

UMA PROPOSTA DE APERFEIÇOAMENTO DO SISTEMA DE METAS DE INFLAÇÃO: O USO DO IPCA MÉDIO DE 12 MESES

Fabio Giambiagi*

Eduardo Velho**

Ao longo dos últimos anos, a avaliação dos resultados do sistema de metas de inflação tem sido objeto de controvérsia, com o debate polarizado entre os seus defensores mais convictos [Svensson (1997 e 1999)] e os críticos da existência de metas [Kohn (2003)].¹ Nesta nota, pretendemos apenas fazer uma proposta tópica de aperfeiçoamento do regime, consistente na substituição da taxa de variação janeiro/dezembro do IPCA pela taxa de variação do IPCA médio em 12 meses — doravante, “IPCA médio” — como critério de aferição do desempenho do Banco Central (Bacen). Esta variação do IPCA médio se assemelha à variação do deflator implícito do PIB, que capta a variação dos preços médios de um ano, ao invés da variação “ponta a ponta” entre o começo e o final do ano.

Quando se adota um regime de metas para inflação, é especificado o horizonte de tempo a ser utilizado para avaliar a trajetória da inflação e determinar o cumprimento ou não da meta [Bernanke *et alii* (1999)]. O Brasil utiliza um horizonte de 12 meses, seguindo o calendário gregoriano. Dessa forma, a meta é estabelecida para a inflação acumulada de janeiro a dezembro de cada ano. Pode-se adotar também horizontes de tempo mais rígidos, como, por exemplo, os conhecidos como *rolling window*, que correspondem à variação mensal da inflação acumulada em um determinado número de meses. Também existem economias que adotam o regime de metas de médio prazo, relativamente mais flexíveis que as do calendário gregoriano [Debelle e Stevens (1995)]. É reconhecido que a presença de choques internos e/ou externos pode comprometer a eficácia da política monetária em reduzir a inflação, principalmente no curto prazo. Dadas as defasagens intrínsecas à política monetária, instituir um horizonte de tempo mais longo e flexível para o sistema de metas para inflação seria uma forma de enfrentar choques adversos e, ao mesmo tempo, preservar a credibilidade do regime. Um horizonte mais longo exige uma resposta menos drástica aos choques, já que a inflação pode flutuar por um período maior. Entretanto, deve-se ressaltar que, quanto maior o período da convergência, maior a probabilidade de o Bacen ser percebido como leniente em relação à evolução da inflação. Para não dar margem a essa interpretação, se a mudança sugerida for feita, é necessário que a comunicação institucional sobre os motivos da decisão seja devidamente cuidadosa.

Alguns analistas sugerem a adoção do indicador de *core* (núcleo) para estabelecimento da meta de inflação a ser cumprida pelo Bacen. A principal justificativa para a utilização de uma medida de núcleo baseia-se na volatilidade excessiva do índice cheio. Itens cujos preços são frutos de decisões administrativas do governo (preços administrados) também são excluídos.

* Do BNDES, cedido à Diretoria de Estudos Macroeconômicos do IPEA.

** Consultor do Grupo de Acompanhamento Conjuntural do IPEA.

1. De fato, Kohn (2003) afirma que o sucesso da política monetária nos Estados Unidos é, em grande parte, associado a sua capacidade de adaptar-se às alterações do ambiente econômico, ou seja, possui uma flexibilidade que, provavelmente, é beneficiada pela ausência de meta de inflação.

Entretanto, em um país como o Brasil, onde a confiança da sociedade nas instituições públicas tende a ser menor em relação à de outros países — reforçada pelo histórico de expurgos da inflação e com uma tradição muito recente de estabilização —, a adoção da meta do núcleo pode vir a comprometer, na opinião de diversos analistas, a credibilidade do regime de metas [Schwartzman (2004)]. Iremos argumentar que a maior flexibilização do regime, defendida pelos adeptos do uso do núcleo, pode ser obtida por outros meios, tecnicamente aceitáveis e menos sujeitos ao tipo de críticas que podem ser feitas a seu uso.

Nossa opinião é de que o sistema de metas é um avanço institucional importante, que cumpre um papel-chave de balizador de expectativas e que apresenta um balanço positivo dos seus cinco anos de experiência. Entretanto, ele pode ser objeto de alguns aperfeiçoamentos, como o proposto nesta nota.

A razão principal para a proposta de mudança é que a condução do dia-a-dia da política monetária pode ser afetada negativamente por dois elementos. Em primeiro lugar, a ênfase específica no indicador pontual de inflação em 12 meses, em detrimento do que deveria ser uma visão mais abrangente do processo de queda da inflação. Em segundo, a ênfase no cumprimento estrito da meta do ano, ao invés de uma visão de médio prazo, ligada ao objetivo de reduzir a inflação rumo à convergência com a inflação externa.

Vejam essas questões mais de perto. Nossa visão é que o processo de desinflação — isto é, de redução da inflação — no Brasil deve ser condicionado por dois fatores. Primeiro, o objetivo de longo prazo da política monetária deve ser alcançar uma taxa de variação do IPCA, até o final da década, da ordem de 3% a.a., o que é consistente com mais de uma trajetória da inflação anual. Segundo, a autoridade monetária deve considerar que nesse processo importa mais a tendência do que as variações de curto prazo.

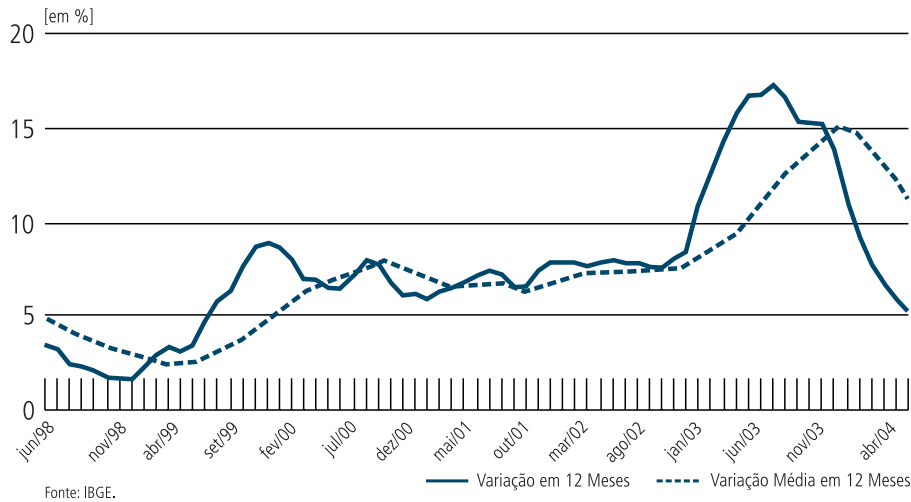
O ponto de vista a ser defendido guarda certa analogia com a distinção entre a inflação no conceito “ponta a ponta” e a inflação da forma que tradicionalmente é medida — a partir de índices médios mensais — para períodos de 30 dias. Utilizando-se um exemplo muito simples, se entre os dias 1 e 25 de um mês o tomate custar R\$ 1,00 e nos cinco últimos dias passar para R\$ 1,20, isso tem pouca importância se no mês seguinte seu preço cair para, por exemplo, R\$ 1,01. É por esse tipo de questões que a inflação de um mês capta a média dos preços ao longo de um conjunto de 30 dias, não devendo ser medida pela variação dos preços entre o começo e o fim desse intervalo de tempo.

Exatamente pelas mesmas razões, a melhor forma de captar a tendência de evolução dos preços é medir como se comportam as taxas de variação dos índices médios, o que também se aplica aos índices anuais. Para realizar esse tipo de conta, por exemplo, se o índice de preços em dezembro de um ano t qualquer for de 100 e um ano depois tiver passado para 106, o índice médio do ano deve, provavelmente, se situar em torno de 103.

O Gráfico 1 e a tabela do Anexo adotam esse procedimento, para construir um índice médio em 12 meses do IPCA, a partir das variações mensais, começando com a variação do índice médio em dezembro de 1998, pouco antes da desvalorização de 1999. Isso requer iniciar a série mensal dois anos antes, para poder comparar índices médios anuais, o que implica ter pelo menos 24 meses. Vemos que, em 1998, a redução da inflação em 12 meses do IPCA, de 5,2% em dezembro de 1997 para 1,7% um ano depois, gerou uma variação do IPCA médio de 12 meses de 3,2% em dezembro de 1998. Esta última variação corresponde à comparação do índice médio janeiro/dezembro de 1998 com o índice análogo de janeiro/dezembro de 1997. No Gráfico 1, adotamos hipóteses realistas, a partir de maio de 2004,

GRÁFICO 1

IPCA Brasil: Inflação Acumulada e Variação do Índice Médio — em 12 Meses



inclusive, gerando taxas de inflação janeiro/dezembro de 6,5% em 2004; 5,6% em 2005; e 5,0% em 2006 (pelo critério de 12 meses).

Da mesma forma que havendo variações ao longo do mês a inflação média tende a ter movimentos mais suaves do que pelo critério “ponta a ponta” de 30 dias, ao longo do tempo a inflação média também tem movimentos menos bruscos que a taxa de variação em 12 meses. Assim, por exemplo, no período contemplado esta última vai de um mínimo de 1,7% em dezembro de 1998 para um máximo local de 8,9% em 1999 (dezembro), ao passo que a inflação média — sempre pelo IPCA — atinge um máximo local menor, de 7,5%, em 2000 (outubro). Na fase de relativa calma dos índices mensais durante 2000 e 2001, ambos os indicadores — acumulado em 12 meses e médio — giram em torno de 6% a 8%, enquanto com a aceleração inflacionária de 2002 e começo de 2003 o indicador acumulado em 12 meses atinge um máximo de variação de 17,2% em maio de 2003, ao passo que o indicador de inflação média atinge o máximo mais tarde e a uma taxa menor — 15,1% em outubro de 2003.

Uma outra forma de aferir a menor volatilidade do indicador de inflação média é calcular o desvio-padrão da inflação média e comparar este com o desvio-padrão da inflação acumulada em 12 meses. Fizemos isso com a série observada desde dezembro de 1998 até abril de 2004 do Anexo e o primeiro indicador revelou um desvio-padrão de 3,45, enquanto no segundo caso ele foi de 3,80. Admitindo que seja desejável que a política monetária seja guiada por um indicador de inflação mais estável e menos sujeito a volatilidade, isso sugeriria a conveniência de optar pelo indicador de inflação média como meta da política antiinflacionária.

Os números mostram claramente que o indicador de inflação média reflete com defasagem as tendências do indicador de inflação acumulada em 12 meses e que oscila com variações inferiores às do acumulado em 12 meses.

Para avaliar os resultados de possíveis impactos da inflação mensal no indicador em 12 meses, fizemos duas simulações (Tabelas 1 e 2). Na primeira, na Tabela 1, supusemos um “plus” de inflação de 0,50% a.m. nos meses de maio e junho de 2004, além das taxas que

TABELA 1

Efeito de Impactos Extras de 0,50% a.m. durante Dois Meses nas Taxas de Inflação em Relação às Hipóteses

[maio/junho 2004]

Ano	Inflação sem Impacto Extra (%)		Inflação com Impacto Extra (%)	
	IPCA 12 Meses	IPCA Médio 12 Meses	IPCA 12 Meses	IPCA Médio 12 Meses
2004	6,5	6,3	7,6	7,0
2005	5,6	5,8	5,6	6,2

Fonte: Ver texto.

aparecem na tabela do Anexo. Adotou-se a hipótese de que os efeitos se dissipam posteriormente, o que, obviamente, não é totalmente realista. A hipótese simplificadora visou apenas mostrar ao leitor os efeitos diferenciados sobre as taxas de inflação em 12 meses e na inflação média. Nesse caso, a inflação janeiro/dezembro em 12 meses de 2004 passa de 6,5% para 7,6%, ao passo que no caso da inflação média em 12 meses — isto é, o resultado da comparação do IPCA médio de janeiro/dezembro com a média do ano anterior —, que, sem o citado choque, seria de 6,3% em 2004 e 5,8% em 2005, há um aumento para 7,0% e 6,2%, respectivamente.

Na Tabela 2, foi suposto um choque similar, também na forma de um “plus” de 0,50% a.m., porém nas taxas de maio e junho de 2005. Assim, a taxa acumulada em 12 meses em 2005 passaria de 5,6% para 6,7%, enquanto a inflação média, que seria de 5,8% em 2005 e de 5,3% em 2006, aumentaria para 6,5% e 5,7%, respectivamente.

TABELA 2

Efeito de Impactos Extras de 0,50% a.m. durante Dois Meses nas Taxas de Inflação em Relação às Hipóteses

[maio/junho 2005]

Ano	Inflação sem Impacto Extra (%)		Inflação com Impacto Extra (%)	
	IPCA 12 Meses	IPCA Médio 12 Meses	IPCA 12 Meses	IPCA Médio 12 Meses
2005	5,6	5,8	6,7	6,5
2006	5,0	5,3	5,0	5,7

Fonte: Ver texto.

A substituição da variação do IPCA em 12 meses pela variação do IPCA médio como critério de desempenho da política monetária daria maior grau de liberdade à política monetária, para evitar ter de reagir de forma desproporcional diante de choques que sejam vistos como temporários e que tendam a se diluir nos indicadores de inflação média ao longo do tempo.²

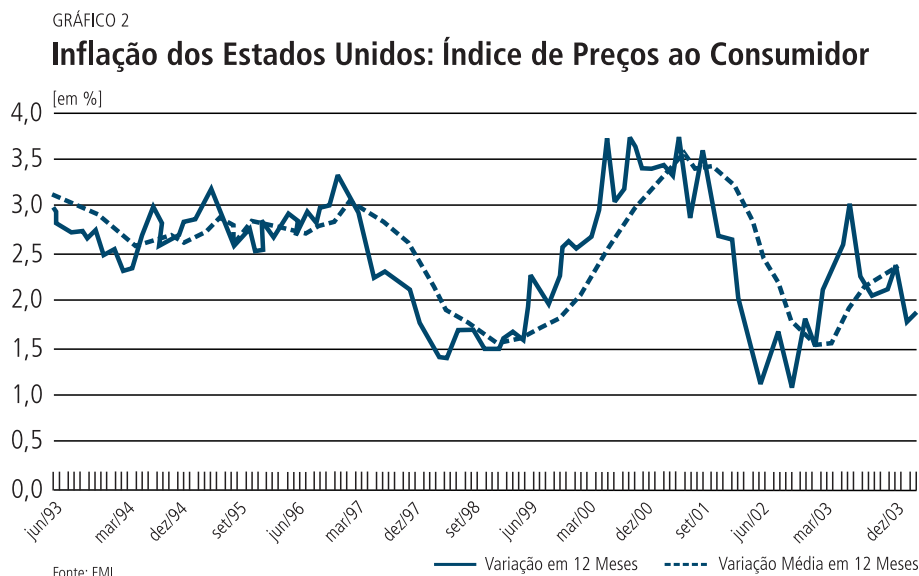
É importante, porém, que a adoção da meta pelo IPCA médio não seja interpretada como relaxamento da política monetária. Ao mesmo tempo, podem ocorrer desvios da inflação que a desloquem de sua trajetória de convergência à meta pelo IPCA médio. Nesse sentido, como forma de conciliar a possibilidade de acomodação a choques com a necessidade

2. Em períodos de transição de inflação elevada para patamares mais baixos, o custo de ajuste da política monetária — em termos de volatilidade do produto — seria inferior no regime de meta de inflação pelo IPCA médio comparativamente à da meta pela variação do IPCA acumulado em 12 meses.

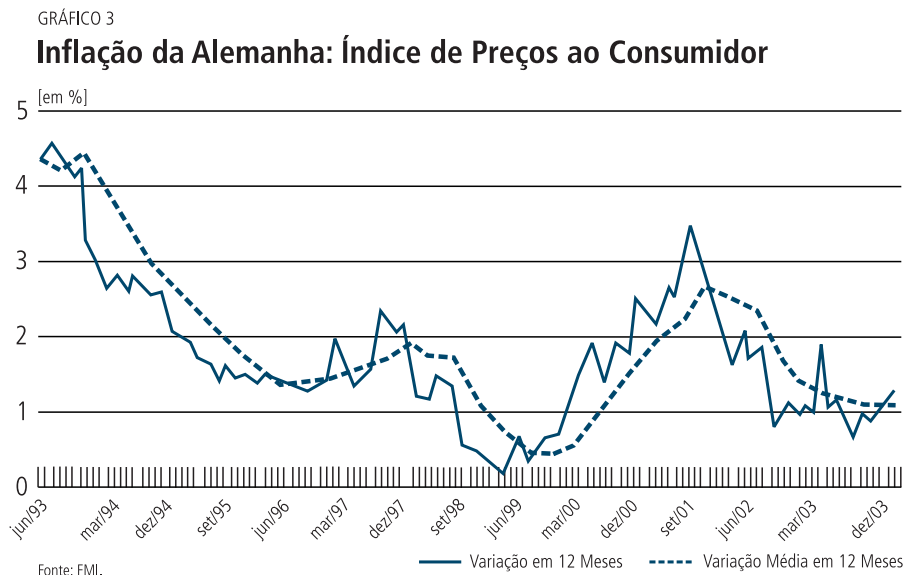
de conservar a credibilidade do regime de metas, sugere-se, compensatoriamente, o recuo do intervalo da banda de inflação em 0,5 p.p., passando de 2,5 p.p. para 2,0 p.p.

Acoplada à redução do intervalo da banda no regime de meta de variação do IPCA médio, pode-se incluir também cláusulas de escape, que permitiriam acomodar choques de oferta sem maiores 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 Checa, a política monetária é calibrada de forma a evitar excessiva instabilidade do produto e da taxa de câmbio [Ferreira e Petrassi (2002)]. O Bacen deve proceder de modo a evitar maiores pressões inflacionárias, sem contudo comprometer em demasia a trajetória da economia, ou seja, minimizando a volatilidade do produto. A República Checa é o país que possui mais possibilidades de utilização de cláusulas de escape. Praticamente todas as situações adversas advindas do lado da oferta podem ser motivos alegáveis para os desvios das metas para inflação preestabelecidas, tais como: *a)* grandes desvios nos preços internacionais: matérias-primas, energia, *commodities*; *b)* grandes desvios da taxa de câmbio, não relacionados à política monetária doméstica; *c)* grandes variações na produção agrícola; *d)* desastres naturais que afetem preços; *e)* variações nos preços regulados que afetem o índice de inflação cheio em determinado percentual; *f)* variações nos impostos indiretos; e *g)* choques de preços associados à adoção dos padrões da União Européia. 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 inflacionária é ascendente. Por isso, não é conveniente adotar muitas dessas cláusulas.

A melhor justificativa para a troca de indicador como “termômetro” de aferição da qualidade das políticas do Bacen é dada pelo que aconteceu com a inflação nos Estados Unidos. É mais ou menos conhecido que o Fed, Banco Central dos Estados Unidos, opera procurando conter a inflação em torno de um intervalo não explicitado, mas que quase todos supõem estar entre 2,0% e 2,5%. Em mais de uma oportunidade, nos últimos anos, a inflação ao consumidor nos Estados Unidos em 12 meses ultrapassou o nível de 3,0% (Gráfico 2). Entretanto, se olharmos os índices médios, nos últimos cinco anos a sua variação média anual foi de 2,4%, e é por isso que a inflação nos Estados Unidos é vista como “bem



comportada” tanto pelo Fed como pelos analistas econômicos. Se houvesse uma meta de inflação em 12 meses, como, por exemplo, 2,0% com tolerância para mais ou para menos de 1,0%, Greenspan teria de se explicar algumas vezes por não honrar a meta em 12 meses! Na Alemanha, entre 1999 e 2003, a inflação ao consumidor em 12 meses ultrapassou a casa de 3% em dois momentos: em maio e em junho de 2001, quando atingiu, respectivamente, taxas de 3,5% e 3,1%. Entretanto, de acordo com a variação média em 12 meses, a inflação naquele período nunca foi superior a 3%, apresentando uma taxa média anual de 1,4% no período (Gráfico 3).



Pode-se alegar que, em geral, os países que adotam metas de inflação têm como base metas janeiro/dezembro, mas é preciso lembrar que quando a inflação é muito pequena, como na maioria desses países, essas flutuações têm pouca importância.

No caso do Brasil, parece-nos importante desviar o foco de atenção da discussão de política monetária, do cumprimento estrito da meta em 12 meses, para a tendência de redução da inflação, o que requer ter como parâmetro de referência uma variável mais abrangente do que a simples inflação acumulada em 12 meses.

Por isso, nossa sugestão é que, em algum momento futuro, o Conselho Monetário Nacional adote, como critério de aferição de inflação, o de variação do índice médio anual, em substituição ao atual critério janeiro/dezembro. Observe-se que, de acordo com esse indicador, a variação média dos preços terá caído de quase 15% em 2003 para aproximadamente 6% em 2004, sendo fundamental que essa trajetória declinante da inflação prossiga nos próximos anos. Trata-se de uma sugestão ligada à noção de que o sistema de metas de inflação deve ser preservado, mas que poderia ser aperfeiçoado e, nesse sentido, é uma proposta conceitual e não “datada”, ou seja, não se refere especificamente a um determinado ano. As autoridades, caso a idéia seja bem aceita, definiriam, então, qual o melhor momento para adotar o novo critério.

A idéia é que a proposta seja consistente com uma trajetória declinante da inflação e com a perseguição de uma meta de variação dos preços da ordem de 3,0% até o final da década, tendo como base reduções modestas, graduais e sucessivas ao longo do restante e da

próxima gestão de governo (2007-2010). Dessa forma, a longo prazo, em razão do intervalo de tolerância anteriormente citado, o país ficaria com uma inflação entre 1% e 5% a.a.

Assim, o país seguiria uma trilha similar à que foi seguida pelas nações do “Club Med” (Itália, Espanha e Portugal), que representavam os países inicialmente mais desajustados, em termos de equilíbrio macroeconômico, no universo de 11 economias da União Européia, que adotaram inicialmente o euro. No conjunto desses três países, a inflação média do período 1986-1990 foi de aproximadamente 8% a.a., taxa essa que caiu para 3% na média de 1996 a 2000, depois de um longo processo. De forma similar, o Brasil chegaria, 15 anos após o Plano Real, a ter níveis de variação de preços próximos à inflação internacional, que poderiam ser mantidos de forma sustentada e duradoura.

Observe-se no Anexo que, pelo critério de médias, as taxas para cada ano seriam de:

- 2004: 6,3%;
- 2005: 5,8%; e
- 2006: 5,3%.

Assim, se a mudança for adotada, a partir de 2005, a meta para a variação do índice médio poderia ser fixada, por exemplo, em 5,5% a 6,0% para 2005 e em 5,0% a 5,5% para 2006, o que seria consistente com a observação de taxas anuais declinantes e com uma inflação “ponta a ponta” da ordem de 5,5% em 2005 e de 5,0% em 2006.

ANEXO IPCA Mensal, 12 Meses e Médio

Período	Varição Mensal (%)	Índice Mensal	Varição 12 Meses (%)	Índice Médio 12 Meses	Varição Índice Médio 12 Meses (%)
1996 Dezembro	0,47	100,00	n.c.	n.c.	n.c.
1997 Janeiro	1,18	101,18	n.c.	n.c.	n.c.
Fevereiro	0,50	101,69	n.c.	n.c.	n.c.
Março	0,51	102,20	n.c.	n.c.	n.c.
Abril	0,88	103,10	n.c.	n.c.	n.c.
Mai	0,41	103,53	n.c.	n.c.	n.c.
Junho	0,54	104,09	n.c.	n.c.	n.c.
Julho	0,22	104,31	n.c.	n.c.	n.c.
Agosto	-0,02	104,29	n.c.	n.c.	n.c.
Setembro	0,06	104,36	n.c.	n.c.	n.c.
Outubro	0,23	104,60	n.c.	n.c.	n.c.
Novembro	0,17	104,77	n.c.	n.c.	n.c.
Dezembro	0,43	105,22	5,22	103,61	n.c.
1998 Janeiro	0,71	105,97	4,74	104,01	n.c.
Fevereiro	0,46	106,46	4,69	104,41	n.c.
Março	0,34	106,82	4,52	104,79	n.c.
Abril	0,24	107,08	3,85	105,13	n.c.
Mai	0,50	107,61	3,95	105,47	n.c.

(continua)

(continuação)

Período	Varição Mensal (%)	Índice Mensal	Varição 12 Meses (%)	Índice Médio 12 Meses	Varição Índice Médio 12 Meses (%)
1998					
Junho	0,02	107,63	3,41	105,76	n.c.
Julho	-0,12	107,51	3,06	106,03	n.c.
Agosto	-0,51	106,96	2,55	106,25	n.c.
Setembro	-0,22	106,72	2,27	106,45	n.c.
Outubro	0,02	106,74	2,05	106,63	n.c.
Novembro	-0,12	106,62	1,76	106,78	n.c.
Dezembro	0,33	106,97	1,66	106,92	3,20
1999					
Janeiro	0,70	107,72	1,65	107,07	2,94
Fevereiro	1,05	108,85	2,24	107,27	2,74
Março	1,10	110,04	3,02	107,54	2,62
Abril	0,56	110,66	3,35	107,84	2,58
Maiο	0,30	110,99	3,14	108,12	2,51
Junho	0,19	111,20	3,32	108,41	2,51
Julho	1,09	112,42	4,57	108,82	2,64
Agosto	0,56	113,04	5,69	109,33	2,90
Setembro	0,31	113,40	6,25	109,89	3,23
Outubro	1,19	114,74	7,50	110,55	3,68
Novembro	0,95	115,83	8,65	111,32	4,25
Dezembro	0,60	116,53	8,94	112,12	4,86
2000					
Janeiro	0,62	117,25	8,85	112,91	5,46
Fevereiro	0,13	117,40	7,86	113,63	5,93
Março	0,22	117,66	6,92	114,26	6,25
Abril	0,42	118,16	6,77	114,89	6,54
Maiο	0,01	118,17	6,47	115,48	6,81
Junho	0,23	118,44	6,51	116,09	7,08
Julho	1,61	120,35	7,06	116,75	7,28
Agosto	1,31	121,92	7,85	117,49	7,46
Setembro	0,23	122,20	7,77	118,22	7,59
Outubro	0,14	122,38	6,65	118,86	7,51
Novembro	0,32	122,77	5,98	119,44	7,29
Dezembro	0,59	123,49	5,97	120,02	7,04
2001					
Janeiro	0,57	124,20	5,92	120,59	6,80
Fevereiro	0,46	124,77	6,27	121,21	6,67
Março	0,38	125,24	6,44	121,84	6,63
Abril	0,58	125,97	6,61	122,49	6,62

(continua)

NOTA TÉCNICA

(continuação)

Período	Varição Mensal (%)	Índice Mensal	Varição 12 Meses (%)	Índice Médio 12 Meses	Varição Índice Médio 12 Meses (%)
2001					
Maio	0,41	126,48	7,04	123,18	6,67
Junho	0,52	127,14	7,35	123,91	6,74
Julho	1,33	128,83	7,05	124,62	6,74
Agosto	0,70	129,73	6,41	125,27	6,62
Setembro	0,28	130,10	6,46	125,92	6,51
Outubro	0,83	131,18	7,19	126,66	6,56
Novembro	0,71	132,11	7,61	127,44	6,70
Dezembro	0,65	132,97	7,67	128,23	6,84
2002					
Janeiro	0,52	133,66	7,62	129,01	6,98
Fevereiro	0,36	134,14	7,51	129,80	7,08
Março	0,60	134,94	7,75	130,60	7,19
Abril	0,80	136,02	7,98	131,44	7,31
Maio	0,21	136,31	7,77	132,26	7,37
Junho	0,42	136,88	7,66	133,07	7,40
Julho	1,19	138,51	7,51	133,88	7,43
Agosto	0,65	139,41	7,46	134,69	7,52
Setembro	0,72	140,42	7,93	135,55	7,64
Outubro	1,31	142,25	8,44	136,47	7,75
Novembro	3,02	146,55	10,93	137,67	8,03
Dezembro	2,10	149,63	12,53	139,06	8,45
2003					
Janeiro	2,25	153,00	14,47	140,67	9,04
Fevereiro	1,57	155,40	15,85	142,44	9,74
Março	1,23	157,31	16,57	144,31	10,49
Abril	0,97	158,83	16,77	146,21	11,23
Maio	0,61	159,80	17,24	148,17	12,03
Junho	-0,15	159,56	16,57	150,06	12,76
Julho	0,20	159,88	15,43	151,84	13,41
Agosto	0,34	160,43	15,07	153,59	14,03
Setembro	0,78	161,68	15,14	155,36	14,62
Outubro	0,29	162,15	13,98	157,02	15,06
Novembro	0,34	162,70	11,02	158,36	15,03
Dezembro	0,52	163,54	9,30	159,52	14,71
2004					
Janeiro	0,76	164,79	7,71	160,51	14,10
Fevereiro	0,61	165,79	6,69	161,37	13,29
Março	0,47	166,57	5,89	162,14	12,36

(continua)

(continuação)

Período	Varição Mensal (%)	Índice Mensal	Varição 12 Meses (%)	Índice Médio 12 Meses	Varição Índice Médio 12 Meses (%)
2004					
Abril	0,37	167,19	5,26	162,84	11,38
Maio	0,55	168,11	5,20	163,53	10,37
Junho	0,55	169,03	5,93	164,32	9,51
Julho	0,60	170,05	6,36	165,17	8,78
Agosto	0,60	171,07	6,63	166,05	8,12
Setembro	0,45	171,84	6,28	166,90	7,43
Outubro	0,45	172,61	6,45	167,77	6,85
Novembro	0,45	173,39	6,57	168,66	6,50
Dezembro	0,45	174,17	6,50	169,55	6,28
2005					
Janeiro	0,45	174,95	6,17	170,40	6,16
Fevereiro	0,45	175,74	6,00	171,22	6,11
Março	0,45	176,53	5,98	172,05	6,11
Abril	0,45	177,32	6,06	172,90	6,18
Maio	0,45	178,12	5,96	173,73	6,24
Junho	0,45	178,92	5,85	174,56	6,23
Julho	0,50	179,82	5,75	175,37	6,18
Agosto	0,50	180,72	5,64	176,18	6,10
Setembro	0,45	181,53	5,64	176,98	6,04
Outubro	0,45	182,35	5,64	177,79	5,97
Novembro	0,45	183,17	5,64	178,61	5,90
Dezembro	0,45	183,99	5,64	179,43	5,83
2006					
Janeiro	0,40	184,73	5,59	180,24	5,78
Fevereiro	0,40	185,47	5,54	181,05	5,74
Março	0,40	186,21	5,48	181,86	5,70
Abril	0,40	186,95	5,43	182,66	5,65
Maio	0,40	187,70	5,38	183,46	5,60
Junho	0,40	188,45	5,33	184,26	5,56
Julho	0,45	189,30	5,27	185,05	5,52
Agosto	0,45	190,15	5,22	185,83	5,48
Setembro	0,40	190,91	5,17	186,61	5,44
Outubro	0,40	191,67	5,12	187,39	5,40
Novembro	0,40	192,44	5,06	188,16	5,35
Dezembro	0,40	193,21	5,01	188,93	5,30

n.c. = não considerado.

BIBLIOGRAFIA

- BERNANKE, B. T. *et alii*. *Inflation targeting: lessons from the international experience*. Princeton, NJ: Princeton University Press, 1999.
- DEBELLE, G., STEVENS, G. Monetary policy goals for inflation in Australia. *Research Discussion Paper*, n. 9.503, Reserve Bank of Australia, 1995.
- FERREIRA, T. P., PETRASSI, M. Regime de metas para a inflação: resenha sobre a experiência internacional. *Working Paper*, n. 30, Banco Central do Brasil, 2002.
- KOHN, D. L. *Comments on Marvin Goodfriend's inflation targeting in the United States?* 2003.
- SCHWARTSMAN, A. Metas para a inflação: imperfeitas para um mundo imperfeito. In: URANI, A., GIAMBIAGI, F., REIS, J. G. *Reformas no Brasil: balanço e agenda*. Nova Fronteira, p. 81-104, 2004.
- SVENSSON, L. Inflation forecast targeting: implementing and monitoring inflation targets. *European Economic Review*, v. 41, 1997.
- . Inflation targeting as a monetary policy rule. *Journal of Monetary Economics*, v. 43, p. 607-654, 1999.

