinterpretado de forma a ampliar a autonomia operacional na condução da política monetária. O sucesso do regime de metas para a inflação, sob um arranjo institucional que concede a autonomia operacional ao Banco Central, pode ser apreciado pela inflação média anual da década de 1990, de 2,3%, a mais baixa em cinco décadas.

O Ato de 1959 estabelece que o RBA é o responsável pela formulação e implementação da política monetária. Os limites da responsabilidade do banco central australiano estão definidos no Ato do RBA da seguinte forma: “É da responsabilidade do Conselho do RBA, no limite de seus poderes, assegurar que as políticas monetária e bancária do Banco sejam direcionadas para o maior benefício do povo da Austrália e que os poderes do Banco (...) sejam exercidos de tal forma que, na opinião do Conselho do RBA, contribuam da melhor forma para: (a) a estabilidade da moeda australiana; (b) a manutenção do pleno emprego na Austrália; e (c) a prosperidade econômica e o bem-estar do povo australiano.”

Foi esse mandato, com objetivos múltiplos, que, reinterpretado em 1996, representou o “pano de fundo” do regime de metas para a inflação. O principal objetivo da política monetária na Austrália é o controle da inflação. Na “Declaração sobre a condução da política monetária”, emitida em 1996, o presidente do RBA e o

Tesouro firmaram um acordo público segundo o qual a meta da política monetária passaria a ser uma inflação no intervalo de 2,0% a 3,0%, na média do ciclo econômico.

A meta numérica da inflação foi escolhida por ser considerada suficientemente baixa, a ponto de não distorcer as decisões econômicas da comunidade. Dessa forma, o regime de meta para a inflação tornou-se uma peça central na articulação da política monetária na Austrália. O regime de metas tem por objetivo prover a economia de uma âncora nominal segura e capaz de disciplinar as expectativas de inflação do setor privado. O horizonte temporal da meta na Austrália é bastante fluido. A meta foi definida como uma média ao longo do ciclo, ao invés de uma meta com fronteiras numéricas e temporais rígidas. Essa formulação visou garantir espaço para as inevitáveis incertezas envolvidas no processo de projetar a inflação e estimar as defasagens de efeito da política monetária sobre a economia.

O RBA, ao explicar a lógica do regime, afirma que, “ao contrário da especificação de outros países, o regime de metas australiano não é concebido como um regime de bandas com “fronteiras-rígidas”, dentro das quais a inflação tenha de estar confinada todo o tempo. Os limites da banda não são como “cercas eletrificadas” que disparam reações súbitas e dramáticas ao serem tocadas. A meta para a inflação, na verdade, é pensada como uma expressão da média a ser alcançada ao longo de alguns anos”. Essa formulação visa “preservar suficiente flexibilidade para que a política monetária possa levar em consideração fatores conjunturais de curto prazo”.

No caso de surgimento de diferenças entre o banco e o governo, as prescrições da seção 11 do Ato deverão ser observadas. Assim, o governo poderá ditar os rumos da política caso haja uma diferença material. Contudo, os procedimentos implicam um custo político elevado, o que, na prática, consolida a independência do banco. De qualquer forma, a existência desse mecanismo de salvaguarda, pelo qual o poder político pode assumir o controle sobre a política monetária, serve para assegurar que a ação do banco central permaneça sujeita à checagem e aos controles inerentes de uma sociedade democrática. Com relação às responsabilidades do banco, o Conselho do RBA deve, de tempos em tempos, informar o governo a respeito da condução da política monetária. Consistentemente com sua responsabilidade em relação à política econômica como um todo, o governo se reserva o direito de comentar sobre a evolução da política monetária.

O horizonte de tempo em aberto garante ampla flexibilidade na administração de choques. Essa formulação visou garantir espaço para as inevitáveis incertezas envolvidas no processo de projetar a inflação e estimar as defasagens de efeito da política monetária sobre a economia. A preocupação com a flexibilidade é uma característica marcante do arranjo australiano. As autoridades sempre enfatizam que a inflação não precisa estar confinada o tempo todo dentro dos limites da banda. A meta para a inflação é concebida como uma expressão da média a ser alcançada ao longo de alguns anos, a fim de preservar suficiente flexibilidade para que a política monetária possa levar em consideração fatores conjunturais de curto prazo.

## 2.5 AS EXPERIÊNCIAS DE ISRAEL, CHILE E ÁFRICA DO SUL

Nesta subseção, abordam-se três experiências que dizem respeito ao Brasil, de países, em maior ou menor grau, emergentes, que adotaram regimes de metas de inflação. Israel interessa por ser um caso bem-sucedido de redução da taxa de variação dos preços de mais de 10% a.a. para parâmetros internacionais em poucos anos. O Chile é um exemplo a ser sempre lembrado pelo fato de ser a economia com melhor desempenho na América Latina, o continente em que está inserido o Brasil. Por último, a África do Sul tem certas características sociais ligadas à desigualdade que a tornam uma referência interessante para os termos do debate sobre política econômica no Brasil e a relação dessa política com os temas da democracia e da representatividade social dos governos.

### a) Israel

Resultados favoráveis do regime de meta de inflação também foram alcançados em Israel, com sua adoção a partir de 1991, quando a inflação beirava um percentual de 20% a.a. Deve-se ressaltar que essa economia em meados da década de 1980 apresentava déficits elevados nas contas públicas e na Balança Comercial. Em 1985, após a guerra no Líbano, o déficit fiscal israelense era de 14% do Produto Interno Bruto (PIB) e a dívida externa total alcançava 80% do PIB. Excluindo o ano de 1994, quando ocorreu um *overshotting* da inflação em relação à meta prevista de 6%, o sistema de meta de inflação em Israel revelou-se um sucesso. Entre 1992 e 1998, a inflação média anual se situou em 10% e as metas foram cumpridas ou apresentaram uma divergência inferior a 1%. No triênio 1999-2001, a inflação média recuou para uma taxa abaixo de 1,5% a.a. Nos últimos anos, a inflação tem sido extremamente baixa e, para 2006, espera-se uma variação dos preços entre 2,0% e 3,0%. O intervalo estipulado para a banda da inflação se situa entre 1,0% e 3,0%, uma trajetória bem diferente do início da adoção do regime de metas, quando a inflação anual se situava em dois dígitos. Israel é um caso de modificação de banda de metas para inflação diante de desvio em ano anterior. Em dezembro de 1994, a inflação israelense atingiu 14,5%, ou seja, 6,5 pontos percentuais (p.p.) acima da meta pontual preestabelecida. No ano seguinte, a meta do ano anterior viraria o piso da meta de 1995 (8%-11%). Apesar de alguns desvios em relação à meta, o regime de Israel se caracterizou, portanto, por convergir para uma inflação baixa de longo prazo.

### b) Chile

Nas economias emergentes, o Chile é um caso típico e bem-sucedido de adoção de regime de metas para a inflação. Além desse país, Peru, Israel e México também apresentavam taxas de inflação anuais superiores a 15% quando adotaram regimes idênticos. A primeira meta estabelecida pelo Chile, em 1991, era um intervalo de 15,0% a 20,0% para a inflação acumulada em 12 meses. Essa meta foi diminuída gradualmente e os intervalos foram estreitados de 5 p.p. de diferença entre os limites superior e inferior da banda para 2 p.p. Entre 1995 e 2000, a meta tornou-se pontual, sem abandonar a tendência de queda. Em 2001, após uma inflação 1 p.p. acima da meta pontual de 3,5%, o Chile voltou a utilizar metas em intervalo, novamente com 2 p.p. de diferença entre os limites superior e inferior da banda (2% a 4%). Todo o processo de convergência para a inflação de *steady state* foi realizado em aproximadamente dez anos, desde 1991.

### c) África do Sul

Ao optar pelo regime de metas para inflação, o Banco Central sul-africano fez questão de esclarecer que, embora a meta para inflação fosse o objetivo da política monetária, isso não significava que o banco teria simplesmente seguir regras extremamente rígidas, sem qualquer grau de liberdade. O Banco Central sul-africano, desde o início, destacou o perigo que poderia advir da excessiva ênfase nas metas, sem uma análise adequada da conjuntura. Com o intuito de evitar distorções causadas pela aplicação muito rigorosa de regras preestabelecidas, foram instituídas cláusulas que permitiriam acomodar choques de oferta sem maiores custos em termos de produto e emprego. Embora seja impossível prever todos os choques que podem vir a afetar a economia, mencionam-se algumas circunstâncias sob as quais o banco poderia adotar uma postura mais flexível e permitir o descumprimento das metas, como variações acentuadas nos termos de troca, bruscas interrupções nos fluxos de capitais externos e desastres naturais. Na ocorrência de qualquer um desses acontecimentos, a população deve ser informada das prováveis conseqüências sobre os instrumentos e os objetivos da política monetária. Portanto, diante de alguma anormalidade de maior gravidade, o banco pode optar por não respeitar totalmente as metas para não sacrificar demasiadamente a economia, desde que justifique ao público a necessidade de tais medidas. A África do Sul tem uma meta de inflação de 3,0% a 6,0% e nos últimos três anos teve uma inflação média anual da ordem de 4%.

## 3 ROTEIRO DOS TEMAS EM DEBATE

Esta seção procura listar quais são os assuntos controversos, aqueles em que, mesmo na vigência consensual de um regime de metas, há nuances importantes, em torno das quais existem pontos de vista diferenciados. Esses pontos são: *a)* definição do tipo de objetivo a ser perseguido pelo Banco Central, com o *trade-off* entre estabilidade de preços e pleno emprego; *b)* a taxa de inflação-alvo, uma vez completada a desinflação; *c)* velocidade da “desinflação”; *d)* horizonte de referência da meta; *e)* amplitude da banda; *f)* escolha entre ter como alvo um ponto focal ou uma banda; *g)* escolha do índice de preços considerado, entre as alternativas do índice “cheio” e de um *core* (núcleo); e *h)* adoção eventual de “cláusulas de escape”.

### 3.1 TIPO DE OBJETIVO PERSEGUIDO PELO BANCO CENTRAL DO PAÍS

O modelo por excelência de um banco central dedicado estritamente ao combate à inflação foi, na prática, o do antigo Bundesbank alemão nos anos do pós-guerra, embora naquela época não houvesse um regime com metas explícitas, tal como ocorre hoje institucionalmente no caso do *inflation target*. O Bundesbank operava, então, condicionado por uma regra explícita, segundo a qual a preocupação da autoridade monetária deveria ser única e exclusivamente a estabilidade de preços. No mundo do pós-guerra até os anos 1990, o modelo de metas monetárias alemão foi um dos casos polares de política antiinflacionária. No outro extremo adotavam-se então os regimes, em maior ou menor grau, de taxa de câmbio fixa, em que o controle do valor nominal da taxa de câmbio era o instrumento através do qual se perseguia, na prática, a convergência com a inflação internacional.

Entre esses dois extremos, situava-se um esquema institucional híbrido, em que a ausência de um compromisso com o mesmo grau de rigidez que o alemão, com metas monetárias, dava aos bancos centrais certa flexibilidade para reagir a choques, embora não houvesse dúvidas acerca da disposição das autoridades em ter uma inflação, a longo prazo, em torno de 2,0% a 2,5% – mesmo sem explicitar essa meta. O regime híbrido por excelência é o do FED. Essa particularidade da instituição atingiu o paroxismo nos anos Greenspan, durante os quais, nas palavras de Martin Schurz, economista do Banco Nacional da Áustria, em debate com um dos autores deste artigo, há alguns anos, “*secrecy is a way of a Central Bank to seem smart, because it does not define targets that could be wrong*”.<sup>2</sup>

Enquanto nos regimes de taxa de câmbio fixa o banco central é passivo, nos outros dois a política monetária cumpre um papel relevante e, nesse sentido, institucionalmente os “modelos” do Bundesbank e do FED norte-americano representam casos opostos: enquanto o primeiro, como frisamos, se caracteriza pela dominância do objetivo da estabilidade de preços, no caso do FED ele deve ser balanceado com o objetivo do pleno emprego, nos termos da seção 2 do Federal Reserve Act, que reza que “*the Board of Governors of the Federal Reserve System and the Federal Open Market Committee shall maintain long run growth of the monetary and credit aggregates commensurate with the economy’s long run potential to increase production, so as to promote effectively the goals of maximum employment, stable prices, and moderate long-term interest rates*”. Em outras palavras, “pleno emprego” e “estabilidade de preços” entram no estatuto com o mesmo *status*. Nesse modelo, a meta, na definição do próprio Greenspan (2005) é ter o “máximo crescimento econômico sustentável com a perseguição da estabilidade de preços como uma condição necessária para atingir essa meta”.<sup>3</sup>

Parece uma alternativa interessante a ser contemplada no desenho institucional que venha a adotar um eventual Banco Central autônomo no Brasil. A explicitação da importância da estabilidade de preços daria lastro para a instituição apoiar-se nisso para adotar a política monetária pertinente de acordo com esse objetivo, mas, ao mesmo tempo, a preservação de algum grau de ambigüidade associado à duplicidade de objetivos permitiria ter algum grau de discricionariedade para acomodar certos choques sem prejudicar desnecessariamente o nível de atividade.

### 3.2 TAXA DE INFLAÇÃO NO FINAL DA TRANSIÇÃO

No início da adoção de um sistema de metas de inflação, um elemento crucial é a definição de qual será o alvo de variação dos preços que se quer atingir a longo prazo, depois de concluído o processo de desinflação. Isso porque a estratégia a ser implementada dependerá de se a médio e longo prazos se pretende chegar a uma inflação anual de 2,0% ou de 5,0%, para citar duas alternativas possíveis.

Para avaliar essa questão, é útil olhar as Tabelas 1 e 2. A Tabela 1 apresenta a taxa de inflação de um vasto conjunto de casos, incluindo economias emergentes,

---

2. Em um conhecido artigo, Mishkin (1999) apelidou o regime de *just do it approach*, fazendo um paralelo com o lema da Nike (*just do it*) significando, de certa forma, uma espécie de regime de metas de inflação não explicitadas.

3. Citado em Martin Wolf, “O legado de Greenspan”, Financial Times, reproduzido no jornal *Valor*, 19/10/2005.

países industrializados porém geograficamente distantes das maiores economias (Austrália e Nova Zelândia) e três casos da Europa Ocidental tradicionalmente associados, no passado, a uma inflação elevada (Grécia, Itália e Portugal). No primeiro grupo, estão as principais economias emergentes da Ásia, outras originalmente pertencentes ao bloco socialista europeu (inclusive uma que enfrentou há não muito tempo uma guerra civil, caso da Croácia), um país envolvido em um sério conflito (Israel), uma nação africana com problemas de desigualdade parecidos com os do Brasil (África do Sul) e vários países latino-americanos, nossos vizinhos continentais. Observa-se que a inflação média anual nos últimos dois anos nas 16 economias emergentes consideradas foi de apenas 3,5%, enquanto nos demais

TABELA 1  
**TAXAS DE VARIAÇÃO DO IPC – MÉDIA ANUAL DE 2004-2005**  
 [em % a.a.]

País	Inflação
África do Sul	2,6
Bulgária	5,2 <sup>a</sup>
Chile	2,0
China	3,4
Colômbia	5,5 <sup>b</sup>
Coréia do Sul	3,2
Croácia	2,5
Índia	3,8
Israel	0,4
Malásia	2,2
México	4,5
Peru	2,7
Polônia	2,8
República Tcheca	2,4
Tailândia	3,4
Turquia	9,3 <sup>c</sup>
Média de 16 países	3,5
Austrália	2,4
Nova Zelândia	2,5
Grécia	3,3
Itália	2,2
Portugal	2,4

Fonte: Fundo Monetário Internacional [FMI (2005)].

Obs.: O FMI considera como inflação o conceito de variação média dos preços em um ano e não a variação dezembro/dezembro.

<sup>a</sup> Previsão 2006: 3,5%.

<sup>b</sup> Em 2003, 7,1%; previsão 2006: 4,8%.

<sup>c</sup> Em 2003, 25,2%; previsão 2006: 6,9%.

países foi da ordem de 2,5%. Mesmo nos casos de inflação mais elevada, há atenuantes importantes: na Bulgária, a inflação média de 2004-2005 foi superior a 5%, mas em 2006 deverá ser em torno de 3,5%; na Colômbia a média também foi superior a 5%, mas no ano anterior ao biênio considerado tinha sido de 7,1% e em 2006 espera-se que seja de 4,8%; e na Turquia a inflação média anual de 2004-2005 foi de mais de 9%, mas tendo começado com 25% em 2003 e a caminho de 7% em 2006. Países que iniciaram há bastante tempo o processo de desinflação, como Israel e Chile, têm uma inflação de fato muito baixa, da ordem de 2,0% ou menos.

Já a Tabela 2 apresenta a “banda” de tolerância da inflação em um conjunto selecionado de 15 países emergentes e oito industrializados que constam de uma tabulação específica destinada a avaliar o *inflation target* e preparada pelo FMI para um capítulo específico sobre o tema, publicado no World Economic Outlook de setembro de 2005 [FMI (2005)] ampliada em função da publicação de outro texto

TABELA 2  
METAS DE INFLAÇÃO EM PAÍSES SELECIONADOS  
[em %]

Países emergentes	Intervalo	Ponto intermédio intervalo	Piso - teto
África do Sul	3,0/6,0	4,5	3,0
Chile	2,0/4,0	3,0	2,0
Colômbia	4,5/5,5	5,0	1,0
Coréia do Sul	2,5/3,5	3,0	1,0
Eslováquia	2,5/4,5	3,5	2,0
Filipinas	5,0/6,0	5,5	1,0
Hungria	2,5/4,5	3,5	2,0
Indonésia	4,5/6,5	5,5	2,0
Israel	1,0/3,0	2,0	2,0
México	2,0/4,0	3,0	2,0
Peru	1,5/3,5	2,5	2,0
Polônia	1,5/3,5	2,5	2,0
República Tcheca	2,0/4,0	3,0	2,0
Romênia	6,5/8,5	7,5	2,0
Tailândia	0,0/3,5	1,8	3,5
Média dos emergentes	2,7/4,7	3,7	2,0
Países industrializados			
Austrália	2,0/3,0	2,5	1,0
Canadá	1,0/3,0	2,0	2,0
Inglaterra	2,0/2,0 <sup>a</sup>	2,0	0,0
Islândia	2,5/2,5 <sup>a</sup>	2,5	0,0
Noruega	2,5/2,5 <sup>a</sup>	2,5	0,0
Nova Zelândia	1,0/3,0	2,0	2,0
Suécia	1,0/3,0	2,0	2,0
Suíça	0,0/2,0 <sup>b</sup>	1,0	2,0
Média dos industrializados	1,5/2,6	2,1	1,1

Fonte: Para as economias emergentes, FMI (2006, Tabela 1). Para os países industrializados, FMI (2005, Tabela 4).

<sup>a</sup> Não há intervalo e sim apenas uma meta pontual.

<sup>b</sup> O piso foi adotado apenas para efeitos de composição da presente tabela. Formalmente, há apenas um teto de 2,0%.

posterior da mesma instituição [FMI (2006)]. Observa-se que, na média, o piso da “banda” dos emergentes é de 2,7% e o teto de 4,7%, com ponto intermédio de 3,7%, enquanto nos países industrializados esses parâmetros são de 1,5% (piso) a 2,6% (teto) com ponto médio de 2,1%.<sup>4</sup>

Da observação conjunta das duas tabelas depreendem-se algumas conclusões importantes. Primeiro, há uma tendência generalizada a ter alvos de inflação efetivamente muito baixos, inferiores a 5,0%.<sup>5</sup> Segundo, a inflação dos países emergentes é superior à das economias industrializadas. Terceiro, os países emergentes que adotaram metas de inflação têm uma meta central, na média, próxima de 3,5%, com destaque para o fato de que tanto o país emergente melhor sucedido dos últimos 50 anos (Coréia) como os dois países latino-americanos com melhor classificação das agências de risco (Chile e México) têm todos um ponto intermédio para a meta de inflação de 3,0%.

### 3.3 VELOCIDADE DA “DESINFLAÇÃO”

Os países que atingiram taxas de inflação estáveis, no sentido de que, tendo adotado o regime de metas, têm atualmente uma banda “horizontal” – que não muda anualmente – chegaram a essa situação, muitas vezes, especialmente no caso de países emergentes, depois de diversos anos de um longo processo de “desinflação”, ou seja, de redução da taxa de inflação. Nesse processo, inclusive, podem existir alguns recuos, conforme ensina a experiência desses países. Tomando como referência o ano 2000 – primeiro ano completo da experiência do Brasil e que coincide aproximadamente no tempo com uma consolidação maior do *inflation target* no mundo – entre o ano de adoção do sistema de metas (inclusive) e o citado ano 2000, a inflação tinha aumentado em relação ao ano anterior:

- em três dos quatro anos na Inglaterra – onde o sistema foi ratificado pelos trabalhistas em 1997;
- em cinco dos 11 anos desde o lançamento do *inflation target* em 1990 na Nova Zelândia;
- em cinco dos dez anos no Canadá, onde o regime data de 1991; e
- em quatro e seis anos dos oito anos transcorridos desde a adoção do regime em 1993 na Suécia e na Austrália, respectivamente.

Tratou-se, portanto, de um processo irregular, com algumas alterações de rota impostas pelas circunstâncias. Mesmo em alguns dos casos mais bem-sucedidos no universo das economias industrializadas, a estabilidade de preços foi alcançada após anos de transição. Canadá reduziu ligeiramente o alvo depois de alguns anos, da

---

4. No caso dos emergentes, a média é “puxada” para cima pela presença de dois *newcomers* que adotaram o sistema de metas de inflação em 2005, ou seja, seis anos depois do Brasil e começando com uma inflação relativamente alta, de quase 10%: Romênia e Indonésia, que adotaram o regime com uma meta inicial de 7,5% e 5,5%, respectivamente.

5. Na Tabela 1, só 3 dos 16 países emergentes considerados tiveram uma inflação média anual em 2004-2005 superior a 5,0% e em 2 desses 3 casos espera-se uma inflação inferior a 5,0% em 2006. Na Tabela 2, entre as 15 economias emergentes consideradas, em apenas 2 casos o intervalo de tolerância entre piso e teto é de mais de 200 pontos básicos; só em 2 países o teto de tolerância é de mais de 6,0% e apenas 1/3 das economias (ou seja, 5) tem um ponto central do sistema de metas de inflação superior a 4,0%.

mesma forma que o Reino Unido e outros países. Na América Latina, o Chile adotou formalmente o sistema de metas de inflação em 1999, mas tinha uma história prévia de vários anos de redução da taxa de variação dos preços, nos quais, nas palavras de um economista do Banco Central chileno, Klaus Schmidt-Hebbel a um dos autores, “adotava-se um regime de metas de inflação sem ter esse nome”.

O Brasil procura, de certa forma, se igualar ao Chile, inequivocamente o país mais bem-sucedido na região em matéria de controle da inflação. Essa economia, porém, como foi dito, chegou à situação atual após duas décadas de intenso esforço. Não há por que se ter uma meta de convergência com a inflação internacional muito rápida, considerando que se trata de um processo gradual e que o relevante é haver condições de, ao longo da próxima década, o Brasil se igualar às melhores práticas da política antiinflacionária no universo das nações, não sendo tão importante que isso ocorra daqui a dois ou três anos ou só no começo da próxima década, por exemplo. O fundamental é que o regime se consolide gradualmente e que a meta de inflação convirja suavemente rumo à inflação internacional.

### 3.4 HORIZONTE DE REFERÊNCIA DA META

No sistema de *inflation target* implantado na economia brasileira em 1999, a política monetária persegue uma meta inflacionária para a variação do IPCA acumulado em 12 meses encerrado em dezembro de cada ano, ou seja, com um horizonte de cumprimento de 12 meses, definido sempre em junho do ano ( $t-2$ ).

Um elemento importante do regime de metas é definir qual o horizonte de referência a ser considerado nas decisões de política monetária tomadas periodicamente pelo Bacen. Nesse sentido, o raciocínio deve ser desdobrado em duas etapas. Na fase de convergência rumo a uma taxa de inflação estável (“banda” horizontal) a questão é saber qual a meta relevante para as decisões de política a cada momento. Já na fase em que a transição tiver sido completada, o relevante é discutir como se lida com eventuais desvios.

Em ambos os casos, partindo do suposto de que enfrentar choques no ano em que ocorrem pode gerar uma volatilidade desnecessária do produto, uma alternativa recomendável é que a meta de inflação considerada para as decisões de política monetária seja sempre a do ano ( $t+1$ ). Na fase de transição, isso implicaria que, diante da ocorrência de um choque, aceitar-se-ia como natural um desvio entre a inflação de  $t$  e a meta originalmente estabelecida, mas que isso não deveria comprometer o objetivo de convergir com a meta traçada para o ano ( $t+1$ ). Imagine-se, por exemplo, que em um ano  $t$  em que a meta de inflação seja de 4,5%, haja algum fator que leve a inflação a ser maior, de 5,0%, já sendo conhecida a meta para ( $t+1$ ) de, por exemplo, 4,0%. No esquema proposto, no ano  $t$ , isso poderia ser aceito pelo Bacen cujas ações, porém, teriam de preservar as condições para que a viabilidade de atingir a meta de 4,0% um ano depois não seja comprometida.

Na fase em que a transição rumo a uma inflação estável tiver sido completada, desvios seriam aceitos como naturais, entendendo-se que, a cada ano, as autoridades tomariam as medidas necessárias para que ocorra um suave retorno da inflação rumo às metas ao longo dos dois anos seguintes.

### 3.5 AMPLITUDE DA BANDA

A definição dos intervalos de tolerância da banda de inflação é extremamente relevante para o regime de metas, para acomodar choques não previstos ou com intensidades fora das expectativas. A ocorrência de choques pode exigir uma calibragem diferenciada da política monetária no combate à inflação, principalmente se a autoridade monetária também prioriza a minimização da volatilidade do produto no curto prazo. Quando ocorrem choques de demanda, as taxas de inflação e de crescimento econômico tendem a variar no mesmo sentido, não havendo dificuldade na escolha da ação pelos bancos centrais. Se há um excesso de demanda, a elevação da taxa de juros de curto prazo tende a valorizar o câmbio real e a aumentar a taxa de juros de longo prazo, o que produz uma desaceleração da demanda agregada. Se, por outro lado, há um choque de demanda para baixo, o recuo da taxa de juros de curto prazo tende a desvalorizar o câmbio real e estimular a demanda agregada. A questão é calibrar de forma criteriosa o movimento dos juros, para não reduzir ou aumentar demasiadamente a demanda global e a volatilidade do PIB.

No caso dos choques de oferta, a taxa de inflação e a de crescimento do PIB movem-se em direção oposta. Assim, é necessário que o banco central em questão estabeleça a velocidade de ajuste com que reduzirá a inflação em função da desaceleração do crescimento e vice-versa. O dilema que se apresenta é reduzir a taxa de inflação rapidamente, sacrificando mais a taxa de crescimento do PIB; ou acomodar o choque, reduzindo a taxa de inflação para a meta de forma mais lenta e minimizando a volatilidade do produto. Portanto, há um *trade-off* entre estabilização do crescimento e da inflação. O governo deve anunciar o percentual do choque de oferta que deve ser combatido naquele período, com a ressalva estratégica de que não anulará plenamente os efeitos do choque na inflação de curto prazo, mas eliminará os impactos secundários na tendência da inflação. Svensson (1997) afirma que o ajuste gradual da inflação à meta de longo prazo é mais apropriado, de forma a combinar a minimização das flutuações do produto e a manutenção da inflação baixa e estável.

Na Tabela 2, constata-se que a maioria dos países tem optado por conciliar os objetivos de baixa inflação e minimização da volatilidade do produto mediante a adoção de uma banda de tolerância para a meta de inflação, mas que esta tem sido relativamente estreita. Em particular,

- no caso dos países industrializados, a diferença média entre piso e teto é de apenas 110 pontos básicos (1,1%);
- nos países emergentes, essa diferença é de 200 pontos (2,0%);
- a diferença máxima é de 2,0% nos países industrializados; e
- nas economias emergentes, a diferença máxima é de 3,5%, porém, em situação muito particular, na qual o teto da banda é exatamente de 3,5%.

Constata-se também que, de modo geral, nações em que a meta de inflação ainda é relativamente elevada comportam uma tolerância maior da amplitude de tolerância da “banda” considerada.

### 3.6 TIPO DE ALVO (PONTO *VERSUS* BANDA)

A possibilidade de a economia ser atingida por choques e a própria dificuldade de “mirar” em um alvo estrito põem em questão até que ponto é conveniente definir de antemão um alvo preciso, *vis-à-vis* a alternativa de propor alvos baseados simplesmente em um intervalo, sem a preocupação de apontar para uma meta pontual específica. Que tipo de alvo (banda *versus* ponto) será adotado é, portanto, uma das questões em aberto do regime de metas.

Os casos nacionais dos países listados na Tabela 2 apontam que o caso largamente dominante é a consideração de que o relevante é a banda de inflação, sendo que apenas em três casos nacionais – todos de países industrializados – adota-se como alvo um ponto específico, sem a existência de uma “banda” de tolerância. A tabela original do estudo do FMI do qual foi extraída a Tabela 2 indica ainda que, dos 15 casos nacionais considerados economias emergentes – excetuado o Brasil – em nove deles adota-se um alvo preciso, em torno do qual há uma margem simétrica de tolerância, para cima ou para baixo da meta, enquanto outros seis países contemplam uma banda, sem a explicitação de que o alvo exato será o centro dessa meta.<sup>6</sup> Já entre os oito países industrializados considerados, apenas um deles adota uma banda definida em torno de um ponto central-alvo, enquanto quatro adotam um intervalo, sem definição de que a meta precisa é o ponto intermédio e três adotam apenas um ponto, sem qualquer banda.<sup>7</sup>

### 3.7 ÍNDICE DE PREÇOS CONSIDERADO (ÍNDICE CHEIO *VERSUS* NÚCLEO)

Alguns países, entre os que adotam regimes de metas de inflação, utilizam como parâmetro de referência a variação dos preços de um índice que expurga alguns componentes (*core*). O debate acerca da conveniência de se adotar um núcleo, porém, deve necessariamente levar em conta três elementos.

Em primeiro lugar, nesses países os itens excluídos representam apenas uma fração modesta do índice total, enquanto no Brasil só os preços administrados representam em torno de 30% do IPCA e, na composição dos preços dos produtos comercializáveis, há um peso não desprezível de itens altamente voláteis, como os produtos *in natura*. A adoção de núcleo por exclusão levaria então facilmente a excluir, no Brasil, perto de 40% do índice, o que tenderia a restar relevância ao índice expurgado e a dificultar o apoio a uma proposta de basear o sistema em algo que deixa de fora 40% dos preços que afetam o dia-a-dia do cidadão comum.

Em segundo lugar, a escolha do índice de preços a ser acompanhado deve estar associada à amplitude da “banda”. Em outras palavras, pode fazer sentido levar em conta um índice de *core* se a banda de referência for muito estreita, mas se, como no Brasil, há uma amplitude grande entre o piso e o teto de tolerância, não faz muito sentido adotar, além de uma banda larga, um índice de preços que não seja o índice cheio.

---

6. Na Tabela 2, para efeitos de apresentação, não se fez distinção entre ambos os casos.

7. Como exemplos do que foi dito, para fixar bem as diferenças para o leitor, tomem-se três casos: o Chile adota uma banda de 2,0% a 4,0%, sem explicitação de que o alvo é exatamente 3,0%; a Suécia adota um alvo de 2,0%, com tolerância de 1,0% para cima ou para baixo; e a Noruega adota um alvo de 2,5%, sem definição de uma banda.

Finalmente, a questão da escolha do índice depende também do horizonte de referência. De fato, se o que se procura é acertar o “alvo” a cada ano, é mais fácil ter uma meta associada a um índice que flutue menos, do que a um mais volátil. Entretanto, se o objetivo da política monetária for o de perseguir um alvo dois anos à frente e dado o princípio de que o *core* tende a flutuar em torno do índice cheio, não há razões *a priori* que impliquem suspeitar, com tanta antecedência, que dois anos depois da decisão de um comitê de política monetária acerca da taxa de juros, os índices “cheio” e de “núcleo” seguirão trajetórias muito diferentes entre si. Portanto, essa tende a ser uma questão inócua se o horizonte de referência for ampliado do ano em curso para um ou dois anos à frente.

### 3.8 CLÁUSULAS DE ESCAPE

A princípio, a inclusão de cláusulas de escape no regime de metas permitiria acomodar choques de oferta, minimizando os custos em termos de produto e emprego. Essas cláusulas justificariam “mirar” um ponto da “banda” que não o centro da meta, desde que esse “ponto” seja contido no intervalo da “banda”. Em diversos bancos centrais, como na Nova Zelândia, Suíça, África do Sul e República Tcheca, a política monetária é calibrada de forma a evitar excessiva instabilidade do produto e da taxa de câmbio [Ferreira e Petrassi (2002)].

Pode-se citar exemplos de cláusulas de escape, que justificariam os desvios da meta anual, tais como: variações significativas dos preços internacionais, da taxa de câmbio doméstica, da produção agrícola ou dos preços regulados, dentre outros. Por outro lado, deve-se ter em mente que a introdução de um número excessivo de cláusulas de escape pode ser interpretada como alguma medida de relaxamento da política monetária, principalmente quando a trajetória de inflação está ascendente.

De qualquer forma, há uma espécie de *trade-off* entre a vigência das cláusulas de escape e a amplitude da banda de tolerância aceita para a inflação, uma vez que bandas relativamente amplas visam justamente “acomodar” a possibilidade de choques. Uma banda maior do que as que vigoram em outros países, nesse sentido, prescindiria da existência formal de cláusulas de escape.

Em relação ao que foi dito no item anterior, a adoção de cláusulas de escape não deveria ser contemplada com antecedência em relação ao “centro” da banda e sim apenas no caso de a inflação exceder o teto de tolerância do regime. Ou seja, se a cada ano o Bacen opera tendo como referência a meta para dois anos à frente, não há por que conceder com dois anos de antecedência que algum evento impedirá o cumprimento da meta. Entretanto, eventos particularmente adversos que em determinadas circunstâncias levem ao descumprimento até mesmo dos limites extremos podem ser justificados por cláusulas de escape invocadas no ano em que isso ocorrer, pelo menos em relação ao descumprimento do teto mais restrito – no caso de ser adotado um regime de duas bandas, conforme explicado na Seção 4.

## 4 AGENDA INSTITUCIONAL<sup>8</sup>

Esta seção apresenta uma proposta concreta de agenda institucional, para ser considerada no debate sobre o regime de política monetária a ser adotado na segunda metade da década atual. Ela contempla diferentes elementos: *a)* a autonomia operacional do Bacen; *b)* a definição do objetivo a ser perseguido pelo Bacen; *c)* a meta de inflação de longo prazo; *d)* a responsabilidade institucional pela definição da meta de inflação; *e)* a mudança do Comitê de Política Monetária (Copom); *f)* a adoção do conceito de “diretores externos”, como ocorre em outros países; *g)* a concessão de voz a um representante do Ministério da Fazenda; *h)* a maior diversificação teórica na composição do Copom; e *i)* o fortalecimento institucional do Bacen.

### 4.1 AUTONOMIA OPERACIONAL DO BACEN

A autonomia do Bacen é uma das reformas que é importante aprovar com vistas à modernização institucional do país. Há quatro fortes razões para isso:

*a)* o ambiente internacional. Aqueles que são talvez os três principais bancos centrais do mundo – o FED dos Estados Unidos, o Banco Central Europeu (BCE) e o BOE – adotam o princípio da autonomia da autoridade monetária, o que dá um forte respaldo à adoção dessa proposta e mostra que ela é perfeitamente consistente com a prevalência de um ambiente democrático, não sendo válido o argumento de que a medida implica dar poderes “acima dos do povo” a uma casta de técnicos. Na própria América Latina, alguns dos principais países da região, com exceção do Brasil – Argentina, México, Chile, Colômbia e Peru, entre outros – têm bancos centrais autônomos;

*b)* a literatura sobre o tema. A literatura acerca da autonomia do Bacen tende a favorecer a tese de que ela é positiva para um melhor controle da inflação [Cukierman (1992); Alesina e Summers (1993); e Werlang e Maziero (2004)];

*c)* o primado de decisões técnicas em detrimento de injunções políticas que podem provocar uma baixa de juros e levar a um aumento posterior dos preços, pelo relaxamento da política monetária; e

*d)* o isolamento da condução da política monetária do ciclo político, minimizando a possibilidade de surgimento de picos de incerteza que podem se revelar nocivos para a economia, como aconteceu, por exemplo, em 2002, ante o desconhecimento de que critérios iriam nortear a condução da política monetária após a mudança de governo.

A tese de que a autonomia do Bacen seria atualmente “desnecessária” tem se baseado no ponto (*c*), pois, com base nessa interpretação, o Bacen já seria de fato independente, afirmação, com efeito, verdadeira quanto à forma com que a política monetária vem sendo conduzida nos últimos anos, tanto na gestão do ex-presidente Fernando Henrique Cardoso, como na atual. O problema é que essa autonomia “de

---

8. Esta seção tem um paralelo com o texto de Pessoa (2005). Agradecemos a ele a gentileza do encaminhamento prévio de uma versão preliminar do parecer técnico que estava elaborando no âmbito do Senado Federal, sobre o tema da autonomia do Bacen.

fato”, exatamente por não ser *de jure*, não garante a vigência do ponto (d), ou seja, ao se aproximar um pleito eleitoral para a escolha do presidente da República, é possível que a política monetária corra o risco de perder eficácia com o passar do tempo, por não se saber se ela terá continuidade após a realização das eleições.

A autonomia do Bacen, porém, deveria ser concedida na forma de um contrato entre a instituição e a sociedade, por meio do qual ela cumpriria um mandato definido pela sociedade. Nas palavras de Alan Blinder, “the bank’s basic goals are chosen by elected politicians, not by unelected technocrats” [Blinder (1998, p. 67)]. Em outras palavras, a idéia é que a sociedade, através do seu poder político, defina as metas principais a serem perseguidas pelo Bacen e este, à luz desse ditame, tome suas decisões com base em critérios estritamente técnicos.

A autonomia do Bacen deveria se manifestar na existência de mandatos fixos, intercalados e independentes dos do presidente da República, tanto para os diretores como para o presidente da instituição. Como forma de permitir a existência de uma “válvula de escape” que torne possível resolver situações de impasse profundo entre o Bacen e o poder político, pode se prever a possibilidade de demissão em caso extremo, condicionada, porém, à aprovação pelo Parlamento. Ou seja, o presidente da República poderia propor ao Congresso a demissão de um presidente ou diretor do Bacen, mas ela só seria efetivada se o Congresso aceitasse o pedido. Essa cláusula, porém, deve ser entendida como uma brecha para dar conta de situações de extrema tensão – que, espera-se, nunca venham a se verificar – e visa ampliar a possibilidade de aprovação da autonomia por parte do Congresso, para que não se diga que haveria um grupo de técnicos virtualmente capazes de decidir os destinos do país acima do poder político. Ante as perturbações que um episódio desse tipo causaria no mercado, porém, é claro que a cláusula teria um papel basicamente dissuasório, que se espera nunca ter de chegar a utilizar.

Ao mesmo tempo, entendemos que, para que se inicie a vigência da autonomia de direito do Bacen é desejável que:

a) a política antiinflacionária esteja operando “em regime”, ou seja, sem necessidade de proceder a desinflações adicionais, com vistas a estabelecer um “contrato” duradouro entre a sociedade e a autoridade monetária, com metas de inflação já estáveis; e

b) o país tenha taxas de juros reais menores que as dos últimos anos, sem o que será difícil aspirar a que a classe política abdique da possibilidade de o Executivo preservar o direito de demitir o presidente do Bacen, caso julgue necessário.

Por isso, neste texto, o que se propõe é que o próximo governo complete a transição rumo a esse regime estável e aprove a autonomia da instituição, mas que ela comece a vigorar só em 2011, no governo seguinte, e com uma experiência inicial de um mandato-tampão de dois anos. Só a partir de então, em 2013, seriam estabelecidos mandatos intercalados entre os presidentes da República e do Bacen.

Inicialmente, o primeiro mandato independente do presidente do Bacen iria de janeiro de 2011 a janeiro de 2013, de tal forma que até dezembro de 2010 (e a intervalos regulares de quatro anos depois do primeiro mandato de dois anos) o Congresso Nacional examine a indicação feita pelo Poder Executivo. Isso implicaria

ter mandatos intercalados com o de presidente da República a partir de 2013, ambos por quatro anos, sendo os demais diretores escolhidos mediante um sistema de vencimento também escalonado dos respectivos mandatos. Tanto no caso do presidente da instituição como dos diretores, haveria a possibilidade de recondução, limitada a uma única repetição.

## 4.2 FUNÇÃO DE PREFERÊNCIA DA SOCIEDADE IMPOSTA AO BACEN

Um ponto essencial que deve ser estabelecido no mandato a ser atribuído ao Bacen é que peso relativo deve ser dado à estabilidade de preços *vis-à-vis* outras prioridades eventuais que a sociedade possa almejar e que eventualmente podem entrar em choque entre si. Tipicamente, conforme já foi mencionado anteriormente, aqui o *trade-off* é entre o modelo do FED em que se prevê um certo equilíbrio entre os objetivos de alcançar a estabilidade de preços e os de maximizar o emprego; e o modelo do antigo Bundesbank, transposto depois ao BCE, em que o único objetivo da autoridade monetária é o combate à inflação.

Este ponto é importante, porque muitas vezes critica-se o Bacen – não só no Brasil, como em diversos países – por, supostamente, ser “excessivamente rígido” no combate à inflação, quando, a rigor, o que ele persegue é um mandato definido por terceiros. Nesse sentido, a definição de que objetivos deve perseguir estabelecerá o peso relativo que o Bacen deverá dar em suas definições ao combate à inflação. Por exemplo, se a economia está em recessão, mas o único objetivo atribuído ao Bacen é o combate à inflação, então ele não terá razões para ser mais flexível na sua política. Mas, se entre os seus objetivos se encontra o de combater situações de aumento do desemprego, ele pode aceitar um aumento dos preços maior do que o inicialmente contemplado se isso for visto como benéfico para perseguir outros objetivos julgados relevantes.

Nossa sugestão é que o mandato a ser conferido ao Bacen seja relativamente amplo, definindo que a instituição deve perseguir a estabilidade de preços entendida como a obtenção de um patamar de inflação baixa e estável; bem como a criação de condições favoráveis ao crescimento econômico, à redução do desemprego e à minimização da volatilidade do produto. Isso daria à instituição uma certa flexibilidade para acomodar algumas tensões, eventualmente praticando uma política monetária diferente da que vigoraria caso o seu único objetivo fosse a estabilidade de preços. Em última instância, o que se deseja é não ter uma variabilidade significativa da taxa de inflação, nem do crescimento do produto e do desemprego. O peso relativo conferido a cada objetivo iria variar dependendo da composição do *board* da instituição, como ocorre em vários bancos centrais do mundo, o que responderia também às características dos governos.<sup>9</sup> A longo prazo, o que se deseja é consolidar uma situação em que, de um modo geral, a economia opere com uma taxa de inflação próxima à internacional, de modo a criar um ambiente de estabilidade que estimule os investimentos e o crescimento, entendendo-se não haver

---

9. Na terminologia convencional, é comum se falar de um *board* onde convivem “pombos” (relativamente flexíveis) e “falcões” (ortodoxos).

incompatibilidade de longo prazo entre os objetivos de inflação baixa e crescimento a taxas satisfatórias.

### 4.3 META DE INFLAÇÃO DE LONGO PRAZO

Na segunda metade da década de 1970, a taxa média de inflação – média simples entre os países – das quatro economias, de certa forma na época, mais atrasadas do bloco de 15 países do que depois veio a ser a União Européia (UE) – Itália, Portugal, Espanha e Grécia – foi de 18,3% (IPC). Vinte anos depois, no conjunto do quinquênio 1996-2000, a mesma média foi de 3,1%. Hoje, em meados da primeira década do século XXI, os quatro países formam parte da zona do euro, onde vigora o critério do BCE de perseguir uma meta de inflação de no máximo 2%. Esse processo de convergência com a inflação internacional, porém, demorou quase 30 anos e não foi isento de alguns recuos.<sup>10</sup>

Paralelamente, a noção do que sejam “preços estáveis”, entendidos como “inflação baixa”, foi mudando com o tempo nos próprios países mais avançados. Nos Estados Unidos, por exemplo, no começo da era Greenspan, na média de 1986-1990 a inflação anual ao consumidor foi de 4,0% – taxa que hoje seria considerada elevada – enquanto na média anual de 1996-2000 já tinha caído para 2,5%.

Adicionalmente, é difícil isolar completamente um país do contexto regional no qual se encontra. É evidente que a taxa de inflação “normal” da Grécia – que muitos julgavam tradicionalmente ser o país mais “latino-americano” da Europa Ocidental, em matéria econômica – é afetada hoje pelo fato de pertencer à UE. Analogamente, o Chile tem uma meta de inflação entre 2% e 4% a.a. que talvez pudesse ser mais ambiciosa – isto é, menor – se o país estivesse em outra região do mundo. Por outro lado, também as regiões mudam com o tempo: o Sudeste asiático era uma área miserável no imediato pós-guerra e hoje é sinônimo de crescimento, estabilidade e dinamismo econômico.

Por essas razões, não é conveniente cristalizar de forma excessivamente rígida a meta de inflação de um país em um arcabouço legal. Como, entretanto, é importante contar com uma sinalização que opere como parâmetro de referência para a atuação das autoridades, um meio-termo salomônico seria estabelecer um objetivo de longo prazo, deixando às autoridades certa liberdade na definição do dia-a-dia da implementação das políticas, conforme será exposto no restante do trabalho.

Para julgar o que poderia ser uma meta adequada para o longo prazo, é útil observar novamente as Tabelas 1 e 2, agora juntamente com a Tabela 3:

- a Tabela 1 indica que a variação média do IPC dos 16 países emergentes considerados na tabela, foi de 3,5% a.a. nos últimos dois anos;

---

10. Entre 1976-1980 e 1981-1985, a taxa de inflação média por período chegou inclusive a aumentar, tanto na Grécia como em Portugal.

- a Tabela 2 mostra que o ponto intermediário entre o piso e o teto da “banda” de tolerância para a inflação dos 12 países emergentes com *inflation target* considerados na tabela é também da ordem de 3,5%;<sup>11</sup> e

- a Tabela 3 apresenta as taxas médias de inflação para períodos de cinco anos no Chile e no México, dois países cujas gestões macroeconômicas têm merecido diversos elogios nos últimos dez anos, no ambiente internacional. Observa-se que a taxa média de inflação no Chile nos últimos cinco anos foi inferior a 3% a.a., embora há alguns anos fosse maior do que esse nível, enquanto no México, ainda sob a influência defasada dos efeitos da alta inflação observada logo depois da desvalorização de 1994-1995, a inflação média em cinco anos só caiu abaixo de dois dígitos em 2002 e, nos últimos cinco anos, se situou ainda nas proximidades de 5%.

TABELA 3  
CHILE E MÉXICO: INFLAÇÃO – TAXAS MÉDIAS – PERÍODO DE CINCO ANOS – IPC  
[em % a.a.]

Países	1995-1998	1996-2000	1997-2001	1998-2002	1999-2003	2000-2004	2001-2005
Chile	5,5	4,8	4,0	3,4	2,7	2,7	2,5
México	24,5	16,5	11,9	9,9	7,0	5,6	4,4

Fonte: Cepal.

As conclusões gerais, que se podem tirar da observação conjunta desses dados, são as seguintes:

- a inflação brasileira, prevista para 2006, em termos arredondados, em aproximadamente 5%, ainda é elevada para padrões internacionais e é preciso que diminua;

- o *benchmark* mundial é uma taxa de inflação em torno de 2%, considerando que: *a*) a zona do euro tem uma taxa de inflação que, conforme o balizamento do BCE, não deveria ultrapassar 2,0%; *b*) os países com as melhores práticas de *inflation target*, como Nova Zelândia e Inglaterra, têm um alvo de 2,0%; e *c*) em que pese a recente elevação da taxa de inflação cheia, o *core* do IPC nos Estados Unidos continua sendo de aproximadamente 2,0% a.a.;

- de modo geral, mesmo os países emergentes melhor sucedidos têm uma taxa de inflação ligeiramente superior ao *benchmark* dos países industrializados; e

- o padrão de excelência a ser procurado a longo prazo, por exemplo, na próxima década, deve ser uma inflação da ordem de 3,0% a.a., como a que têm atualmente o Chile e a Coréia do Sul, não por acaso, duas estrelas no universo dos países emergentes.

11. Observe-se, porém, que excluindo-se os casos de Colômbia (que há dez anos tinha uma inflação que flertava com o nível de 20%), Filipinas (que se distingue dos casos de sucesso do Sudeste asiático) e Indonésia e Romênia, que iniciaram o *inflation target* há apenas um ano, o ponto intermédio do intervalo da “banda” dos 11 países emergentes restantes da Tabela 2 é de 2,9%.

#### 4.4 DEFINIÇÃO DA META DE INFLAÇÃO POR PARTE DO PODER POLÍTICO

O modo institucional que nos parece mais adequado para formalizar os objetivos da política antiinflacionária seria estabelecer, na lei que definisse a independência do Bacen, que este teria de ser condicionado pelos limites de um sistema de metas de inflação, associado por sua vez a uma hierarquia decisória que se caracterizasse pelos seguintes elementos:

- a) adoção de autonomia operacional para o Bacen;
- b) subordinação do Bacen aos ditames de uma lei que defina a estabilidade de preços como um dos seus objetivos, nos moldes antes explicados; e
- c) adoção de uma institucionalidade apoiada nas boas práticas de diversos países que implementaram regimes de metas de inflação e onde tais metas são dadas em função de uma determinação delegada pelo poder político.

A vantagem mais importante desse arcabouço nos parece que é explicitar de forma inequívoca que o objetivo de atingir uma inflação sistematicamente baixa seria da sociedade como um todo – objetivo expresso através da sua representação política no Congresso Nacional – e não do presidente do Bacen ou do presidente da República. Críticas à condução da política monetária alegando um suposto “conservadorismo excessivo” das suas ações ou a existência de uma “obsessão” com o combate à inflação, cairiam provavelmente em desuso, por inadequação à realidade dos fatos. O Bacen teria então um mandato claro a ser perseguido ao longo do tempo.

Ao mesmo tempo, a política monetária está sujeita a injunções de curto prazo, de modo que é necessário estabelecer um certo equilíbrio entre o caráter de regra das disposições da lei e um espaço mínimo para a vigência de certo grau de discricionariedade, sem o qual a lei pode se tornar uma letra morta.

Nesse sentido, propõe-se que a lei que conceda a autonomia operacional ao Bacen:

- defina o objetivo da estabilidade de preços entendida como uma inflação baixa em termos permanentes, como um dos parâmetros fundamentais para a orientação da autoridade monetária;
- determine que, a partir de então, o Bacen balize as metas de inflação de longo prazo em função de parâmetros aprovados previamente pela Comissão de Assuntos Econômicos (CAE) do Senado, ante proposta do Poder Executivo;
- permita à CAE delegar ao CMN a definição de parâmetros operacionais mais estreitos para a atuação no dia-a-dia das autoridades monetárias.

Concretamente, propõe-se um *ranking* por meio do qual: a) a lei determine que o Bacen deve perseguir a estabilidade de preços; b) a CAE determine um sistema de piso e teto *permanentes* (salvo deliberação em contrário da própria CAE, ante proposta do Poder Executivo) para o intervalo de tolerância da inflação (“banda larga”); e c) o CMN determine um piso e teto com intervalo menor (“banda estreita”) condicionado aos parâmetros impostos pela CAE.

Mais especificamente, propõe-se uma transição suave rumo a um regime similar ao do Chile, com piso de 2% e teto de 4%, entendendo que, mesmo nesse caso paradigmático, houve algumas oscilações da inflação ao longo do tempo (Tabela 4). Essa transição seria marcada pelos seguintes eventos:

- 2006. O CMN, ainda no governo atual, conserva para 2008 a mesma meta de inflação já definida para 2007, de 4,5%, deixando assim para o futuro governo a definição da velocidade de convergência rumo à inflação internacional, mas inicia o processo de redução gradativa do intervalo de tolerância da inflação, hoje largamente superior ao de outros países que adotam *inflation target*;
- 2007. O novo governo acata as decisões para 2007 e 2008 tomadas em junho de 2005 e de 2006, mas anuncia três mudanças operacionais: *a)* ampliação do CMN, com exclusão do presidente do Bacen, para evitar situações de conflito de interesses entre as decisões deste e a obediência por parte do Bacen a uma decisão de um colegiado do qual até agora faz parte. O novo CMN seria composto pelos ministros da Fazenda, de Planejamento, da Casa Civil, da Indústria e Comércio e do Trabalho, com a idéia de que esse conjunto representaria a vontade do governo como um todo e não apenas da equipe econômica; *b)* substituição do *modus operandi* do Copom, para que a partir de janeiro de 2007, as decisões referentes às taxas de juros a cada ano levem em conta o sistema de meta de inflação para o ano seguinte e não mais para o ano corrente, procurando minimizar as flutuações do produto; e *c)* novas reduções do intervalo de tolerância da banda;
- 2007-2010. Adoção de decisões referentes às metas de inflação para 2009 a 2011, gradualmente declinantes, com diminuição em paralelo do intervalo de tolerância;
- 2009. Encaminhamento ao Congresso Nacional da proposta de autonomia do Bacen, para ser votada até 2010 e começar a vigorar em 2011;<sup>12</sup> e
- 2011. Início da vigência da autonomia operacional do Bacen, já sob a vigência da legislação aprovada na gestão de governo 2007-2010.

TABELA 4  
CHILE: INFLAÇÃO – IPC  
[em %]

Ano	Taxa de inflação
1999	2,3
2000	4,5
2001	2,6
2002	2,8
2003	1,1
2004	2,4
2005	3,6

Fonte: Cepal.

12. A racionalidade da proposta ser encaminhada ao Congresso em 2009 e não em 2007 é que ano que vem haverá necessidade de aprovar outras reformas mais urgentes e será politicamente recomendável evitar congestionar a pauta legislativa quando duas ou três propostas de emenda constitucionais cruciais para o futuro do país estiverem sendo votadas pelo Congresso.

Os números apresentados na Tabela 5 obedecem a esse cronograma e são meramente tentativos, à luz do contexto existente no primeiro semestre de 2006, podendo sofrer algumas alterações dependendo do rumo dos acontecimentos nos próximos anos. O elemento do qual o novo governo não deveria abrir mão, dada sua importância para a definição clara da permanência da estabilidade, seria o encaminhamento, ainda na gestão de 2007-2010, para aprovação à CAE, do sistema de piso e teto entre 1% e 5% para o sistema de meta de inflação (“banda larga”) a partir de 2011. A “banda estreita” seria condicionada por ela e iria se aproximando gradativamente de um alvo à Chile, com um *target* com piso de 2% e teto de 4% até meados da próxima década. Portanto, a banda relevante diminuiria de 400 pontos básicos, para 200 pontos básicos.

TABELA 5  
**PROPOSTA DE METAS DE INFLAÇÃO**  
 [em %]

	2007	2008	2009	2010	2011/...
Regime atual (transição) <sup>a</sup>					
CMN (jun)					
Ano definição	2005	2006	2007	2008	
Intervalo: teto - piso	4,00	3,00	2,50	2,00	
Diferença com ponto intermediário (+ -)	2,00	1,50	1,25	1,00	
Meta	4,50	4,50	4,00	3,50	
Piso	2,50	3,00	2,75	2,50	
Teto	6,50	6,00	5,25	4,50	
Regime futuro permanente (banda horizontal)					
CAE					
Intervalo: teto - piso					4,00 <sup>b</sup>
Diferença com ponto intermediário (+ -)					2,00 <sup>b</sup>
Meta					3,00 <sup>b</sup>
Piso					1,00 <sup>b</sup>
Teto					5,00 <sup>b</sup>
CMN ampliado (jun)					
Ano definição					2009/...
Intervalo: teto - piso					2,00 <sup>b</sup>
Diferença com ponto intermediário (+ -)					1,00 <sup>b</sup>
Meta					3,00 <sup>b</sup>
Piso					2,00 <sup>b</sup>
Teto					4,00 <sup>b</sup>

Fonte: Elaboração própria.

<sup>a</sup> A partir da definição da meta para 2009, a ser feita em 2007, CMN ampliado.

<sup>b</sup> Vigência permanente a partir de 2011.

Assim, o ponto intermediário da banda definida pelo CMN cairia de 4,5% em 2008, para 4,0% em 2009; 3,5% em 2010; e 3,0% em 2011. Uma taxa de inflação de 3% parece ainda excessivamente ambiciosa para o Brasil na atualidade, mas não mais o seria 17 anos depois do lançamento do Plano Real. Isso daria ao país mais alguns anos para estar em condições de sustentar de forma duradoura um regime de metas com uma inflação efetivamente baixa, uma vez que se aproveitaria o próximo governo para:

- diminuir a inflação até o ponto em que a banda de tolerância poderia ser horizontal, não sendo mais necessário promover novos passos no caminho da desinflação da economia;
- aprovar as reformas que o país ainda necessita para poder dar por encerrada a crise fiscal dos últimos 20 anos;
- reduzir substancialmente a relação dívida pública/PIB;
- modificar a composição da dívida pública, eliminando os títulos indexados à Selic e promovendo sua substituição integral por títulos prefixados e indexados a índices de preços, o que aumentaria muito o poder da política monetária;
- diminuir gradativamente as taxas de juros reais, o que possivelmente promoveria algum ajustamento parcial da taxa de câmbio real; e
- acumular reservas internacionais, de forma a ter condições de ter um colchão de liquidez externo que permita à economia estar em condições de enfrentar situações adversas sem sofrer grandes flutuações da taxa de câmbio real.<sup>13</sup>

Em tais circunstâncias, o país estaria pronto, na próxima década, mais de dez anos depois de iniciado o regime de *inflation target*, para operar as metas de inflação em condições ideais, com uma “banda” estável, uma vez completada a transição desinflacionária iniciada em 1994 e interrompida temporariamente pelos acontecimentos associados às megadesvalorizações de 1999 e 2002.

O sistema proposto implicaria, pelas atribuições conferidas à CAE, um predomínio claro do poder político como condicionante das decisões técnicas, evitando que as ações do Bacen sejam julgadas como sendo tomadas “acima do poder do presidente da República”.

#### 4.5 MUDANÇA DE COMPOSIÇÃO DO COPOM: DIRETORES REGIONAIS

As reuniões do Copom deveriam ser marcadas por uma diversidade maior. Esta deve se expressar em três modificações: *a)* a presença de pelo menos um diretor regional; *b)* a inclusão de dois diretores externos; e *c)* a ampliação dos debates teóricos no seio do Copom.

---

13. Um objetivo razoável seria, por exemplo, começar a fase “permanente” do regime de metas com banda horizontal dispondo de reservas internacionais da ordem de US\$ 100 bilhões. Diga-se de passagem, representantes influentes do mercado já projetam para o final de 2006 reservas de quase US\$ 70 bilhões. Aquele número corresponderia então a acumular “apenas” mais US\$ 8 bilhões/ano, aproximadamente, nos quatro anos de 2007 a 2010, o que à luz do que ocorreu nos últimos três anos, parece um objetivo perfeitamente factível.

O primeiro ponto seria a mudança da composição do Copom entre os membros da diretoria. O Bacen deveria conceder *status* de diretor a um representante das áreas regionais, a ser indicado pelo presidente da República entre membros do *staff* de uma das sedes regionais do país. Isso daria à decisão acerca da Selic tomada pelo Bacen uma representatividade regional maior, de forma similar ao que ocorre no FED com as decisões do seu Comitê Gestor de Política Monetária (FOMC, na sigla em inglês). A longo prazo, é desejável que haja maior número de diretores regionais, mas, para tanto, é preciso previamente desenvolver capacitação própria, com esforço em pesquisa nas sedes regionais, coisa que atualmente só se dá em maior medida na sede regional de São Paulo. Esse diretor iria à Brasília para a decisão do Copom, mas seu trabalho no dia-a-dia seria desenvolvido na diretoria regional e teria, entre suas funções, a tarefa de auscultar a evolução do nível de atividade e da economia em geral, na sua área de atuação.

Por outro lado, é importante evitar que o número de membros do Copom seja ampliado, para não correr o risco de gerar uma espécie de assembléia. Ao mesmo tempo, entendendo que a natureza das suas funções não está estritamente ligada à decisão acerca da taxa de juros, o presidente do Bacen modificaria a composição do Copom, dando assento ao diretor regional anteriormente citado, mas em compensação retirando o poder de voto – no Copom – dos diretores de fiscalização; liquidação e desestatização; e administração.<sup>14</sup> A incorporação de um novo membro e a saída de outros do Copom seriam compensadas pelo mecanismo a ser descrito na Subseção 4.6, mantendo um colegiado de oito a nove membros – presidente e sete a oito diretores, ficando o eventual voto de minerva, se houver necessidade, para o presidente.<sup>15</sup> Assim, haveria uma composição da Diretoria e uma outra, diferente, do Copom.

#### 4.6 DIRETORES EXTERNOS

A segunda forma de ampliar a diversidade analítica nas discussões acerca da decisão sobre a taxa de juros que ocorrem no Copom, além de incluir um diretor regional, seria incorporar a esse colegiado a figura dos diretores externos, seguindo sugestão de alguns especialistas em questões referentes ao tema da autonomia do Bacen, como, por exemplo, Werlang e Maziero (2004, p.335): “Uma sugestão interessante para a composição do comitê de Política Monetária (Copom) seria a inclusão de membros externos à diretoria (isto é, diretores não executivos do Banco Central), a fim de trazer mais densidade econômica às decisões de política monetária. Estes membros seriam pessoas com conhecimento técnico adequado para auxiliar nas decisões do Copom e não poderiam prestar serviços, de qualquer espécie, que conflitassem com a natureza de sua função pública”.

Tais diretores seriam remunerados pelo Bacen da mesma forma que os seus colegas, mas não exerceriam atribuições no dia-a-dia da instituição. Eles disporiam de um gabinete e de um conjunto mínimo de funcionários à sua disposição e teriam

---

14. Esses diretores conservariam, naturalmente, o seu voto no *board* da instituição e teriam poder de voz – sem voto – no Copom, caso entendam que algum fato ligado a suas respectivas áreas de atuação deva ser levado em conta na decisão do colegiado.

15. Atualmente, o colegiado é composto pelo presidente do Bacen e oito diretores.

como função participar – e votar – das decisões do Copom, a exemplo do que ocorre em alguns dos outros países que adotam o sistema de metas de inflação e nos quais a taxa de juros é decidida por um colegiado que inclui a presença de membros externos. Naturalmente, por terem acesso a informações confidenciais, esses diretores só poderiam exercer atividades remuneradas não ligadas às suas decisões, o que significa que na prática eles se limitariam a dar aulas, consultorias fora do país e/ou escrever artigos acadêmicos e/ou jornalísticos. Além disso, estariam sujeitos às mesmas regras de quarentena que os demais diretores ao se afastarem da função.

A vantagem que a presença desses especialistas traria ao funcionamento da instituição é que enriqueceriam os debates com os pontos de vista de quem está fora da vida cotidiana da instituição, o que ampliaria o foco das discussões no âmbito do Copom. Esses diretores poderiam cumprir um papel similar, em parte, ao que exerce o diretor de estudos especiais da diretoria atual, mas sem necessidade de estar em Brasília todas as semanas. Assim, fariam estudos ligados à temática de política monetária, em combinação com o diretor de política econômica.

Conseqüentemente, o conjunto de membros do Copom com direito a voto seria composto pelas seguintes pessoas, além do presidente do Bacen:

- a) os quatro diretores de política monetária, de assuntos internacionais, de política econômica e de estudos especiais, da mesma forma que atualmente;
- b) um e, futuramente, dois diretores regionais; e
- c) dois diretores externos.

Portanto, conforme foi dito anteriormente, o Copom seria formado por um presidente e sete ou oito diretores, dos quais quatro do *board* regular da instituição. A longo prazo, o número de diretores regionais poderia ser ampliado de um para dois, uma vez que tiver se formado uma nova geração de profissionais especializados nas diretorias regionais.

#### **4.7 A PALAVRA DO MINISTÉRIO DA FAZENDA**

Foi dito anteriormente que parte do *board* do Bacen perderia o direito a voto, mas teria voz nas decisões do Copom, podendo se manifestar em função da possibilidade de que as decisões afetem áreas de sua competência. De forma análoga, o secretário de política econômica ou do Tesouro Nacional – por escolha do ministro – na qualidade de representante do Ministério da Fazenda, teria assento e voz – sem voto – no Copom. Conceder-lhe direito de voto seria contrário ao espírito da autonomia do Bacen. Entretanto, o desenho atual, em que o Copom toma as suas decisões de forma isolada das demais políticas do governo, não é adequado, especialmente levando em consideração o impacto das taxas de juros sobre o custo fiscal da dívida pública.

Portanto, como forma de melhorar a coordenação entre as políticas fiscal e monetária do governo e de abrir espaço para que o colegiado escute e – se julgar pertinente – leve em consideração os argumentos do Ministério da Fazenda, o Copom deveria dar espaço a este, nos moldes propostos. Esse é um desenho institucional intermediário entre um Bacen subordinado ao Ministério da Fazenda e o caso oposto, em que a instituição pode tomar decisões sem, formalmente, se

importar com suas conseqüências sobre outras variáveis. Isso permitiria uma melhor aproximação entre as políticas, dando oportunidade aos membros do Copom de tomar conhecimento dos passos do governo no campo fiscal e ao representante do Ministro da Fazenda de reportar a este as razões que levaram à decisão tomada em cada reunião. A qualidade do conjunto da política econômica, bem como dos debates travados no seio do Copom, seria enriquecida por uma medida desse tipo.

#### 4.8 IMPORTÂNCIA DA DIVERSIDADE TEÓRICA

Um elemento característico da composição do *board* do FED, comum a muitos outros bancos centrais – com as diferenças de nuances associadas às características de cada país – é uma certa heterogeneidade de visões de economia entre as correntes de pensamento econômico. O embate no interior do colegiado entre keynesianos e monetaristas tem sido, historicamente, parte dos debates nessas instituições, embora, muitas vezes, o entendimento comum acerca da conveniência de se manter uma postura institucional coesa tenha favorecido a busca de consensos, em detrimento da exposição pública dos conflitos de opinião. De qualquer forma, não importa se as diferentes visões sejam explicitadas ou não, o fato é que esse tipo de corpos não é inteiramente homogêneo. No caso brasileiro, maior heterogeneidade na sua composição deveria ser, junto com a abertura aos diretores regionais e a existência de diretores externos, a terceira forma de diversificação a ser empreendida no futuro, com vistas a enriquecer os debates no interior do Copom.

Da fase que se poderia denominar “heróica” da estabilização, até recentemente, a uniformidade no pensamento e na ação foi fundamental para conquistar e em seguida consolidar o citado esforço, pois qualquer manifestação de divergência, em momentos de tensão dos mercados, poderia ter tido efeitos potencialmente perversos sobre os mesmos, favorecendo movimentos especulativos. Numa situação normal, como aquela em que agora nos encontramos, com inflação em torno de 5% e em trajetória declinante, essa necessidade premente de evitar qualquer tipo de fissura tende a perder relevância. Ao mesmo tempo, ganha força a necessidade de debater com maior profundidade questões como as nuances acerca de que tipo de regime de metas de inflação se deseja; qual o melhor indicador de inflação a ser acompanhado pelo Bacen; a existência de eventuais *trade-offs* de curto prazo entre nível de atividade e inflação etc. Nesse contexto, a incorporação de visões alternativas pelo Copom pode ser intelectualmente enriquecedora e suscitar um debate de temas que com um corpo mais coeso, talvez não proliferasse.

Conseqüentemente, sugere-se que, caso seja aceita a recomendação de escolha de dois diretores externos sem a presença no dia-a-dia da instituição, pelo menos um deles seja escolhido procurando seguir o critério mencionado, de modo a ampliar o grau de heterogeneidade do colegiado.

#### 4.9 FORTALECIMENTO INSTITUCIONAL DO BACEN: ESTABILIDADE DOS QUADROS TÉCNICOS E MELHORA DO QUADRO DE CARREIRA

Além da autonomia do *board* do Bacen, a construção de reputação de excelência da autoridade monetária requer a estabilidade dos quadros técnicos da instituição e a

melhora do seu quadro de carreira. A estabilidade já existe e é desejável mantê-la para que possa, com o tempo, frutificar em um corpo técnico de primeiro nível e com anos de experiência. Essa segunda condição ainda não é preenchida, pelo simples fato de que a história do regime de metas é ainda curta – ou seja, os dados após a mudança de regime são relativamente escassos, pelo pouco tempo transcorrido desde então – e os técnicos que participam da elaboração dos estudos e relatórios ligados ao regime de metas são relativamente jovens. Em contraste, quando o presidente ou os diretores dos bancos centrais de países como Inglaterra ou Canadá, que também têm metas de inflação, se reúnem com os funcionários encarregados de pesquisar acerca de temas monetários, têm como interlocutores pesquisadores graduados: uma vez que acompanham há muitos anos o tema, já vivenciaram diversas crises e têm grande *expertise* no assunto. No Brasil é só uma questão de tempo para que se chegue a esse patamar, uma vez que os jovens de 30 a 35 anos, ainda relativamente inexperientes, que começaram pioneiramente a pesquisar e a escrever sobre inflação em 1999, terão 40 a 45 anos – e dez anos de experiência direta no assunto até o final desta década.

Nesse ponto, porém, é necessário introduzir o tema da necessidade de melhora do quadro de carreira da instituição. Embora aqueles jovens doutores, treinados em algumas das melhores universidades do país ou do exterior, possam sofrer de problemas salariais similares aos dos seus demais colegas do Bacen, têm um custo de oportunidade maior. Isso porque um funcionário médio de carreira do Bacen, com dez anos de casa, especializado em alguma das diversas áreas de atuação do banco, terá, chegando no meio da carreira do Bacen, uma menor propensão a abandonar a instituição do que um Ph.D. por alguma universidade dos Estados Unidos, por exemplo, com dez anos de dedicação à área de pesquisas do Bacen e vários *working papers* publicados sobre o regime de metas de inflação. Nesse caso, a possibilidade de que o Bacen perca esse pesquisador para algum banco privado – que pague duas ou três vezes mais por um trabalho similar – é significativa.

O Brasil, se quiser ter uma autoridade monetária exemplar, terá portanto de investir na melhoria institucional, na forma de uma mudança do quadro de carreira do Bacen, em moldes inspirados nos bons bancos centrais do mundo, onde os pesquisadores que nele trabalham são remunerados de tal forma a minimizar as chances de que eles venham a trocar a instituição pelo trabalho no setor privado. A esse respeito, é útil citar que isso não é privilégio exclusivo de bancos centrais dos países mais ricos do mundo. Apenas para citar um exemplo, na América Latina, no México, os salários que o governo paga ao recrutar, como técnicos especializados, jovens mexicanos de 25 a 30 anos que acabaram de fazer o doutorado em economia nos Estados Unidos, são competitivos com os salários que eles poderiam receber aplicando para o FMI ou o Banco Mundial.

## 5 CONCLUSÕES

Ao longo dos últimos anos, um número crescente de países adotou políticas antiinflacionárias baseadas em diferentes variedades de adoção de metas de inflação [Stone (2003)]. O Brasil inseriu-se nessa tendência em 1999 e, em que pesem os grandes desvios observados em relação às metas inicialmente traçadas em alguns anos, notadamente em 2002 e 2003 [Goldfajn, Fraga e Minella (2003)] de um modo geral

a iniciativa pode ser considerada relativamente bem-sucedida, seja porque ela permitiu enfrentar situações adversas – como as desvalorizações de 1999 e 2002 – com custos moderados em termos da evolução do produto e da própria inflação – seja porque, levando em conta a meta de 2006 – de 4,5% – a expectativa de mercado – muito próxima disso – sinaliza que a autoridade monetária goza de confiança, uma vez que a inflação esperada não difere substancialmente em relação à meta. Cabe lembrar adicionalmente que a experiência inicial dos *inflation targeters* costuma ser diferente dos casos em que a estabilização já foi consolidada: “non-industrial countries typically have missed their targets about ½ the time” [FMI (2006, p. 19)]. Em outras palavras, mesmo o não cumprimento das metas inicialmente traçadas nos primeiros anos da década atual no Brasil não difere substancialmente da experiência inicial de outros países emergentes, na média.

Não obstante essa conclusão geral acerca dos benefícios do sistema de metas de inflação, há aspectos importantes em que, dentro de um mesmo modelo geral, há questões controversas que podem ser objeto de inovações.<sup>16</sup> Pontos onde não necessariamente existe “uma” única proposta compatível com o sistema de metas incluem, por exemplo, as seguintes questões:

- Qual deve ser a velocidade do processo de desinflação da economia até uma meta considerada “razoável” a longo prazo?
- Qual deveria ser essa meta de longo prazo? 4,5%, como a meta para 2006? 4,0%, como o atual governo tem insinuado que tenderia a fixar como meta daqui a alguns anos? 3,0%, como a do Chile? Ou 2,5%, como a inflação média dos Estados Unidos nos últimos anos?
- Quem deve definir a meta de inflação? O Bacen? O CMN? Ou o Congresso Nacional?
- Com que antecedência deve ser definida a meta de inflação, antes de se chegar a uma meta “horizontal”, ao invés de declinante, como ocorre quando a meta original é maior que a de longo prazo? Etc.

Argumentamos neste artigo que mesmo países com sistemas de metas de inflação inequivocamente bem-sucedidos, como Nova Zelândia e Israel, incorporaram mudanças em detalhes importantes do seu regime de metas, em algum momento do tempo, para se adaptar a particularidades dos respectivos países, sem ferir o espírito inicial que norteou a adoção do sistema de metas. Entre elas se incluem, por exemplo, a ampliação da banda de tolerância; ou a mudança da própria meta central.

Essas questões são importantes no momento em que o Brasil começa a debater a possibilidade de aprovar a autonomia do Bacen. Esta deve ser entendida como uma espécie de “contrato social”, por meio do qual a sociedade delega a um conjunto de técnicos, com treinamento especializado para tal, a tarefa de zelar pela estabilidade monetária, a partir de uma orientação que depende do formato definido em cada

---

16. Para um questionamento acadêmico severo à operacionalização do regime de metas, que sintetiza em boa parte a visão de muitos dos seus críticos, ver Oreiro, Pascualote e Padilha (2005). A avaliação do regime de metas feita por nós neste artigo, embora também voltada para a formulação de propostas, é muito mais benigna que a desses autores e suscita as mudanças defendidas no texto citado.

país, podendo ser, em termos mais gerais, como no caso do modelo institucional prevalente nos Estados Unidos – onde não há um compromisso formal com uma certa taxa de inflação – ou na forma de um compromisso muito claro, como nos casos de autonomia com meta de inflação estrita definida em lei, como, de certa forma, é o modelo do BCE – que deve procurar limitar a inflação a um máximo de 2%.

A proposta defendida neste artigo, que leva em consideração a necessidade de conciliar a existência de um componente baseado em regras de política monetária, com certo grau de flexibilidade relacionado com o fato de sermos ainda uma economia emergente, sujeita a choques adversos, com conseqüências mais intensas que nos países mais avançados, é que o país se encaminhe a um regime duradouro, após uma fase de transição que ainda se estenda durante alguns anos. A transição iria até 2011, contemplando as definições já adotadas para a meta de inflação até a de 2008, a ser estabelecida ainda em 2006. A autonomia operacional do Bacen seria proposta em 2009 e aprovada até 2010, para começar a vigorar a partir de 2011. O primeiro mandato do presidente do Bacen já nesses novos moldes seria de dois anos (2011-2012) de modo que a partir de 2013 o mandato fosse intercalado com o do presidente da República. As primeiras metas para o novo regime valeriam a partir de 2011 e obedeceriam às seguintes regras:

- a inflação deveria ter um piso e um teto permanentes, definidos pela CAE do Senado Federal, na forma de um intervalo indicativo permanente (sem definição de um alvo pontual específico) entre 1% e 5%;

- na ausência de uma nova manifestação do Poder Executivo, proposta à CAE – que teria poderes para isso, se as circunstâncias assim o requererem – o CMN, com algumas modificações em relação à sua composição atual, definiria, dentro do intervalo amplo apontado pela CAE, um intervalo menor, com uma distância de 2% entre o piso e o teto.

A meta de inflação de longo prazo – a partir de 2011, quando se completar a transição rumo a um regime definitivo de metas de inflação – seria representada por um ponto intermediário da ordem de 3,0% entre um piso de 2,0% e um teto de 4,0%, admitindo-se que se possa trabalhar com um ponto intermediário de 3,5% até o final da década atual, ficando a meta de 3,0% como um alvo a ser atingido no governo seguinte. Nesse contexto, o CMN, ainda no governo atual, em junho de 2006, definiria o intervalo com uma diferença de 3,0% entre piso e teto para vigorar em 2008 – meta de 4,5% + ou - 1,50% – “afunilando” esse intervalo em relação ao atualmente vigente. Tal processo teria continuidade no próximo governo, até diminuir o intervalo entre piso e teto para 2,0%. Na prática, respeitado o alvo de 4,5% proposto também para 2008 – que comporta alguma flexibilidade operacional para o próximo governo fazer os ajustes de juros e câmbio dos quais tem se falado com insistência no meio político – a inflação deveria cair em torno de 50 pontos por ano nos três anos seguintes, até convergir com o ponto intermediário entre piso e teto de 3,0% em 2011.

Nesse processo, a credibilidade do regime seria crescentemente reforçada, mediante: *a*) a observação de taxas de inflação que se situem sistematicamente dentro do intervalo inicialmente traçado; e *b*) a vigência de taxas de inflação que, na média,

se situem em torno da meta de inflação, em vez do regime que na prática vigorou entre 2001 e 2005, em que se subentendia que a “banda” na prática adotada ia do centro da banda ao teto, o que tornava o que era formalmente o centro no piso dessa banda implícita.

Muitos críticos do regime de metas apontaram, ao longo dos últimos anos, para as condições desfavoráveis em que o regime de metas foi iniciado, no contexto de uma crise cambial, sem reservas internacionais em quantias expressivas etc. No decorrer do processo de implementação do regime, argumentou-se seguidamente contra a velocidade de convergência rumo à inflação internacional. Essas críticas, em alguns casos, podiam ser válidas nos primeiros anos do regime, mas não mais seriam válidas no contexto que se vislumbra para a segunda metade da década. Uma vez tendo atingido taxas de inflação da ordem de 4% a 5%, com uma taxa de juros real que se espera tenha caído abaixo de 10% no próximo governo e com reservas internacionais que, já no primeiro ano do próximo governo, poderão atingir US\$ 70 a US\$ 80 bilhões, as condições estariam dadas para alcançar o estágio final do amadurecimento do regime de metas, com a adoção de uma banda estável e uma inflação próxima dos níveis internacionais. O governo de 2007-2010 reforçaria então as condições para atingir o estágio final da convergência rumo à inflação internacional no começo do governo seguinte, já no contexto de um Bacen autônomo *de jure* e tendo plena credibilidade.<sup>17</sup> Entre essas condições, estariam a redução da relação dívida pública/PIB; a mudança do perfil da dívida; e a ampliação do volume de reservas internacionais, para minimizar os riscos de um ataque especulativo. Em 2011, portanto 12 anos depois do início do regime de metas, o país estaria maduro para alcançar o ponto ao qual o Chile, por exemplo, chegou há alguns anos, quando definiu a sua banda de tolerância atual, de 2% a 4%.

Aprovada a autonomia do Bacen em lei; reduzindo-se a inflação ano após ano, entre 2003 e 2006, antes da aprovação da nova lei; e mantendo-se a trajetória declinante das metas de inflação e conservando a taxa de variação dos preços dentro dos intervalos previstos na fase de transição de 2007 a 2010, o país estaria dando passos importantes para a obtenção do tão almejado “grau de investimento” daqui a alguns anos, com uma inflação se aproximando dos níveis internacionais e uma autoridade monetária prestes a operar com um mandato claro e formal para ter uma inflação de 3%, com autonomia para tal conferida em lei. O Brasil estaria então em condições favoráveis para ter uma trajetória contínua de redução das taxas de juros reais ao longo dos próximos dois períodos de governo (2007-2010 e 2011-2014).

## REFERÊNCIAS

- ALESINA, A., SUMMERS, L. Central Bank independence and macroeconomic performance: some comparative evidence. *Journal of Money, Credit and Banking*, 25, 1993.
- BLINDER, A. *Central banking in theory and practice*. Cambridge, Massachusetts: The MIT Press, 1998.

---

17. Sobre o tema da credibilidade do Banco Central, ver Blinder (2000).

- . Central bank credibility: why do we care? How do build it? *American Economic Review*, n. 90, 2000.
- CUKIERMAN, A. *Central Bank strategy, credibility, and independence: theory and evidence*. Cambridge, Massachusetts: The MIT Press, 1992.
- FERREIRA, T. P., PETRASSI, M. B. S. *Regime de metas para a inflação: resenha sobre a experiência internacional*. Bacen, Nota Técnica, 30, nov. 2002.
- FMI. *World Economic Outlook*. Sep. 2005.
- . *Inflation targeting and the IMF*. Mar. 2006.
- GOLDFAJN, I., FRAGA, A., MINELLA, A. *Inflation targeting in emerging market economies*. Cambridge, Massachusetts, 2003 (NBER Working Paper, 10.019).
- GREENSPAN, A. *Participação no Simpósio Jackson Hole 2005*. Disponível em: <www.federal-reserve.gov>.
- MISHKIN, F. *International experiences with different monetary policy regimes*. National Bureau of Economic Research-NBER, Mar. 1999 (Working Paper, 7.044).
- OREIRO, J. L. L., PASCUALOTE, B., PADILHA, R. A. *O regime de metas de inflação e a governança da política monetária no Brasil: análise e proposta de mudança*. 2005, mimeo.
- PESSOA, S. *Parecer: Projeto de Lei do Senado número 317 de 2003 que estabelece a autonomia operacional do Banco Central do Brasil*. Assessoria do Senador Tasso Jereissati-PSDB, Brasília, ago. 2005.
- STONE, M. *Inflation targeting lite*. IMF Working Paper, Jan. 2003 (Working Paper, 03/12).
- SVENSSON, L. E. O. Inflation forecast targeting: implemeting and monitoring inflation targets. *European Economic Review*, v. 41, p. 1.111-1.146, 1997.
- WERLANG, S., MAZIERO, P. Política monetária e autonomia do Banco Central. In: GIAMBIAGI, F., REIS, J. G., URANI, A. (orgs.). *Reformas no Brasil: balanço e agenda*. Rio de Janeiro: Nova Fronteira, 2004.

## **EDITORIAL**

### **Coordenação**

Ronald do Amaral Menezes

### **Supervisão**

Marcos Hecksher

### **Revisão**

Alejandro Augusto S. V. A. Poinho

Eliezer Moreira

Elisabete de Carvalho Soares

Lucia Duarte Moreira

Marcio Alves de Albuquerque

Míriam Nunes da Fonseca

### **Editoração**

Carlos Henrique Santos Vianna

Joanna Silvestre Friques de Sousa

Roberto das Chagas Campos

Emilia Teles da Silva (estagiária)

## **COMITÊ EDITORIAL**

### **Secretário-Executivo**

Marco Aurélio Dias Pires

SBS – Quadra 1 – Bloco J – Ed. BNDES,

9<sup>a</sup> andar – sala 908

70076-900 – Brasília – DF

Fone: (61) 3315-5406

Correio eletrônico: madp@ipea.gov.br

### **Brasília**

SBS – Quadra 1 – Bloco J – Ed. BNDES,

9<sup>a</sup> andar – 70076-900 – Brasília – DF

Fone: (61) 3315-5090

Fax: (61) 3315-5314

Correio eletrônico: editbsb@ipea.gov.br

### **Rio de Janeiro**

Av. Nilo Peçanha, 50, 6<sup>a</sup> andar — Grupo 609

20044-900 – Rio de Janeiro – RJ

Fone: (21) 2215-1044 R. 234

Fax (21) 2215-1043 R. 235

Correio eletrônico: editrj@ipea.gov.br

Tiragem: 136 exemplares