

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO
MESTRADO EM DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO**

RAFAEL QUEVEDO DO AMARAL

**A CONDUÇÃO DO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO NO BRASIL: POSSÍVEIS
FONTES DE INEFICÁCIA DA POLÍTICA MONETÁRIA**

Projeto de Pesquisa apresentado
como pré-requisito à elaboração da
dissertação de mestrado, sob
orientação do professor Dr. José Luis
da Costa Oreiro.

Curitiba
Setembro de 2006

ÍNDICE

1. Introdução.....	3
2. Referencial bibliográfico.....	4
2.1 Arcabouço teórico do regime de metas de inflação.....	4
2.2 A experiência internacional com o regime de metas.....	9
2.3 A condução da política monetária brasileira sob o regime de metas.....	14
2.4 O mercado de dívida pública no Brasil.....	17
3. Justificativa e objetivos.....	20
4. Estrutura preliminar sugerida.....	22
5. Plano de trabalho e procedimentos metodológicos.....	22
6. Referências bibliográficas.....	24

1. Introdução

A queda do sistema de Bretton Woods e, posteriormente, a ausência de uma relação estreita entre moeda e renda, dada pela instabilidade da velocidade de circulação da moeda, incitou o desenvolvimento de novas pesquisas acerca de uma nova âncora nominal para os preços. O regime de metas de inflação faz parte deste desenvolvimento teórico e vem sendo adotado desde 1990 por diversos países, tanto desenvolvidos como em desenvolvimento.¹

O desenvolvimento teórico do regime de metas de inflação tem origem na teoria novo-keynesiana, que procurou prover a teoria keynesiana de fundamentos que resgatassem sua respeitabilidade.² Os novos-keynesianos adotam a hipótese das expectativas racionais novo-clássica e atribuem à rigidez de preços e salários a responsabilidade pelas flutuações econômicas. Conforme tal arcabouço teórico, o objetivo único da política monetária deve ser a estabilidade de preços, já que não é possível obter ganhos no *trade-off* entre desemprego e inflação que se estendam para o longo prazo.

Nesse contexto, a política monetária deve ser orientada para a obtenção de credibilidade, evitando problemas de inconsistência dinâmica e, dessa forma, possibilitando a redução da inflação com menores custos em termos de produto. A análise da política monetária brasileira seguida durante o regime de metas permite constatar que a mesma se pautou justamente no objetivo de ganhos de credibilidade perante os agentes econômicos. De fato, esta estratégia parecia necessária em um país com um recente histórico de inflação alta e fracassados planos de estabilização.

No entanto, experiência internacional com o regime de metas de inflação parece evidenciar que o desenho institucional adotado no Brasil foi e permanece sendo rígido. Além disso, fatores como a alta participação dos preços administrados por

¹ Atualmente há 22 países com o regime de metas de inflação. Estes representam 10% dos membros do Fundo Monetário Nacional e mais de 20% do produto mundial mensurado pela paridade do poder de compra. (TRUMAN, 2003, p. 2).

² Para a teoria novo-keynesiana o curto prazo seria caracterizado por uma situação em que a presença de desemprego involuntário torna-se factível pela rigidez de preços e salário. Tal rigidez seria explicada por custos de menu, falhas de coordenação, salário de eficiência, contratos implícitos e *insider-outsider*. Este é o fator central que caracteriza a escola novo-keynesiana.

contrato no índice oficial de inflação (IPCA) e um mercado de dívida pública concentrado em títulos pós-fixados e com baixíssima duração vem se caracterizando como canais de ineficácia da política monetária brasileira.

Desta forma, a manutenção da estabilidade de preços foi obtida em um contexto de baixo crescimento econômico, onde choques externos foram determinantes na condução da política monetária. Sendo assim, a manutenção da credibilidade no regime de metas adotado dependeu em vários períodos do estabelecimento de uma política monetária extremamente rígida, com todos os seus efeitos sobre a dívida pública.

O grande problema encontra-se no fato de a dívida pública estar fortemente concentrada em títulos pós-fixados (LFTs), o que impõe uma dinâmica perversa de ajustamento da política monetária. Como estes títulos têm duração zero³, elevações da taxa SELIC, além de não ocasionarem efeito riqueza, podem gerar um efeito renda propulsor da demanda agregada. Desta forma, o próprio impacto contracionista da elevação dos juros pode depender da sua fixação em níveis muito elevados.

Em suma, a rigidez do desenho institucional do regime de metas no Brasil e a peculiaridade de sua dívida pública, que acaba por concentrar ativos e passivos de bancos, investidores, fundos de investimentos e empresas no curto prazo, tanto dificultam a flexibilização da política monetária, como retira sua eficácia.

2. Referencial bibliográfico

2.1 Arcabouço teórico do regime de metas

Ao longo do século XX, pode-se constatar uma mudança gradual, tanto na prática da política monetária, quanto no arcabouço teórico que se constituía como base para a fundamentação dos diferentes regimes seguidos. Durante essa mudança, a procura por uma âncora para os preços esteve fortemente presente. Isto pode ser constatado tanto durante o padrão-ouro, quanto durante a utilização de controle dos agregados monetários. É importante lembrar que tanto um como outro

³ O conceito de duração pode ser entendido como o impacto de mudanças na taxa de juros sobre o preço dos títulos.

se mostraram ineficazes como âncora, o primeiro por tornar as economias excessivamente vulneráveis a choques externos e o segundo devido à instabilidade da velocidade de circulação da moeda que se evidenciou com o desenvolvimento dos sistemas financeiros a partir dos anos 60.

De fato, a evolução destes regimes (metas para os agregados monetários e para a taxa de câmbio) para a adoção do sistema de metas de inflação ocorreu no escopo tanto dos problemas evidenciados com a utilização dos mesmos quanto do desenvolvimento teórico que avançava em novas direções, quando se fazia necessária a utilização de regimes alternativos de política monetária.

É nesse contexto que, mediante a “falência” da teoria monetarista e a dificuldade da teoria keynesiana tradicional em explicar uma situação de inflação e desemprego concomitantes nos anos 1970, surgem as abordagens novo-clássica e novo-keynesiana como alternativas teóricas.⁴ A partir de então, as discussões a respeito de política monetária direcionam-se em torno do binômio regras versus discricionariedade para uma abordagem micro fundamentada, onde a estabilidade de preços no longo prazo é o objetivo primário a ser perseguido.

Ao fundamentar a existência de rigidez nominal de preços e salários no curto prazo, os novos-keynesianos negam a existência de *trade-off* de longo prazo entre inflação e produto para altos níveis de inflação. Portanto, assumem que a política monetária não deve ser conduzida para a determinação do produto e emprego no longo prazo, em detrimento de altas taxas de inflação.

De fato, autores novos-keynesianos como Akerlof, Dickens e Perry (1996), demonstram que não há uma única taxa natural de desemprego consistente com uma inflação estacionária e que uma taxa moderada de inflação é benéfica para o ajustamento dos preços e salários reais na economia. Dessa forma, no longo prazo, uma taxa moderada de inflação permitiria níveis maiores de emprego e produto e,

⁴ A diferença central entre novos-keynesianos e keynesianos tradicionais – entenda-se a teoria keynesiana consolidada na Curva de Phillips e no instrumental IS-LM – está na neutralidade da moeda. Para os novos-keynesianos a moeda é neutra no longo prazo, sendo os efeitos da política monetária sobre as variáveis reais no curto prazo explicados pela rigidez de preços e salários. Ao contrário da teoria keynesiana tradicional, portanto, o *trade-off* da Curva de Phillips seria limitado ao curto prazo.

portanto, para baixos níveis de inflação continuaria a existir um trade-off de longo prazo entre inflação e desemprego.

Dada esta nova percepção do comportamento econômico, aliado ao consenso de que taxas elevadas de inflação geram custos em termos de bem estar, o enfoque na estabilidade de preços fica justificado como uma forma de condução eficiente da política monetária e, portanto, torna-se o objetivo principal da mesma.

A aceitação de que a inflação gera custos elevados para os agentes é um fator que justifica a negação em utilizar-se de taxas mais elevadas da mesma no curto prazo com o objetivo de influenciar o crescimento e emprego. Além disso, conforme a própria idéia de inconsistência dinâmica, originalmente desenvolvida por Kydland e Prescott (1977), a tendência dos *policy makers* de explorar o *trade-off* de curto prazo e o reconhecimento desse aspecto pelos agentes fará com que o resultado final da política discricionária resulte apenas em maior inflação, sem influência sobre o produto.

Dessa forma, a origem intelectual do regime de metas de inflação compreende três fatores principais: os argumentos quanto aos custos da inflação; a idéia de que uma inflação alta está relacionada com baixo crescimento no longo prazo e não o contrário e; a procura por uma nova âncora para a política monetária, na medida em que as outras se mostraram falhas (TRUMAN, 2003).

Apesar do objetivo principal da autoridade monetária no regime de metas ser a manutenção da estabilidade de preços, dados os fatores recém discutidos, a mesma não funciona como uma regra, onde a meta de inflação advém de uma operação simples e mecânica do Banco Central. Ao contrário, ele requer da autoridade monetária o uso de julgamentos e modelos estruturais, em conjunção com qualquer outra informação relevante para perseguir o objetivo da estabilidade de preços (BERNANKE et al., 1999). Dessa forma, o regime de metas de inflação foge da forma de atuação de uma regra monetária, sendo que a discricionabilidade passa a ser uma questão de grau.

Esse fator está diretamente ligado à credibilidade obtida na condução da política monetária. Na medida em que a política monetária está fortemente

relacionada com a formação de expectativas pelos agentes, seu grau de discricionariedade passa a depender do quanto essas últimas influenciam e são influenciadas pela política monetária.

Além disso, o regime de metas de inflação impõe uma estrutura de atuação e uma disciplina ao Banco Central, em que o mesmo deve ter como objetivo principal a estabilidade de preços. Esse fato, contudo, dependendo do desenho institucional adotado, não elimina a possibilidade de choques de curto prazo serem amortecidos e de a política monetária continuar tendo como objetivo principal a estabilidade de preços. Portanto, ao mesmo tempo em que existem regras – dadas pela forma de atuação e disciplina impostas a autoridade monetária – a discricionariedade continua presente e seu grau será dado pela rigidez do desenho institucional adotado. Sendo assim, um desenho institucional mais flexível, ao ter credibilidade, possibilita que a política monetária seja conduzida com um maior grau de discricionariedade, onde a estabilidade de preços seja objetivada junto a menores flutuações do produto e emprego.

A própria experiência internacional com o regime de metas mostra que seu benefício principal é que ele possibilita que a política monetária seja conduzida de forma a contemplar os efeitos de um choque sobre a economia no curto prazo. Desta forma, um regime de *inflation targeting* possibilita que se misture a disciplina de regras, não perdendo de vista a estabilidade de preços como meta de longo prazo, com a flexibilidade de um regime discricionário.

Portanto, o regime de metas de inflação apresenta três aspectos principais: a) o objetivo da política monetária é a estabilidade de preços; b) tal objetivo é alcançado mediante o princípio da discricionariedade limitada e; c) a política monetária não deve ser usada para influenciar os níveis de emprego e produto de longo prazo, apesar de poder ser usada para amortecer choques inesperados no curto prazo.

É importante observar que a atuação da autoridade monetária ocorre mediante uma política “forward looking”, ou seja, mediante a consideração das expectativas quanto ao comportamento econômico futuro. Sendo assim, o grau ao qual a política

monetária consegue influenciar as expectativas dos agentes determinará a rigidez com que terá de ser conduzida a política monetária.

Desta forma, a idéia de discricionariedade restrita também fica justificada pela noção de que a política monetária não é conduzida com base em uma regra estrita e mecânica, portanto, a credibilidade obtida na condução da mesma determina o grau de rigidez com que a autoridade monetária terá de atuar. Como observa (CORBO, 2005, p. 4), *“Of all monetary schemes, the one based on inflation targeting is the most sensitive to private expectations regarding future inflation, because this is the main anchor of inflation and, together with output gaps, is also the main determinant of medium-term inflation”*.

De fato, a maioria dos desenvolvimentos teóricos recentes sobre o regime de metas de inflação defende que se o cenário econômico esperado for amplamente conhecido pelos agentes e os mesmos saibam qual será a atuação do Banco Central, um certo grau de flexibilidade, com menores custos em termos de produto e emprego, é obtido. Nesse contexto, as expectativas para a inflação funcionam como uma forte âncora para a estabilidade de preços, sendo que o nível de incerteza quanto às mesmas é um fator determinante do grau de flexibilidade com que poderá ser conduzida a política monetária.

A mudança intelectual do Banco Central em tal contexto é usar as informações, as ferramentas de política e especialmente as publicações oficiais para sinalizar as intenções presentes e futuras (WOODFORD, 2005, p. 21-22). *“An emphasis on transparency and a far reaching communication strategy has long been regarded as central features of the IT (inflation targeting) approach”* (PLESSIS, 2006, p. 7).

Neste contexto, beneficiando-se da credibilidade, choques sobre a economia podem ser amortecidos em um período mais prolongado de tempo. Uma forma de seguir tal política seria aumentando o horizonte definido para atingir a meta. Portanto, um Banco Central transparente e com uma estratégia de comunicação, ao ter credibilidade, pode beneficiar-se da possibilidade de responder a tais choques com menores custos.

Sendo assim, podem-se identificar mais dois aspectos característicos do regime de metas de inflação, a credibilidade e a transparência na condução da política monetária. Estes dois fatores devem ser obtidos mediante a adoção dos seguintes procedimentos quando da condução do regime: a) anúncio de uma meta numérica para a taxa de inflação, utilizando-se de uma banda de flutuação ou não; b) definição de um intervalo de convergência da inflação à meta; e c) estabelecimento de um canal de comunicação formal com os agentes, avaliando a própria condução do regime.

Não há dúvida, portanto, que os resultados alcançados com o regime de metas de inflação dependem fundamentalmente da credibilidade do Banco Central e esta, por sua vez, depende de um alto grau de transparência na condução da política monetária. Contudo, há uma série de fatores referentes à forma de atuação e implementação do regime de metas que são de extrema importância na obtenção de credibilidade pela autoridade monetária e na determinação da flexibilidade com que poderá ser conduzido o regime de metas.

Entre estes fatores de grande discussão na literatura estão: o horizonte de tempo para a convergência da taxa de inflação à meta; o índice de preços que deve ser escolhido; a amplitude certa para a banda da meta; a definição de um valor único ou de um intervalo para a meta de inflação; o valor para a taxa de inflação de longo-prazo; a permissão de desvios da inflação em relação à meta; e a utilização do núcleo do índice usado ou o seu valor total.

No entanto, da discussão feita até aqui e da breve análise da experiência internacional que segue, pode-se inferir que em um regime de *inflation targeting* a política monetária deve ser conduzida de forma a garantir a estabilidade de preços. Contudo, é imprescindível que seja utilizado um grau de flexibilidade suficiente para acomodar choques inesperados sobre a economia.

2.2 A experiência internacional com metas de inflação

O regime de metas de inflação vem sendo adotado por um número crescente de países. Os casos da Nova Zelândia, Canadá, Austrália e Reino Unido são

ilustrativos de experiências bem sucedidas com o regime de metas em países desenvolvidos. O Chile e o México, por sua vez, são dois exemplos da condução do mesmo regime em países em desenvolvimento.

A Nova Zelândia foi uma espécie de laboratório, pois foi o primeiro país a implementar o regime de metas após a aprovação no parlamento de um ato que estabelecia como prioridade a estabilidade de preços. De acordo com o mesmo ato, o presidente do Banco Central daquele país está sujeito à demissão caso a meta de inflação acordada no *Policy Targets Agreement* (PTA) não seja cumprida.

É importante salientar que os PTAs têm incluso uma lista de choques aos quais o Banco Central pode responder através de cláusulas de escape. *“New Zealand scape clauses are designed to deal with supply shocks only because they are the only shocks that can be readily identified as being exogenous. Aggregate demand shocks may be exogenous, but are just as likely to be induced by monetary policy”* (MISHKIN e SCHMIDT-HEBBEL, 2001, p. 13).

O índice de preços adotado como guia para a meta de inflação na Nova Zelândia sofreu duas modificações ao longo do regime. Até 1997 adotou-se uma série denominada *underlying inflation*, onde se excluía do cálculo do índice o pagamento de juros sobre hipoteca e alterações expressivas nos termos de troca ou impactos de mudanças nas alíquotas dos impostos. De 1997 até 1999, passou-se a desconsiderar somente o pagamento de juros sobre hipoteca e a partir desse último ano o CPI cheio se tornou o índice oficial.

Os fatores já citados são exemplos da flexibilidade do regime na economia da Nova Zelândia. *“In general, New Zealand has opted to build in legal and formal means of introducing flexibility in its monetary framework”* (MISHKIN e POSEN, 1997, p. 32).

O horizonte de tempo para a convergência à meta de inflação na Nova Zelândia também foi estabelecido de forma relativamente flexível. Apesar disto não ter sido verificado no início, quando se estabeleceu um ano para a convergência à meta, houve uma mudança após 1993, sendo definido um horizonte multi-anual e novamente em 1997, quando o horizonte passou a ser indefinido.

No caso do Canadá, a adoção do regime de metas de inflação em 1991 respeitou uma configuração menos formal inicialmente, não sendo o resultado de

nenhum ato institucional como na Nova Zelândia. A formalização do regime ocorreu com o *Bank of Canada* e o governo daquele país anunciando e determinando as metas a serem seguidas. No entanto, de forma semelhante à Nova Zelândia, o Canadá adotou o regime de metas de inflação depois de um processo desinflacionário, em que o nível de preços já se encontrava estável.⁵

A configuração do regime de metas no país é relativamente flexível. Adota-se uma banda para a meta de inflação, com enfoque no seu ponto médio e a utilização do núcleo do CPI⁶, que exclui do seu cálculo alimentos, energia e variações nas taxas indiretas. A razão para isso é que esses componentes são freqüentemente sujeitos a movimentos temporários que, por sua natureza transitória, não devem sofrer resposta da política monetária (MCCALLUM, 1996, p. 5).

A amplitude da meta para a inflação foi inicialmente estabelecida entre 1% e 5%, sendo definido um horizonte de convergência multi-anual. Nesse sentido, existe considerável flexibilidade no regime de metas de inflação seguido pelo Canadá. Conforme Freedman (2000, p. 5), “(...) *as is the case with most countries operating in a floating exchange rate regime, we are prepared to intervene in a discretionary manner on occasions when it is deemed appropriate*”. Portanto, o regime de metas de inflação no Canadá é visto como um meio de auxiliar na diminuição das flutuações cíclicas da atividade econômica. (MISHKIN e POSEN, 1997, p. 48).

No caso do Reino Unido, a adoção do regime de metas de inflação em 1993 ocorreu devido à necessidade de uma âncora para a política monetária após a saída do *European Exchange Rate Mechanism* (ERM).⁷ Nesse país o *Office for National Statistics* tem independência no cálculo do índice de preços, uma variante do IPC que exclui de seu cálculo os juros hipotecários. Também é dada alguma atenção a um índice que exclui os efeitos primários das taxas indiretas.⁸

Em 1996 o horizonte de tempo definido para a convergência da inflação a meta passou a ser indefinido e a meta foi fixada em um ponto igual ao centro da banda antiga (2,5%). A partir de 1998, com o *Bank of England Act*, desvios da meta de 1%

⁵ O mesmo ocorreu com a Austrália, Reino Unido e Chile.

⁶ *Consumer Price Index*

⁷ O *European Exchange Rate Mechanism* (ERM) estabelecia bandas de flutuação para da taxa de câmbio em relação às demais moedas européias. Tal mecanismo foi adotado em 1990 pelo Reino Unido.

⁸ Os dois índices citados são o RPIX e o RPIY.

para mais ou para menos deveriam ser justificados pelo Banco da Inglaterra, que deveria esclarecer os motivos dos desvios e o que estava sendo feito para que a inflação retornasse à meta. (FERREIRA E PETRASSI, 2002).

Dessa forma, o Banco da Inglaterra tem comunicado ao público que uma política *forward-looking* deve administrar riscos, ao invés de tentar exercer um rígido controle sobre os preços. (BERNANKE, 1999 at. al, p. 155). Além disso, é permitido ao tesouro, que tem a prerrogativa de definir a meta, alterar a mesma quando achar conveniente, o índice de preços e até mesmo o próprio regime de metas de inflação, sendo o objetivo central da política econômica obter um nível alto e estável de crescimento e emprego (GIAMBIAGI; MATHIAS e VELHO, 2006).

No que se refere à Austrália, pode-se constatar que o regime de metas de inflação nesse país é o caso mais claro de flexibilidade, não havendo nenhuma preocupação daquele país de tornar a meta de inflação a única guia de política monetária. Da mesma forma, não há um horizonte definido de convergência e nem um compromisso específico com a meta. Sendo assim, o Banco da Austrália não responde a *overshooting* ou *undershooting* da inflação no curto prazo, mostrando que a sua preocupação é focada na inflação de longo prazo.

A Austrália utilizou até 1998 um núcleo do IPC, conhecido como *Treasury Measure of Underlying Inflation*, onde eram excluídos os movimentos dos preços das frutas e vegetais, petróleo, juros sob financiamentos imobiliários e preços dos bens e serviços do setor público. A partir de 1998 começou a ser usado o índice cheio. No entanto, o horizonte de convergência da inflação é definido de acordo com o ciclo de negócios, o que permite que a taxa de inflação convirja gradualmente às metas e que se mantenha a flexibilidade do regime.

Conforme o último presidente do *Reserve Bank of Australia*, a noção da definição de uma meta numérica unicamente, sem maiores atenções à atividade econômica, tem sido substituída pela noção de que o regime de metas é muito mais complicado do que isso, e de que um considerável grau de flexibilidade é condição para o sucesso do regime (GRENVILLE, 2000).

No caso dos países em desenvolvimento, o regime de metas teve início no Chile em 1991. A definição da meta na economia chilena é feita através do índice de preços ao consumidor cheio. Contudo, devido ao alto grau de volatilidade dos preços

dos alimentos e combustíveis, o banco central centra sua atenção em uma variação do IPC, que exclui do cálculo o preço de verduras, frutas e combustíveis.

O Banco Central do Chile também reconhece a existência de um *trade-off* entre a extensão da meta e a variabilidade do produto e emprego, sendo que ele tolera desvios da meta, quando ocorridos devido a choques de oferta que elevem o índice cheio de inflação (CORBO, 2005).

O regime de metas foi implementado em um contexto de utilização de bandas cambiais, que só foram abandonadas e substituídas por um regime de livre flutuação cambial em 1999, eliminando uma possível fonte de conflito entre as duas políticas. Nesse último ano, as metas de inflação foram estabelecidas em uma banda permanente de 2% a 4%, com as decisões de política monetária tendo um horizonte de 12 a 24 meses.

Somente no ano 2000 o país obteve a convergência da taxa de inflação a um nível considerado de estabilidade de longo prazo, o que possibilitou que a meta de inflação para 2001 fosse anunciada com um prazo indefinido. Nesse último ano foi definida uma meta no intervalo de 2% a 4%, com centro em 3% e horizonte de convergência de dois anos.

A forma gradual como ocorreu o processo de implementação do sistema de metas de inflação no Chile fica explícito no fato do país ter estabelecido que o valor de “*steady state*” para a inflação deveria ser alcançado em um horizonte de 11 anos.⁹

Conforme relatório de políticas do Banco Central do Chile de 2005: “*El propósito de mantener una inflación baja y estable, que es la forma en que se interpreta en la práctica el concepto de estabilidad de precios, no es un capricho de la ley, sino que sirve al objetivo más amplio de encaminar a la economía nacional por una ruta de crecimiento sostenido, de pleno empleo y, en general, de progreso y bienestar para la población*” (Políticas del Banco Central, 2005).

No mesmo sentido, Morandé (2000, p. 48) avalia que “*El apego a parámetros estrictos del régimen de metas de inflación no implica una manía antiinflacionaria. En la transición desde una inflación moderada-alta hacia una baja, el gradualismo em la fijación de metas es um aspecto clave*”.

⁹ Entenda-se aqui *steady state* como o valor estacionário de longo prazo, ou seja, a taxa de inflação definida como o valor ótimo para o longo prazo.

No caso Mexicano, a implementação do regime de metas, em 1998, ocorreu após o abandono do sistema de bandas cambiais e a adoção de uma política de flutuação cambial no final de 1994. O regime de metas de inflação no México respeita uma configuração em que as metas são definidas juntamente pelo Governo e pelo Banco Central, sendo o horizonte de convergência de 1998 até 2002 de 1 ano, estabelecido posteriormente como indefinido.

Na medida em que não há cláusulas de escape e o país adota como referência o índice de preços ao consumidor cheio¹⁰, a redução das metas de 13% em 1999 para 3% em 2003 teve de ocorrer mediante a adoção de um horizonte de convergência indefinido.

Em 1999 o Banco Central do México definiu como seu objetivo de médio prazo a convergência da inflação doméstica para a inflação externa até 2003. As metas de inflação determinadas para 2000, 2001 e 2002 foram, respectivamente, uma inflação abaixo de 10%, 6,5% e 3% (com uma banda de +/- 1%). Esta última considerada como uma meta de inflação estacionária, o que se tornou possível devido ao cumprimento das metas estabelecidas desde 1999 (Programas de política monetária do México de 2000 e 2001).

A definição de metas de inflação decrescentes em um curto horizonte de tempo fez com que a política monetária no México fosse conduzida de forma bastante restritiva. Este fator fica evidente, por exemplo, nos anos de 2000 e 2002, quando da deterioração do cenário internacional e do aumento das expectativas de inflação.

Em suma, a experiência dos países analisados, com a exceção do México, demonstra que o regime de metas de inflação não segue um formato completamente rígido, seja nos quatro países desenvolvidos, seja no caso do Chile. Desta forma, tanto a teoria do regime de metas quanto a experiência internacional parecem sustentar que o mesmo deve ser conduzido com considerável flexibilidade, considerando os aspectos particulares de cada economia onde é adotado.

2.3 A condução da política monetária brasileira sob o regime de metas

¹⁰ García (2003) mostra que a inflação subjacente (núcleo da inflação) é um bom indicador do comportamento futuro do índice de preços no México, sendo mínimo o efeito agregado da variação dos preços relativos sobre a inflação subjacente. Esta constatação sugere que a utilização do núcleo de inflação poderia ser uma boa política para o México.

O regime de câmbio flutuante, que passou a vigorar em janeiro de 1999, possibilitou uma queda considerável das taxas de juros. Foi neste patamar de juros reduzidos que o regime de metas de inflação foi adotado em junho do mesmo ano, representando uma mudança na forma de condução da política monetária.

Até a adoção do regime de metas, a política macroeconômica era caracterizada pelo mecanismo de âncora cambial, na qual a taxa de câmbio era usada como instrumento na busca pela estabilidade de preços. Esta nova arquitetura da política monetária foi introduzida com o objetivo de perseguir a estabilidade de preços mediante a utilização explícita de uma Regra de Taylor, o que parece ser uma característica particular do Brasil.

Apesar da queda das taxas de juros, a política monetária esteve, durante todo o período, sujeita aos freqüentes contratempos impostos pelos desequilíbrios externos, tendo de se adaptar a esses com o objetivo de aproximar as taxas de inflação às metas previamente estabelecidas. Quando essas não puderam ser cumpridas, como ocorreu em 2001 e 2002, o Banco Central modificou suas metas a tempo de tentar alcançá-las no próximo ano¹¹.

Analisando a condução da política monetária, desde a introdução do regime, constata-se que tanto a taxa de câmbio como as expectativas quanto à mesma pareceram ser um fator de grande importância na definição da meta SELIC. Em uma economia onde aproximadamente 30% do índice oficial de inflação (IPCA) é composto por preços administrados – que por sua vez estão condicionados pelo câmbio – a excessiva variabilidade cambial é um fator que impede a condução de uma política monetária não contracionista. Também colaboram para isso a fixação de metas muito ambiciosas e a adoção de um curto horizonte de tempo para a convergência da inflação à meta.

A tabela 1 resume as taxas de inflação e as metas para o período analisado, bem como as bandas fixadas como aceitáveis para a taxa de inflação. Observando-se a tabela constata-se que as metas de inflação no Brasil parecem ter sido determinadas de forma muito ambiciosa, dado o histórico de inflação do país e a vulnerabilidade da economia a choques externos.

¹¹ A análise da condução da política monetária, em um contexto de freqüentes choques sobre a economia, será objeto de uma seção da dissertação.

Além disso, a convergência para uma inflação de *steady state* foi objetivada em um espaço curto de tempo. Procurou-se obter em cinco anos o que o Chile, por exemplo, levou nove anos para alcançar, sendo que este país já implementava reformas econômicas indiretamente direcionadas para o controle da inflação desde a segunda metade da década de 1980.

Tabela 1 – Metas para a inflação e IPCA anual

Ano	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Meta	8,00	6,00	4,00	3,50	3,25	3,75	4,50
Banda	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,50	2,50
Meta Revisada	-	-	-	-	4,00	5,50	-
Nova Banda	-	-	-	-	2,50	-	-
IPCA	8,94	5,97	7,67	12,53	9,30	7,60	5,88

FONTE: Banco Central do Brasil

Se as metas de inflação parecem ter sido fixadas de forma muito ambiciosa e rapidamente decrescentes, a composição dos preços na economia brasileira também se mostra um fator inibidor da queda dos juros. Dada a participação dos preços administrados no IPCA total e o fato de que os mesmos são determinados pelo IGP-DI e IGPM, índices que sofrem grande influência da taxa de câmbio¹², é compreensível que o IPCA realizado tenha ficado na maior parte do período – 19 dos 45 meses observados - acima das expectativas de inflação.

Considerando que aproximadamente 30% do IPCA é composto pelos preços administrados, no período 2001-2005 aproximadamente 43% da inflação pode ser explicada pelos mesmos. Considerando o período 1999-2002 verifica-se que a participação dos preços administrados chega à aproximadamente 50% do IPCA. Dessa forma, um conjunto de bens com apenas cerca de 30% de participação no índice foi responsável por quase a metade do mesmo, enquanto os outros cerca de 70% explicaram o restante da inflação.¹³

Nesse contexto, onde as expectativas são frustradas e as metas revistas com frequência, a própria credibilidade do regime de metas fica prejudicada, não restando alternativa a não ser a determinação de “doses” elevadas de juros, que

¹² Araújo e Guillén, por exemplo, mostram que as reações do IGP-M e do IPA-DI são mais rápidas e intensas a choques da taxa de câmbio do que o IPCA.

¹³ Estimativas feitas pelo autor com base na consideração de que a participação dos preços administrados no total do IPCA é de aproximadamente 30%.

demonstrem o objetivo da autoridade monetária de controlar os preços a qualquer custo. Esse fator pode ser um aspecto impeditivo de ganhos de credibilidade com menores custos econômicos. Conforme bem enfatiza Mendonça (2005), “(...) a conquista da estabilidade não se encontra no rigor da meta, mas no cumprimento da meta estabelecida”.

Dessa forma, considerando que os preços administrados se situaram em quase todo o período analisado acima dos preços livres, constata-se que a política monetária esteve extremamente condicionada ao comportamento da taxa de câmbio, respondendo a uma inflação caracteristicamente de custos. Esta participação dos preços administrados no IPCA total e, portanto, da taxa de câmbio na formação do índice de preços, explica em parte o fato das expectativas de inflação terem sido frustradas com freqüência e a dificuldade de se flexibilizar a política monetária.

2.4 O mercado de dívida pública no Brasil

O mercado de títulos públicos no Brasil é caracterizado por um curto prazo de vencimento dos títulos e uma baixa duração dos mesmos.¹⁴ Enquanto o primeiro fator está relacionado a fatores como a recente estabilidade econômica e incertezas com relação ao futuro, o segundo aspecto é determinado pela preponderante participação dos títulos pós- fixados e indexados a taxa SELIC (LFTs) no total da dívida mobiliária interna.

A baixa duração das LFTs, títulos que têm atualmente participação em torno de 50% da DMFi, acaba por gerar um mecanismo perverso na condução da política monetária. Como o preço desses títulos é corrigido diariamente e tem seu valor dado pela razão entre a quantia presente dos fluxos de pagamentos acumulados e a taxa básica de juros (SELIC) e, como os fluxos de pagamentos são dados pela mesma taxa básica, elevações da taxa SELIC não causam impactos sobre o preço das LFTs. Dessa forma, tais títulos têm uma duração próxima de zero. Conforme bem define Franco (2006), “(...) as LFTs são a sistematização de um processo, ou a operacionalização de uma garantia oferecida a um aplicador ou investidor junto ao

¹⁴ O conceito de duração não deve ser comparado ao prazo de vencimento do título, pois enquanto o primeiro refere-se ao impacto de variações da taxa de juros sobre o valor do título, o segundo é a data futura em que poderá ocorrer o resgate do título.

Tesouro Nacional de que possui um título exatamente equivalente a uma aplicação de um dia feita repetidamente”.

Portanto, um importante canal de transmissão da política monetária – o efeito riqueza – deixa de existir, ou pelo menos se torna irrelevante.¹⁵ Além disso, elevações da taxa básica, ao elevarem o fluxo de pagamentos, podem gerar um efeito renda que venha a estimular a demanda agregada.¹⁶ Conforme Barbosa (2005), elevações da taxa SELIC podem gerar um efeito renda (via maiores fluxos de pagamentos de juros para os detentores de títulos da dívida pública) que compense seu efeito contracionista, dado via substituição intertemporal.

O grande problema da existência das LFTs, criadas no final do Plano Cruzado sob a denominação de Letras do Banco Central¹⁷, é que as mesmas são utilizadas como forma de ajustar a liquidez diária do mercado interbancário. Portanto, a perversidade do sistema monetário brasileiro fica explícita no fato das aplicações financeiras de curto prazo serem remuneradas pela mesma taxa que remunera mais de 50% dos títulos da dívida. Dessa forma, conforme Nakano (2005, p. 11), “se o Banco Central “impõe” ao mercado de moeda de curtíssimo prazo a mesma taxa que remunera títulos da dívida pública, é óbvio que todos tenham total preferência por aplicações em juros pós-fixados e de curtíssimo prazo”.

Além disso, a oferta de LFTs pelo governo dificulta a extensão dos prazos das dívidas privadas com custos razoáveis, pois não há títulos privados longos que garantam a preservação do valor da riqueza, caso o governo venha a aumentar muito os juros (CARNEIRO 2006). Nesse sentido, as LFTs fornecem um *hedge* contra choques imprevistos na taxa de juros, imunizando o sistema financeiro, mas transmitindo, em contrapartida, praticamente todo o seu impacto para setores não financeiros, que experimentam os efeitos de juros mais altos sob a forma de diminuição das vendas e queda da atividade econômica (MOURA, 2006).

¹⁵ O efeito riqueza é o impacto que a taxa de juros exerce sobre a demanda de bens e serviços, através da valorização dos ativos. Em outras palavras, mudanças na taxa de juros causam movimentos de preços dos ativos, o que, por sua vez, causa mudança na riqueza dos agentes econômicos e, portanto, sobre sua disponibilidade em gastar em bens e serviços.

¹⁶ Este efeito contraria a teoria econômica tradicional, no sentido que a taxa de juros deixa de ter uma relação negativa com a demanda agregada.

¹⁷ A substituição das Letras do Banco Central pelas Letras Financeiras do Tesouro ocorreu com a mudança constitucional de 1988, em que o Tesouro assumiu a gestão da dívida mobiliária interna em substituição ao Banco Central.

Seguindo esse raciocínio, o Banco Central opera como um competidor, tanto do mercado privado de capitais, como do Tesouro Nacional, impedindo que o último obtenha êxito em uma política de alongamento do prazo de maturidade e mudança do perfil da dívida pública. Nesse contexto, a cultura do DI, onde os passivos e ativos de empresas, investidores e bancos são referenciados na taxa do CDI, faz com que a demanda por títulos pré-fixados seja oriunda majoritariamente de bancos ou fundos de investimento alavancados - fundos multimercados ou *hedge funds* estrangeiros (FERREIRA, ROBOTTON e DUPITA, 2004).¹⁸ Portanto, a demanda pelos títulos pré-fixados passa a ser uma demanda predominantemente especulativa, onde expectativas de novas elevações da taxa de juros básica restringem a continuidade do processo de elevação da duração da dívida.

Como bem observam Figueiredo e Megale (2006), ao medir o prêmio de risco como a diferença entre o swap pré DI de 360 dias e a expectativa para a SELIC doze meses à frente, “parece pouco provável que o investidor se arrisque no pré-fixado para ganhar apenas 2% a mais, quando ele pode ganhar 19,5% seguros no pós-fixado.” A possibilidade de fazer uma aplicação equivalente a um dia, com uma taxa de juros próxima a taxa que seria obtida em uma aplicação de longo prazo, faz com que os agentes não financeiros concentrem suas aplicações nos curtíssimo prazo.

Em suma, a operação do mercado de dívida pública, a grande influência do canal de câmbio e o desenho institucional, discutidos até aqui, são hipóteses da dissertação para a baixa eficácia da política monetária no Brasil, explicitada na dificuldade de reduzir os juros e alongar a dívida pública, mesmo depois de já consolidado o processo de estabilização. A análise discursiva desses fatores e a verificação empírica da importância dos mesmos para a condução da política monetária são os objetos de pesquisa propostos para a dissertação.

¹⁸ Apesar da base das taxas de juros ser a taxa SELIC, o mercado acabou elegendo a taxa do CDI como *benchmark*, pois ela é formada pelo próprio mercado. As taxas SELIC e CDI são, em geral, muito próximas e até iguais quando o mercado não espera nenhum movimento da taxa básica pela autoridade monetária (SECURATO, 2005). Quando o mercado espera um aumento (queda) da taxa SELIC, a taxa CDI tende a ficar maior (menor) que a própria SELIC.

3. Justificativa e objetivos

Este trabalho apóia-se na evidência de que o sucesso da estabilização alcançada na economia brasileira não veio acompanhado da redução da taxa de juros interna a patamares compatíveis com os observados em outras economias. Apesar de ter ocorrido uma significativa queda da taxa SELIC após a flexibilização cambial e a introdução do regime de metas de inflação, o Brasil ainda continua com as maiores taxas de juros do planeta. Sem dúvida, esse fato evidencia a existência de anomalias, referentes tanto ao mercado monetário e a determinação dos preços no país, com em relação ao mercado de dívida pública.

A enorme participação dos preços administrados na formação do índice oficial de inflação (IPCA) - dada pela indexação de contratos de prestação de serviços de extrema importância econômica – torna a taxa de inflação e, portanto, a taxa SELIC, excessivamente dependente da volatilidade cambial. Por outro lado, a existência de um mercado de dívida pública em grande parte comparável a um mercado de moeda de curto prazo – herança do período de hiperinflação – diminui o grau de eficácia da política monetária.

Com base nesses aspectos, o objetivo da pesquisa aqui proposta é discutir a atuação da política monetária brasileira sob o regime de metas de inflação, analisando e estimando os fatores que parecem ser os maiores responsáveis pela dificuldade de trazer a taxa de juros a patamares semelhantes aos observados em outros países com o mesmo regime. Para isso, entender a dinâmica de atuação da autoridade monetária no regime de metas e a importância da condução da dívida pública, bem como sua influência sobre a política monetária, parecem ser dois fatores da maior importância.

Como forma de estruturar a discussão propõe-se a elaboração de três capítulos que se auto complementarão. Em um primeiro momento, parece relevante fazer uma discussão da teoria do regime de metas de inflação e da experiência internacional. Nesse primeiro capítulo o objetivo não será a verificação dos benefícios do regime de metas de inflação ou a comparação do desempenho econômico de países com e

sem metas¹⁹, mas sim a análise dos diferentes desenhos institucionais implementados sob o regime de metas de inflação.

Posteriormente, um segundo capítulo ocupar-se-á de explorar a condução da política monetária brasileira durante o regime de metas, identificando as características de tal regime na economia brasileira e comparando-as com as presentes nas experiências internacionais. Também será objeto desse capítulo uma estimativa econométrica da função de reação do Banco Central do Brasil, procurando identificar a importância dos preços administrados e, portanto, do canal do câmbio, na determinação da taxa de juros.

Por fim, um terceiro capítulo abordará a armadilha existente no mercado de dívida pública brasileiro, identificando a forma como a atual condução desse mercado retira eficácia da política monetária. Nesse mesmo capítulo, procurar-se-á construir e simular um modelo matemático representativo da dinâmica existente na relação entre a política monetária e o mercado de dívida.

A interligação entre os três capítulos parece possibilitar tanto uma análise do atual *modus operandi* da política monetária, quanto indicar as possíveis dificuldades na implementação de um processo de flexibilização gradual da mesma. Pretende-se com isso colaborar na identificação dos fatores responsáveis por uma possível anomalia na condução da política monetária brasileira.

¹⁹ Este é um tema bastante explorado na literatura. Para uma abordagem sobre o assunto ver, por exemplo, Ball e Sheridan (2003) e Truman (2003).

4. Estrutura preliminar sugerida

1. Introdução

2 O regime de metas de inflação: arcabouço teórico e experiência internacional 2.1 O regime de metas de inflação: aspectos teóricos 2.2 A experiência internacional com metas de inflação 2.3 Conclusões

3. O regime de metas de inflação no Brasil 3.1 A condução da política monetária brasileira no período das metas de inflação 3.2 A função de razão do BACEN: uma possível fonte de ineficácia da política monetária 3.3 Conclusões

4 A dívida pública como uma armadilha para a política monetária no Brasil 4.1 Dívida pública e condução da política monetária brasileira 4.2 Um modelo de política monetária com títulos públicos pós-fixados 4.3 Conclusões

5. Considerações Finais

5. Plano de trabalho e procedimentos metodológicos

A estrutura proposta para a dissertação compreende a elaboração de três capítulos complementares entre si. Em um primeiro momento serão apresentadas a teoria do regime de metas de inflação e a experiência internacional com o mesmo. Para uma análise da experiência internacional foram selecionados quatro países desenvolvidos – Nova Zelândia, Canadá, Reino Unido e Austrália - e dois em desenvolvimento, Chile e México. Optou-se por esses países com o intuito de garantir uma análise que abarque uma diversidade considerável no que se refere ao desenho institucional do regime de metas. Nesse primeiro capítulo será dada especial ênfase aos seguintes fatores:

- a) credibilidade versus flexibilidade do regime de metas;
- b) horizonte de convergência estabelecido para a meta;
- c) utilização do núcleo de inflação ou do índice cheio;
- d) importância dada a desvios da meta no curto prazo;
- e) independência de metas e de instrumentos dos Bancos Centrais; e

f) peso dados às seguintes variáveis: nível de emprego e produto

Em um segundo capítulo o objetivo será analisar a condução da política monetária brasileira em um contexto de grande volatilidade cambial, freqüentes choques externos e grande participação dos preços administrados no IPCA. Para isso será feita uma revisão da política monetária seguida desde a implementação do regime de metas, em junho de 1999, até março de 2006. Tal revisão terá como base os boletins de conjuntura do IPEA, os relatórios de inflação do Banco Central e as atas das reuniões do COPOM. Paralelamente far-se-á uma análise econométrica da função de reação do Banco Central do Brasil, identificando a importância dos preços livres e administrados na determinação da taxa de juros e, portanto, mensurando a importância do canal de câmbio na determinação da política monetária. Tal estimativa possibilitará identificar a importância do componente de custos na inflação brasileira e, portanto, o mecanismo de resposta da política monetária à inflação.

As estimativas serão feitas a partir de um modelo de Vetores Auto Regressivos (VAR)²⁰, a partir do qual procurar-se-á identificar as seguintes relações:

- a) causalidade entre as variáveis;
- b) existência de uma relação de longo prazo entre as mesmas;
- c) grau de endogeneidade das variáveis dentro do modelo; e
- d) decomposição da variância das variáveis

No último capítulo abordar-se-á a peculiaridade do mercado de dívida pública brasileiro e a forma como a característica perversa do mesmo influencia na política monetária. Mais especificamente, será feita uma discussão a respeito da utilização massiva de títulos pós-fixados (LFTs) como um substituto do mercado de moeda de curto prazo, analisando a possível fonte de ineficácia que esse fator causa para a política monetária. Ainda nesse capítulo, procurar-se-á elaborar e simular um modelo matemático – utilizando o *software Mapple* - representativo do impacto que a grande participação das LFTs na dívida pública causa sobre a eficácia da política monetária.

Nas considerações finais, referentes ao trabalho como um todo, será feita uma análise dos resultados e conclusões obtidas ao longo dos três capítulos, resumindo as contribuições teóricas e empíricas da dissertação. Neste ponto, procurar-se-á condensar as conclusões relativas ao objeto de pesquisa da dissertação, qual seja,

²⁰ Para as estimativas econométricas será utilizado o software Eviews.

discutir o desenho institucional do regime de metas como um determinante da flexibilidade do mesmo e analisar a participação das LFTs e dos preços administrados como possíveis fontes de ineficácia da política monetária brasileira.

6. Referências bibliográficas

AKERLOF, George A.; DICKENS, WILLIAM T.; PERRY, George L. **The macroeconomics of low inflation**. Brookings Papers on Economic Activity, 1996.

ARAÚJO, Carlos Hamilton Vasconcelos; GIULLIÉN, Osmani Teixeira de Carvalho de. **O mecanismo de transmissão da taxa de câmbio para índices de preços: uma análise VECM para o Brasil**. ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA (ANPEC), XXXIII, Natal, 2005.

ARESTIS, Philip; SAWYER, Malcolm. **Inflation targeting: a critical appraisal**. The Levy Economics Institute of Bard College and University of Leeds. Sept. 2003. Disponível em: <http://levy.org/doc/wrkpap.abstract/388ab.html>. Acesso em: 16 ago. 2003.

BALL, Laurence; SHERIDAN, Niamh. **Does inflation targeting matter?** National Bureau Economic Research, 2003. Disponível em: <http://www.nber.org/books/inflation-targeting>. Acesso em: 29 abr. 2003.

BANCO CENTRAL DE CHILE. **Política monetaria del Banco Central de Chile: objetivos e transmisión**. Banco Central de Chile, 2002.

BARBOSA, Fernando de Holanda. **The Contagion Effect of Public Debt on Monetary Policy: the brazilian experience**". (2005). Disponível em: <http://fgv.br/porta/pesquisa/produção/5727.html>.

BERNANKE, B. S.; et al. **Inflation targeting: Lessons From The International Experience**. Princeton, NJ, Princeton University Press, 1999.

BERNANKE, B; MISHKIN, F. Inflation Targeting: a New Framework for Monetary Policy? **Journal of Economic Perspectives**, V.11, n.2, 1997.

CARNEIRO, Dionísio Dias. Letras Financeiras do Tesouro e normalidade financeira: haverá um "peso problem"? In: BACHA, Edmar Lisboa; OLIVEIRA, Luiz Chrysostomo. **Mercado de capitais e dívida pública**. Rio de Janeiro: Contra Capa, 2006, p. 197-218.

CORBO, Vittorio. **Monetary policy under inflation targeting in Chile and around the world**. Ninth Annual Conference of the Central Bank of Chile, Oct. 2005.

FERREIRA, Carlos Kawall L.; Robotton, Murilo F.; DUPITA, Adriana B. **Política monetária e alongamento da dívida pública**: uma proposta de discussão. Texto para discussão, n. 09/2004, PUC-SP.

FERREIRA, Thaís Porto; PETRASSI, Myrian Beatriz S. **Regime de metas para a inflação**: resenha sobre a experiência internacional. Notas Técnicas do Banco Central do Brasil, nº. 30, novembro de 2002.

FIGUEIREDO, Luiz Fernando; MEGALE, CAIO. O processo de alongamento da dívida pública mobiliária federal. In: BACHA, Edmar Lisboa; OLIVEIRA, Luiz Chrysostomo. **Mercado de capitais e dívida pública**. Rio de Janeiro: Contra Capa, 2006, p. 155-176.

FRANCO, Gustavo H. B. Notas sobre crowding out, juros altos e Letras Financeiras do Tesouro. In: BACHA, Edmar Lisboa; OLIVEIRA, Luiz Chrysostomo. **Mercado de capitais e dívida pública**. Rio de Janeiro: Contra Capa, 2006, p. 273-298.

FREEDMAN, C. **The framework for the conduct of monetary policy in canada**: Some Recent Developments, 2000. Bank of Canada. Notes for Presentation to the Ottawa Economics Association January 25, 2000.

GARCÍA, Alberto T. **Un análisis estadístico de la relación entre la inflación general y la inflación subyacente em México**. Banco de México, Documento de Investigación Económica, 2003-05, Março 2003.

GIAMBIAGI, Fábio; MATHIAS, Alexandre; VELHO, Eduardo. **O aperfeiçoamento do regime de metas de inflação no Brasil**. Texto para discussão IPEA, nº 1183, Maio de 2006.

GRENVILLE, Stephen. **Inflation targeting in the world of volatile capital flows**. Reserve Bank of Australia, Out. 2000.

KYDLAND, F.; PRESCOTT, E. "Rules rather than discretion: the inconsistency of optimal plans". **Journal of Political Economy**, 1977, n. 85, p. 473-490.

McCALLUM, Bennett T. **Inflation targeting in Canada, New Zealand, Sweden, the United Kingdom, and in general**. NBER Working Paper, Cambridge, MA, n.5579, 1996.

MENDONÇA, Helder Ferreira de. **Metas para a inflação e variáveis macroeconômicas**: uma avaliação empírica. ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA (ANPEC), XXXIII, Natal, 2005.

MISHKIN, F.; SCHMIDT-HEBBEL, K. **One decade of inflation targeting in the world**: what do we know and what do we need to know? NBER Working Paper, Cambridge, MA, n.8397, 2001.

MISHKIN, F.; POSEN, A. **Inflation targeting**: lessons from four countries. NBER Working Paper, Cambridge, MA, n.6126, 1997.

MORANDÉ, F. **A decade of inflation targeting in Chile**: developments, lessons, and challenges. Working paper, Santiago do Chile: Banco Central do Chile, n.115, 2002.

MORANDÉ, F. Una década de metas de inflación en Chile: desarrollos, lecciones y desafíos. **Revista Economía Chilena**, vol.4, n.1, abril 2001.

MOURA, Alkimar R. Letras Financeiras do Tesouro: quousque tandem. In: BACHA, Edmar Lisboa; OLIVEIRA, Luiz Chrysostomo. **Mercado de capitais e dívida pública**. Rio de Janeiro: Contra Capa, 2006, p. 245-254.

NAKANO, Yoshiaki. (2005). "O regime monetário, a dívida pública e a alta taxa de juros". **Revista Conjuntura Econômica**, Vol.59, N.11, p. 10-12.

PLESSIS, Stan du. **Inflation targeting**: theory and evidence. University of Stellenbosch, 2006.

RESERVE BANK OF NEW ZELAND. **Policy targets agreement.**, RBNZ, September 2002.

_____. **Policy targets agreement.**, RBNZ, September 1996.

_____. **Policy targets agreement.**, RBNZ, September 1990.

SECURATO, José Roberto. **Cálculo financeiro das tesourarias, bancos e empresas**. 3. ed. São Paulo: Saint Paul, 2005.

SVENSSON, L. **Inflation targeting as a monetary policy rule**. NBER Working Paper, n.6790, Cambridge, MA, November 1998.

TRUMAN, Edwin M. **Inflation targeting in the world economy**. Institute for Internacional Economics, 2003.

WOODFORD, Michael. **Central Bank communication and policy effectiveness**. Columbia University, Ago. 2005.