

REGIME DE META DE INFLAÇÃO EM PERSPECTIVA COMPARADA

1. Introdução

Desde a última década do século passado, o regime de metas de inflação tornou-se a principal estratégia dos bancos centrais na condução da política monetária. Esse regime apóia-se no anúncio prévio de uma meta numérica para a inflação em prazo predeterminado e no compromisso explícito do Banco Central com o cumprimento da meta fixada. Porém, comporta diversos formatos institucionais, com distintos graus de flexibilidade para a ação desses bancos ante as flutuações do crescimento econômico.

O objetivo dessa nota técnica é examinar o regime de metas de inflação em perspectiva comparada. Com esse propósito, após breve apresentação dos fundamentos teóricos na seção 2, são descritas e cotejadas, na seção 3, algumas experiências internacionais de economias avançadas e periféricas no que se refere à configuração institucional do regime de metas de inflação. Na seção 4, o foco recai na análise da experiência brasileira. Na seção 5, à guisa de conclusão, são tecidas algumas considerações sobre os desafios para os bancos centrais que adotam a estratégia de metas de inflação em um contexto de inflação ascendente, com fortes pressões nos preços dos alimentos e nos combustíveis.

2. Fundamentos Teóricos do Regime de Metas de Inflação

Na condução da política monetária, os bancos centrais podem, em termos teóricos, basear-se em discricção ou em regras. No primeiro caso, os bancos centrais utilizam livremente seus instrumentos, considerando a conjuntura econômica e os objetivos de política macroeconômica. No segundo caso, a utilização dos instrumentos está subordinada a uma regra explícita a ser perseguida, sem considerar o ciclo de negócios. A opção pela definição de regras fundamenta-se na crença de que o sistema econômico é auto-regulado, basicamente estável e tende para o equilíbrio.

A defesa de adoção de regras para conduzir a política monetária apóia-se na concepção teórica da neutralidade da moeda – que não afetaria, de forma permanente, variáveis reais como produção e emprego. Para a escola monetarista, a adoção de regras também se justifica pelo fato de o conhecimento teórico e empírico do funcionamento da economia ser imperfeito. Milton Friedman, o maior expoente dessa corrente teórica, defendia a adoção de regras para expandir a oferta monetária (agregados monetários), opção conhecida como regime de metas monetárias.

O regime monetário de metas de inflação apóia-se nos desenvolvimentos teóricos da Escola Novo-clássica, que surgiu na década de 1970 como uma vertente crítica do monetarismo. A teoria novo-clássica funda-se em quatro pilares fundamentais: equilíbrio contínuo de mercado, com salários e preços reais flexíveis; neutralidade da moeda; hipótese de expectativas racionais; e existência de viés inflacionário na política econômica, que gera inconsistência temporal. O primeiro pilar indica que a economia estará sempre em seu nível ótimo de equilíbrio, no qual oferta e demanda se igualam, como resultado dos procedimentos de otimização individual dos agentes (trabalhadores, firmas, consumidores). Em caso de choques exógenos, a economia se auto-ajusta, sem a necessidade de intervenção de políticas. O segundo pilar afirma que a variação na quantidade de moeda não produz nenhum efeito permanente sobre o nível de produção e de emprego nem no curto nem no longo prazo. A elevação na quantidade de moeda ofertada só resultaria em aumento do nível de preços. De acordo com o terceiro pilar, os agentes econômicos racionais maximizam as informações disponíveis para formar suas expectativas sobre o comportamento futuro das variáveis relevantes, agem como se conhecessem o funcionamento da economia e não cometem erros sistemáticos. O desemprego é sempre voluntário e, na ausência de políticas-surpresa, estará no seu nível natural. O quarto pilar preconiza a existência de um viés inflacionário na política macroeconômica associada à existência de ciclos políticos eleitorais. Para atingir resultados de curto prazo que viabilizem sua permanência no poder em sociedades democráticas, os políticos adotam medidas inconsistentes, como a ampliação da oferta de moeda e/ou redução da taxa de juros para reduzir o desemprego.

Com a hipótese de expectativas racionais, a Escola Novo-Clássica diferencia-se da teoria monetarista, que admite a não-neutralidade da moeda no curto prazo, fruto da ilusão monetária dos trabalhadores que, por não perceberem que a política monetária expansionista reduz o salário real, aceitam trabalhar em troca de salário nominal mais alto. O agente com expectativa racional não está sujeito à ilusão monetária, porque sabe, tal como sugere a Teoria Quantitativa da Moeda, que uma maior oferta monetária provocará inflação. Assim, para ter sucesso em suas políticas, o governo teria de surpreender os agentes, com adoção de medidas inesperadas ou não-antecipadas. Porém, esse sucesso é passageiro, pois tão logo os agentes percebem o erro, eles ajustam suas expectativas e a economia real retorna ao equilíbrio, porém com um nível de preços mais alto. De acordo com o modelo teórico da Escola Novo-Clássica, com adoção de política-surpresa, tudo o que o governo consegue na prática é confundir os agentes e provocar distorções no curto prazo, em função dos erros de previsão.

Por essa razão, a Escola Novo-Clássica defende a tese de que o governo não

deve utilizar a política monetária de forma discricionária, mas sim uma política baseada em regras claras e preestabelecidas, com vistas a manter a estabilidade dos preços. De modo a evitar um ambiente de incertezas e desconfianças em relação ao comportamento do governo e a credibilidade da política monetária, o Banco Central deveria ser independente, vis-à-vis o Poder Executivo, para formular e executar a política monetária.

Em desenvolvimentos teóricos posteriores, as regras claras e conhecidas assumiram a forma de uma meta de crescimento máximo da inflação (*inflation target*), à qual todas as demais variáveis macroeconômicas estariam subordinadas. A adoção do mecanismo de meta de inflação reforçaria a independência operacional do Banco Central, ao mesmo tempo em que o compromisso do Banco Central independente com uma meta explícita de inflação máxima serviria de âncora das expectativas dos agentes racionais.

A adesão de economistas novo-keynesianos à hipótese de expectativas racionais levou ao surgimento do chamado "novo consenso" na década de 1990. Tornou-se amplamente aceito, entre os economistas, que a moeda tenha impacto sobre a produção e o emprego no curto prazo, porém mantenha sua neutralidade no longo prazo. De acordo com esse "novo consenso", dada a existência de um viés inflacionário inerente à prática governamental, que se traduz em política inconsistente temporalmente, o regime de meta de inflação afirma-se como a melhor prática de política monetária.

Os elementos fundamentais do regime monetário de metas de inflação seriam: o anúncio prévio de uma meta numérica para inflação em prazo determinado, que serviria de âncora nominal para a coordenação de expectativas; o compromisso institucional com a estabilidade dos preços; a transparência na condução da política monetária, que permitiria monitorar e avaliar o desempenho do Banco Central; e a atribuição de liberdade ao Banco Central para utilizar os instrumentos com vistas à execução das metas.

O anúncio público das metas de inflação e a transparência na condução da política monetária confeririam ainda, como mencionado, maior credibilidade ao Banco Central independente. Além de assegurar maior comprometimento com a manutenção da estabilidade, o regime de metas teria a vantagem de reduzir o viés inflacionário, associado à política econômica (inconsistência temporal ou dinâmica), pois todos os demais objetivos macroeconômicos tornam-se subordinados ao objetivo da política monetária, que é a estabilidade de preços.

Identificado pelo novo consenso como a melhor prática de política monetária, o regime de metas de inflação comporta diferentes configurações institucionais, com distintos graus de flexibilidade para a ação dos bancos centrais ante as flutuações do crescimento econômico, como será visto a seguir.

3. Formatos de Regime de Meta de Inflação

Um número crescente de países – centrais e periféricos – vem adotando o regime de metas de inflação desde o início da década de 1990. A adesão ao regime de metas significa anúncio prévio de uma meta numérica para a inflação em um horizonte temporal predeterminado (em geral, médio prazo) e compromisso explícito do Banco Central com o cumprimento da meta fixada. Por esse motivo, a adoção do regime de metas de inflação traduziu-se na introdução de leis que atribuíram aos bancos centrais responsabilidade exclusiva pela formulação da política monetária com objetivo primordial de garantir a estabilidade dos preços. Em vários casos, a lei orgânica do Banco Central foi, igualmente, alterada para conceder independência ou autonomia em relação ao Executivo.

Dentre os países industrializados, adotaram o regime de metas, na primeira metade da década de 1990, Nova Zelândia, Canadá, Reino Unido, Austrália e Suécia (ver Quadro 1, no Anexo). Já na Suíça, o Banco Central aderiu ao regime de metas de inflação em janeiro de 2000, e em outubro de 2003 teve sua lei orgânica modificada, com a instituição da estabilidade dos preços como seu objetivo primordial e de sua independência vis-à-vis o Executivo e o Legislativo para cumprir esse mandato. A Espanha e a Finlândia aderiram igualmente a esse regime até o momento da integração monetária na União Européia, em 1998, quando transferiram ao Banco Central Europeu (BCE) a responsabilidade pela formulação da política monetária.

Cabe ressaltar que o BCE não adota regime de metas de inflação, embora possua independência legal em relação ao Executivo para formular e executar a política monetária, com o objetivo de assegurar a estabilidade dos preços. Outra importante exceção é o Banco Central americano, Federal Reserve (Fed), que também possui independência legal em relação ao Executivo para formular e executar a política monetária, mas com mandato dual. Além do objetivo de assegurar a estabilidade dos preços, o Fed deve buscar o pleno emprego.

Dentre os países periféricos, Chile e Israel foram os primeiros a adotar o regime de metas de inflação, respectivamente, em 1991 e 1992. Em relação ao Chile, cabe ressaltar que o Banco Central tornou-se legalmente independente do Executivo em 1990, antes mesmo da introdução formal do regime de metas. Na seqüência, foram seguidos por inúmeros outros países, tais como: África do Sul, Brasil, Colômbia, Coreia, Hungria, Indonésia, México, Peru, Polônia, República Checa, Tailândia e Turquia, para mencionar apenas aqueles considerados mercados emergentes.

Em vários países, sobretudo naqueles em desenvolvimento, mas também alguns países industrializados (casos do Reino Unido e Suécia), essa estratégia de

política monetária foi adotada na seqüência de ataques especulativos contra suas moedas, o que os obrigou a adotar o regime de câmbio flutuante.

A análise das experiências dos dezenove países avançados e em desenvolvimento, acima mencionados, mostra que o regime de metas de inflação comporta variadas configurações (Quadro 1 do Anexo). Há diferenças entre os países no que se refere à instância responsável pela definição da meta, ao índice de preço de referência, ao horizonte temporal para o alvo ser alcançado e ao grau de rigidez ou flexibilidade da estrutura institucional.

Na maioria dos países analisados, o regime de metas de inflação foi introduzido com alteração no marco legal, o que confere caráter relativamente permanente ao arcabouço institucional dessa estratégia de política monetária. Há, contudo, duas importantes exceções, a Nova Zelândia e o Canadá. Nesses países, o regime de meta faz parte de um compromisso formal renovável entre o Executivo e o presidente do Banco Central, o que permite a repactuação dos seus parâmetros, como o índice de referência, o formato da meta, o horizonte temporal etc.

Na Nova Zelândia, esse compromisso formal assume a forma de um contrato público, denominado *Policy Targets Agreement (PTA)*, na sigla em inglês). O contrato em vigor foi assinado em 24 de maio de 2007, em substituição ao contrato assinado em 17 de setembro de 2002. Ressalte-se que, no *PTA* de 2002, o piso da meta de inflação foi elevado de 0% para 1%. No caso do Canadá, o atual acordo, negociado em dezembro de 2006, tem validade por cinco anos (até 2011).

Em alguns países, a meta para a inflação é fixada pelo governo (Reino Unido e Turquia). Em outros, pelo governo em conjunto com o Banco Central (Austrália, Canadá, Nova Zelândia, Colômbia) ou com consulta ao Banco Central (Coreia, Indonésia, Israel e Tailândia). Há ainda países onde a responsabilidade pela fixação da meta pertence ao Banco Central (Hungria, Polônia, República Checa, Suécia, Suíça), que, em alguns casos, consulta o governo (Chile e Peru).

No que se refere ao índice de preço de referência, em todos os países o índice escolhido foi o de preços ao consumidor. A única exceção foi o Reino Unido, que até 2003 adotou o índice de preços do varejo (RPI, na sigla em inglês), expurgado dos juros das hipotecas residenciais. Desde então, o índice de preço de referência é o IPC cheio. Atualmente, países como Chile, Colômbia, Israel, México, Nova Zelândia, Peru Polônia e Suécia fixam meta para o índice de preços ao consumidor cheio. Outros, como Austrália, Canadá, Coreia, Hungria, República Checa, Tailândia, adotam meta para a chamada *core inflation*, excluindo do índice os preços mais voláteis, como alimentos, combustíveis, e/ou impostos indiretos e/ou preços administrados. A África do Sul exclui do índice de preço o custo das hipotecas residenciais. Alguns países em desenvolvimento, em particular os latino-

americanos que possuem histórico de inflação mais elevada do que os países em desenvolvimento, evitaram adotar meta para o *core inflation* para não comprometer a credibilidade do regime de metas de inflação.

O formato da meta também varia consideravelmente entre os países. Alguns adotam piso e teto, caso da Austrália, Canadá, Colômbia, Israel, Tailândia e Nova Zelândia. Outros adotam intervalo de tolerância, cuja extensão pode variar de +/-0,5% (Coréia) a +/-2% (Turquia), enquanto no Reino Unido a meta é pontual. No México, nos documentos oficiais, o Banco Central declara perseguir como meta permanente 3% do INPC, mas admite, em função da volatilidade da inflação no curto prazo, um intervalo de flutuação de +/-1%, o qual, entretanto, não é considerado intervalo de tolerância nem de incerteza.

O horizonte temporal para alcançar a meta de inflação definida é um dos principais parâmetros do regime de meta, pois a extensão desse horizonte condiciona a ação da autoridade monetária. Quanto mais curto o horizonte temporal, menor a flexibilidade do regime de metas de inflação para acomodar as flutuações do produto em decorrência de choques. Dentre as experiências analisadas, chama a atenção o fato de que em apenas dois países – Israel e Indonésia – o horizonte temporal é de um ano, como no Brasil. Nos demais, atualmente, o horizonte temporal varia de médio prazo (Austrália, Canadá, Colômbia, Hungria, Nova Zelândia, Peru e Suécia), a prazo indefinido (África do Sul, Chile, México, Reino Unido, Polônia e Tailândia).

Um outro aspecto se destaca no cotejo das opções institucionais do regime de metas de inflação nos países em exame: a existência de cláusula de escape para a autoridade monetária em caso de descumprimento da meta. Embora a divulgação de informação e a prestação de contas das ações e resultados obtidos pelo Banco Central sejam uma característica comum aos diversos formatos do regime de metas, em alguns países há a indicação explícita de circunstâncias e eventos que justificam o descumprimento da meta ou mesmo sua revisão. Esses são os casos da África do Sul, Canadá, Indonésia, Nova Zelândia, Suíça e República Checa. Nos países onde não há cláusula de escape, os bancos centrais devem apresentar, formalmente, explicações ao governo e anunciar as medidas que serão adotadas para trazer a inflação para o nível definido pela meta.

Tendo como referência essas distintas experiências nacionais, analisa-se a seguir a configuração institucional do regime de metas no Brasil.

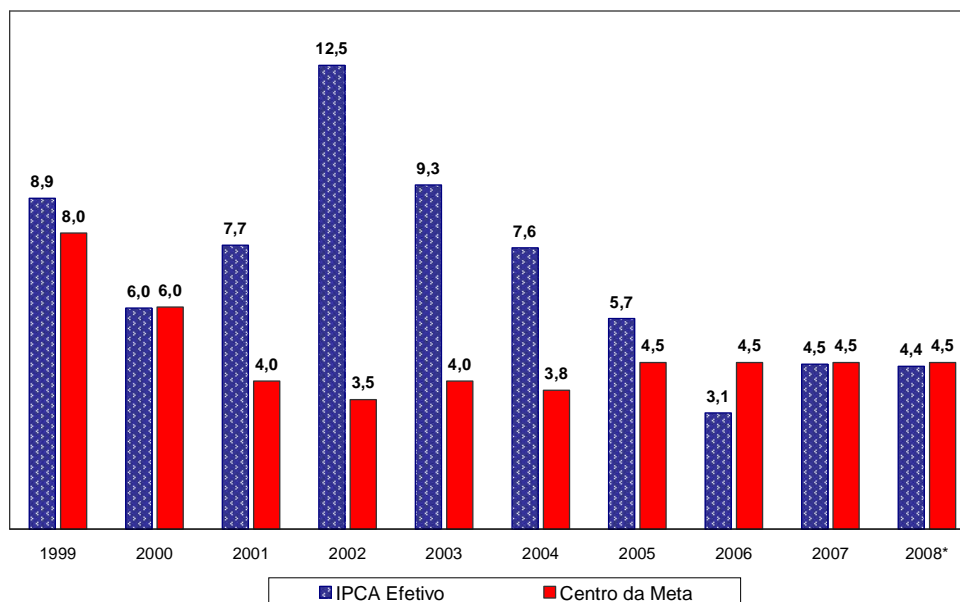
4. Regime de Metas no Brasil

No Brasil, a base legal para introdução do regime de metas de inflação foi dada pelo Decreto n. 3.088, de 21 de junho de 1999, e pela Resolução n. 2.614, de 30 de junho de 1999, do Conselho Monetário Nacional (CMN). O Decreto atribuiu ao Banco Central do Brasil (BCB) a responsabilidade pela política monetária, enquanto a Resolução do CMN – do qual participa o presidente do BCB – definiu as metas para o crescimento máximo para a inflação e estabeleceu o Índice de Preço ao Consumidor Ampliado (IPCA) cheio como o indicador do comportamento da inflação. Na composição desse índice, os preços administrados, fixados pelo governo ou por contratos indexados, respondem por cerca de 30%.

De acordo com o Decreto n. 3.088, a atuação do Banco Central ocorreria fundamentalmente com a determinação da meta para a taxa básica de juros da economia (taxa Selic), cuja magnitude seria decidida pelo Comitê de Política Monetária (Copom). Estabeleceu igualmente a obrigatoriedade de o BCB divulgar relatórios trimestrais de inflação, com informações macroeconômicas e justificativas para as medidas adotadas, além das Atas de decisões do Comitê de Política Monetária, relativas à fixação da taxa de juros básica e seu viés (alta, baixa, neutro). Em caso de não cumprir a meta, o BCB deve informar as razões em carta pública ao Ministro da Fazenda e definir as medidas de correção para que a inflação retorne ao patamar esperado.

Mediante a Resolução n. 2.614, o CMN fixou as metas de inflação para os anos calendários de 1999, 2000 e 2001 em, respectivamente, 8% a.a., 6% a.a. e 4% a.a. Igualmente, definiu um intervalo de tolerância para a variação da inflação de dois pontos percentuais abaixo ou acima da meta. O Decreto n. 3.088 havia estabelecido que o anúncio das metas fosse efetuado com dois anos de antecedência, sem que houvesse alteração nas metas depois de sua fixação. Todavia, em junho de 2002, o CMN redefiniu a meta para 2003, elevando-a de 3,5% para 4% a.a., ao mesmo tempo em que subiu o intervalo de tolerância para 2,5%. Isso porque o BCB não conseguiu cumprir as metas definidas para 2001 e para 2002, o que motivou a divulgação de carta aberta ao Ministro da Fazenda em janeiro de 2002 e de 2003 (ver Tabela 1 e Gráfico 1).

Gráfico 1 – Brasil: Meta para o IPCA e IPCA Efetivo, (em %)



Fonte: IPEAData e Banco Central do Brasil. Elaboração Grupo de Conjuntura.

Nota: * Estimativa do Mercado - Pesquisa da Gerência-Executiva de Relacionamento com Investidores (Gerin-BCB).

Tabela 1 - Brasil: Metas de Inflação 1999/2009

Ano	IPCA (em %)					Resultado Final
	Meta	Ajustada	Margem	Limite Superior	Verificado	
1999	8,00	-	2,0	10,0	8,94	Cumpriu
2000	6,00	-	2,0	8,00	5,97	Cumpriu
2001	4,00	-	2,0	6,00	7,67	Descumpriu
2002	3,5	-	2,0	5,50	12,53	Descumpriu
2003	4,00	8,50	2,5	6,5	9,30	Descumpriu
2004	3,75	5,50	2,5	8,0(*)	7,60	Cumpriu (*)
2005	4,50	5,10	2,5	7,6 (*)	5,59	Cumpriu (*)
2006	4,50		2,0	6,5	3,14	Cumpriu
2007	4,50		2,0	6,5	4,46	Cumpriu
2008	4,50		2,0	6,5		
2009	4,50		2,0	6,5		

Fonte: Banco Central do Brasil - *Relatório de inflação e Ata do Copom*. Elaboração Grupo de Conjuntura.

(*) Se for considerada a meta ajustada, referendada pelo CNM.

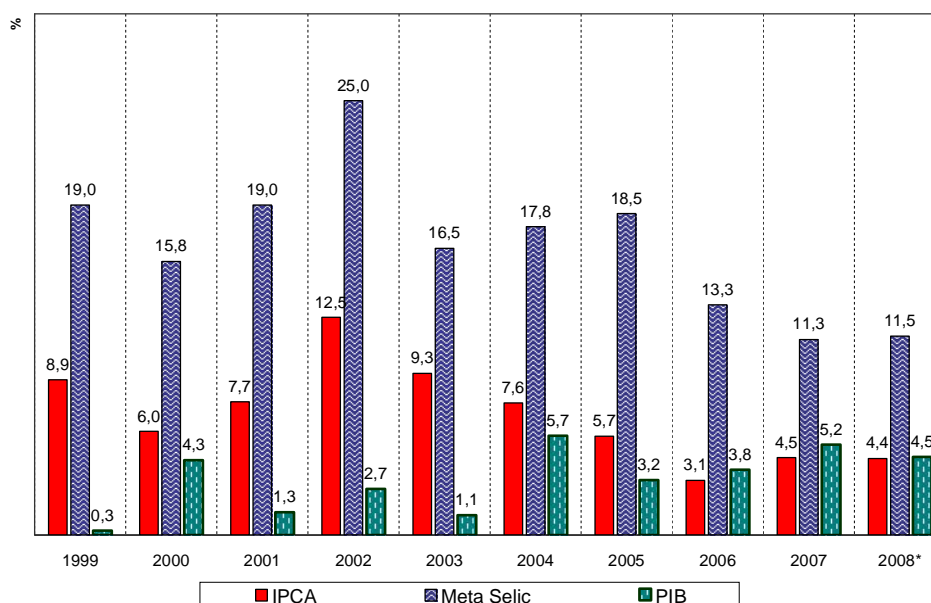
Em 2003, o Banco Central decidiu perseguir uma trajetória de convergência com a meta definida pelo CMN (4,0% a.a. com intervalo de tolerância de 2,5%), mediante a adoção de uma meta ajustada, fixada em 8,5%, calculada a partir das estimativas dos impactos inerciais da inflação anterior e do efeito primário dos choques dos preços administrados (Tabela 1). Para 2004, a meta ajustada foi fixada em 5,5%.

No final de junho de 2003, o CMN estipulou que a meta de inflação seria de 5,5% para 2004 (ou seja, a meta ajustada proposta pelo Banco Central) e de 4,5% para 2005, ambas com intervalo de tolerância de 2,5 pontos. Porém, em meados de setembro de 2004, em sua 100ª reunião, o Copom decidiu perseguir em 2005 a meta ajustada de 5,1%, adicionando 0,6% a título de acomodação da inércia inflacionária no percentual definido pelo CMN. Em junho de 2004, ao fixar a meta de inflação de 2006, o CMN reduziu o intervalo de tolerância da meta, que retornou a 2% (Resolução n. 3.210).

Desde 2005, beneficiando-se do contexto externo favorável, tanto em termos dos preços das *commodities* exportadas como do ciclo de liquidez internacional (que contribuiu para a trajetória de apreciação do real), o Banco Central tem tido êxito em manter a inflação sob controle e cumprir as metas fixadas pelo CMN, que têm sido mantidas em 4,5% a.a., com intervalo de tolerância de mais ou menos dois pontos percentuais.

No que se refere ao horizonte temporal para o cumprimento da meta, o Brasil se diferencia da maioria dos países analisados na seção anterior por adotar o ano-calendário, ou seja, janeiro a dezembro. Como a meta para o IPCA é anunciada com dois anos de antecedência, o BCB perde graus de liberdade na execução da política monetária ante a ocorrência de choques, como uma forte alta dos preços de alimentos ou uma crise energética, dentre outros. Por ser o horizonte temporal para o cumprimento da meta curto, as pressões altistas dos preços acabam traduzindo-se na elevação dos juros, a despeito dos seus efeitos deletérios sobre a produção e o emprego, porque o Banco Central teme perder a credibilidade e/ou ser acusado de leniente. Ao mesmo tempo, dado o elevado peso dos preços administrados na composição do IPCA (cerca de um terço), o aumento da meta da Selic afeta os investimentos, a produção e o consumo privado sem, contudo, ter efeitos sobre tais preços, que são insensíveis à taxa de juros. Assim, no Brasil, o regime de meta esteve longe de propiciar a vantagem da desinflação sem comprometimento do produto, como evidenciado no Gráfico 2.

Gráfico 2 – Brasil: Evolução do PIB, da Meta Selic e do IPCA efetivo (Variação Anual em %)



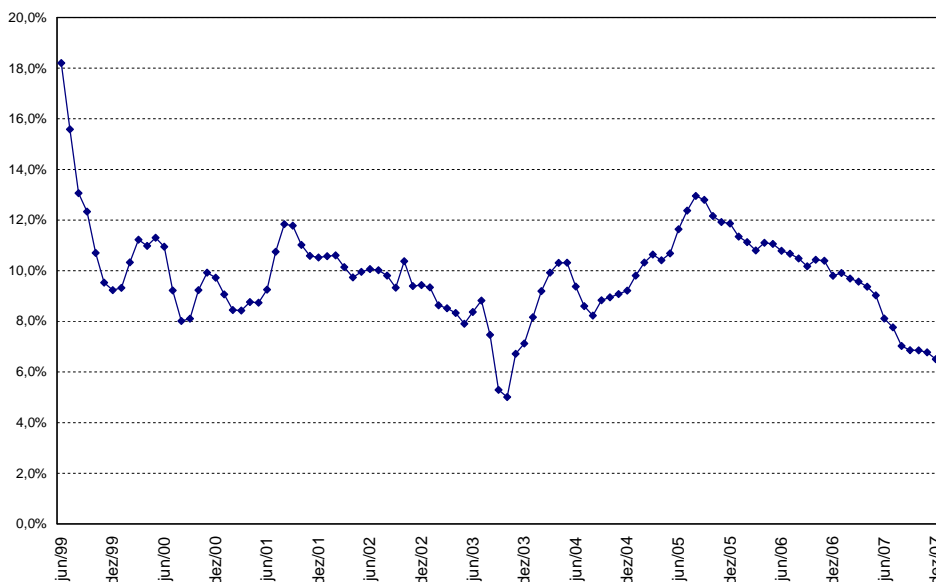
Fonte: IPEAData e Banco Central do Brasil. Elaboração Grupo de Conjuntura.

Nota: * Estimativa do Mercado - Pesquisa da Gerência-Executiva de Relacionamento com Investidores (Gerin-BCB)

A rigidez do regime brasileiro de metas de inflação foi reconhecida pelo próprio Armínio Fraga, presidente do BCB em 1999, em um artigo em co-autoria com Ilan Goldjan, ex-diretor de política monetária na época. Os autores admitem que, nas economias em desenvolvimento, observam-se alta volatilidade de juros e câmbio e maior vulnerabilidade aos choques externos. Assim, o regime de metas deve prever bandas, suficientemente largas, para evitar que sejam ultrapassadas, e um horizonte temporal maior do que o ano-calendário para atingir a meta. Desse modo, a reputação e a credibilidade do Banco Central seriam preservadas.

A meta para a taxa básica de juros no Brasil, embora tenha sido reduzida continuamente entre setembro de 2005 – após atingir o recorde de 12,8% a.a. em termos reais em agosto – e outubro de 2007, mantém-se em patamar muito elevado tanto em termos nominais como reais (Gráfico 3). Em termos comparativos, o Brasil possui a maior meta de juros em termos reais entre todos os países que adotam os regimes de metas de inflação aqui analisados (Gráfico 4). A meta da taxa Selic mantida em 11,25% pelo Copom, na reunião realizada nos dias 4 e 5 de março, representa em termos reais uma taxa básica de juros de 6,4%, vários pontos percentuais acima da grande maioria dos países da amostra analisada.

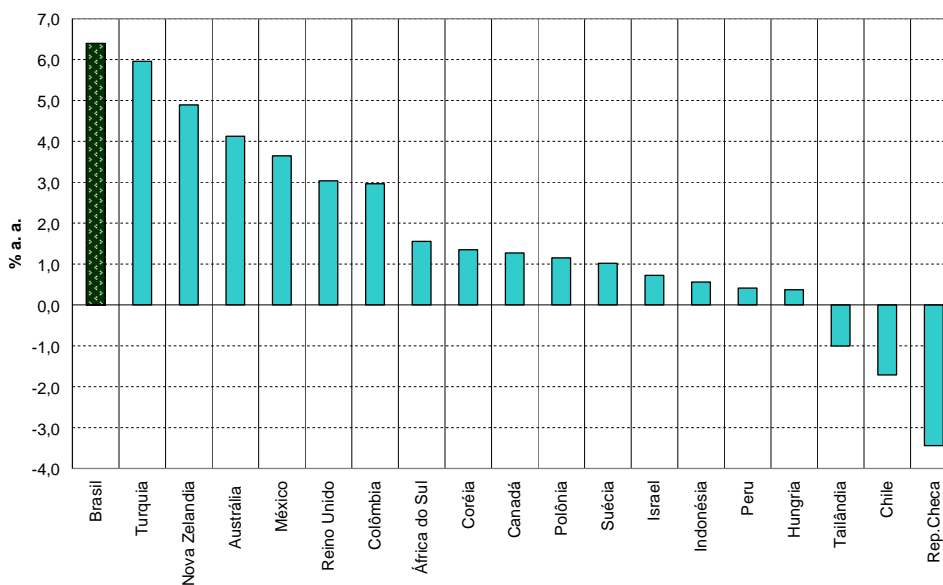
Gráfico 3 – Meta da Taxa Selic Juros Básica em Termos Reais ¹



Fonte: IpeaData. Elaboração Grupo de Conjuntura.

Nota: ¹ Utilizou-se como deflator o Índice de Preços ao Consumidor.

Gráfico 4 - Países Selecionados: Meta da Taxa Básica de Juros em Vigor² em Termos Reais ¹



Fonte: Site dos bancos centrais. Elaboração Grupo de Conjuntura.

Notas: ¹ Meta da taxa básica de juros vigente em 7 de março de 2008. ² Utilizou-se como deflator o Índice de Preços ao Consumidor em doze meses, terminados em dezembro de 2007, janeiro e fevereiro de 2008, conforme a disponibilidade dos dados.

5. Considerações Finais

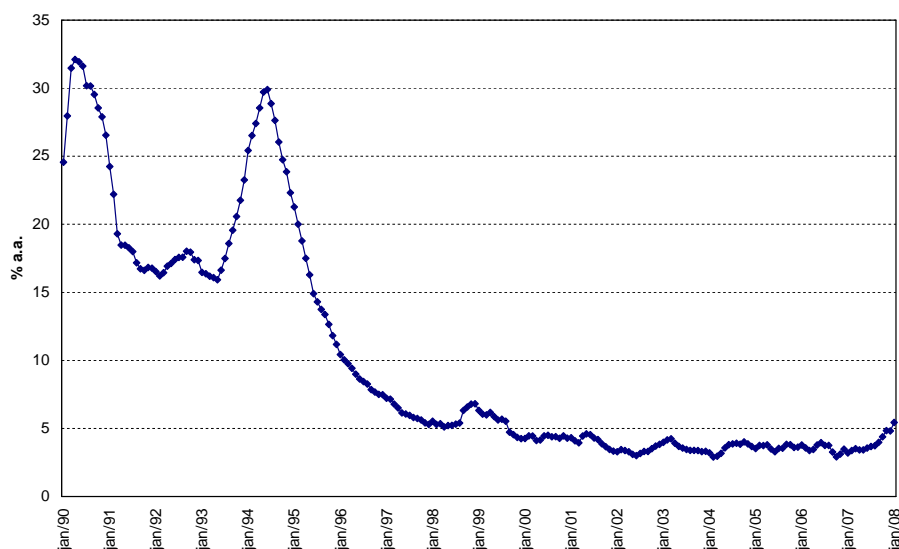
No meio acadêmico, formou-se um consenso de que meta de inflação é a melhor prática de política monetária. Inúmeros estudos¹ mostram que, nos países que adotaram o regime de metas de inflação, o nível e a volatilidade da inflação e taxa de juros declinaram após adoção do regime. Igualmente, além de não ter havido piora na volatilidade do produto, os efeitos do impacto do câmbio (*pass-through*) sobre os preços e a política monetária teriam sido atenuados.

Porém, há também evidências de que a queda no nível e na volatilidade da inflação (Gráfico 5) e na volatilidade dos juros e do produto foi uma tendência mundial ao longo dos anos 1990 e na presente década. Ademais, os países que adotaram o regime de metas não apresentaram melhor desempenho macroeconômico do que países como os Estados Unidos e os da Área do Euro, que não introduziram metas para a inflação². Nos países periféricos, cujas moedas não possuem conversibilidade, os ciclos de liquidez internacional, como mostra Farhi (2007), condicionam a política monetária, pois os efeitos do impacto do câmbio (*pass-through*) sobre os preços são muito importantes. Assim, parte do êxito da desinflação pode ser atribuída à apreciação das moedas domésticas, que baratearam o custo dos produtos importados e, no caso dos países exportadores de *commodities*, compensaram o efeito interno da elevação dos preços internacionais.

¹ Por exemplo, Bernanke et al. (1999), Mishkin & Schmidt-Hebbel (2001), Carare & Stone (2003), Mishkin (2007).

² Ver: Sicsú (2002), Ball & Sheridan (2003) e Farhi (2007).

Gráfico 5 – Evolução da Inflação Mundial Medida pelo IPC (Variação em Doze Meses)



Fonte: FMI. *International Finance Statistic Database*. Elaboração Grupo de Conjuntura.

Em 2007, a inflação mundial, medida pela variação em doze meses do IPC, deu um salto em comparação a 2006, passando de 3,5% para 4,8%. Nos países industrializados, houve aceleração de 1%, enquanto nos países em desenvolvimento os preços elevaram-se em 6,8% em 2007 contra 5,2% (aceleração de 1,5%). Em vários países, os alimentos constituíram-se em importante, senão na principal, fonte de pressão inflacionária (ver Gráfico 6). A expressiva elevação no preço dos alimentos foi resultado da quebra de safras agrícolas devido às condições climáticas adversas, das políticas de apoio à produção de biocombustíveis diante do aumento dos preços de petróleo, que estimularam a substituição de culturas, e da forte demanda dos países em desenvolvimento, em particular China e Índia.

Colômbia	3,5% a 4,5%	6,35% (fev.-08)	9,50 (8-fev.-08)
Coréia	3,0%, +/-0,5%	3,6 (fev.-08)	5,0 (7-mar.-08)
Hungria	3%	7,1% (jan.-08)	7,5% (21-jan.-08)
Indonésia	5%, +/- 1%	7,4% (fev.-08)	8,0% (6-mar.-08)
Israel	1 a 3%	3,5% (jan.-08)	4,25% (11-02-08)
México	3% ¹	3,72%(fev.-08)	7,5% (15-02-08) ²
Nova Zelândia	1 a 3%	3,2% (dez.-07)	8,25% (6-mar.-08)
Peru	2%, +/-1%	4,82% (fev.-08)	5,25% (7-fev.-08)
Polônia	2,5%, +/-1%	4,3% (jan.-08)	5,5% (28-fev.-08)
República Checa ³	2% +/- 1%	7,5% (jan.-08)	3,75% (8-fev.-08)
Reino Unido	2%	2,2% (jan.-08)	5,25% (6-mar.-08)
Suécia	2%, +/-1%	3,2% (jan.-08)	4,25% (20-02-08)
Tailândia	0 a 3,5%	4,3,% (jan.-08)	3,25% (27-fev.-08)
Turquia	4%, +ou-2%	8,77 (fev.-08)	15,25% (14-02-08)

Fonte: Site dos bancos centrais. Elaboração Grupo de Conjuntura.

Notas:

1. O Banco do México adota como meta de inflação permanente 3% do INPC anual. Porém, dada a volatilidade da inflação no curto prazo, admite um intervalo de flutuação de +/-1%, o qual, entretanto, não é considerado intervalo de tolerância nem de incerteza.

2. O Banco do México adotou meta para taxa de juros em janeiro de 2008. Até então, a meta operacional utilizada era o "corto", nível de reservas do sistema bancário.

3. Com a integração monetária com União Européia prevista para 2011, o Banco Central cederá a responsabilidade pela formulação da política monetária ao Banco Central Europeu.

Alguns bancos centrais reagiram à maior pressão inflacionária com aumento da meta da taxa básica, como África do Sul, Austrália, Colômbia, Polônia e República Checa. Porém, a grande maioria manteve suas taxas inalteradas em razão das incertezas quanto à desaceleração da economia mundial em decorrência da crise financeira nos Estados Unidos. Esses foram os casos, por exemplo, da África do Sul, Coréia, Hungria, Indonésia, México, Peru, Reino Unido e Tailândia. Já o Canadá, nas duas reuniões realizadas em 2008, cortou a meta da taxa básica de juros em, respectivamente, 0,25% e 0,5%, que passou de 4,25% para 3,5% a.a. O Banco Central de Israel também realizou corte de 0,5% na meta da taxa de juros em sua reunião do dia 7 de março, enquanto o Banco Central da Turquia realizou corte de 0,25% na taxa básica na reunião realizada no dia 14 de fevereiro.

É possível que a tendência recente de elevação dos preços dos alimentos e outras *commodities* – como petróleo, minério de ferro, aço e minerais não-metálicos, devido à ampliação da demanda mundial, em particular da China, de restrições de oferta e especulação financeira – coloque à prova a eficácia do regime de metas de inflação como a melhor estratégia para conduzir a política monetária. É provável que países com estruturas institucionais mais flexíveis se saiam melhor do que aqueles com formato do regime de metas mais rígido, como é

o caso brasileiro.

Referências Bibliográficas

BALL, Laurence; SCHERIDAN, Niamh. Does inflation targeting matter? *NBER Working Paper*, n. 9.577, March 2003. Disponível em <http://www.nber>

BCB - Banco Central do Brasil. Relatório de inflação, vários números.

Banco Central do Chile, *Informe de Política Monetária*, janeiro de 2008.

BERNANKE, Ben et al. *Inflation targeting: lessons from international experiences*. Princeton: Princeton University Press. 1999.

BERNANKE, Ben; MISHKIN, Frederic. Inflation targeting: a new framework to monetary policy, *NBER Working Paper*, n. 5.893, January 1997. Disponível em <http://www.nber>

BOGDANSKI, Joel, TOMBINI, Antonio; VERLANG, Sergio. Implementing inflation targeting in Brazil. Banco Central do Brasil. *Working Papers Series*. n. 1, julho, 2000. Disponível em <http://www.bcb.gov.br>.

CARARE, Aline; STONE, Mark. Inflation targeting regimes. *IMF Working Paper*, n. 03/9, Washington, D.C.: International Monetary Fund, January 2003. Disponível em <http://www.imf.org>

FARHI, Maryse. Análise comparativa dos regimes de metas de inflação: *pass-through*, formatos e gestão nas economias emergentes. *Texto para Discussão* n. 127. IE/UNICAMP, julho de 2007. Disponível em www.eco.unicamp.br

_____. Metas de inflação e o medo de crescer. In: *Política Econômica em Foco*, n. 4, Campinas: IE-Unicamp, seção III, p.73-91, maio-outubro de 2004.

FRAGA, Arminio, GOLDFAJN, Ilan, MINELLA, André. Inflation targeting in Emerging Market Economies. Banco Central do Brasil. *Working Papers Series*. n. 76. junho, 2003. Disponível na Internet. <http://www.bcb.gov.br>.

FREITAS, M. Cristina P. Banco central independente e coordenação das políticas macroeconômicas: lições para o Brasil. *Economia e Sociedade*, n. 15, vol. 2, p. 269-293, ago. 2006.

MISHKIN, Frederic. Will monetary policy become more of a science? *NBER Working Paper*, n. 13.566. October 2007.

MISHKIN, Frederic; SCHMITH-HEBBEL, Klaus. One decade of inflation targeting in the world: what do we know and what we need to know. *NBER Working Paper*, n. 8397, July 2001. Disponível em <http://www.nber>

MISHKIN, Frederic; POSEN, Adam. Inflation targeting: Lessons from four countries. *NBER Working Paper*, n. 6.126, August 1997. Disponível em <http://www.nber>

SICSÚ, João. Teorias e evidência do regime de metas inflacionárias. *Revista de Economia Política*. vol. 22, n. 1 (85), p. 23-33, jan.-mar., 2002

Anexo:

Quadro 1 - Formato Institucional do Regime de Metas de Inflação em Países Seleccionados

Países	Data da Adoção	Índice de Referência	Responsabilidade pela Fixação da Meta	Meta Atual (2008)	Horizonte Temporal	Cláusula de Escape
<i>Economias Avançadas</i>						
Austrália	Setembro de 1994	Núcleo do IPC	Governo em conjunto com o Banco Central	Entre 2% a 3% em média	Médio prazo (<i>over the business cycle</i>)	Nenhuma
Canadá	Fevereiro de 1991	Núcleo do IPC (exclui alimentos, energia e impostos indiretos)	Governo em conjunto com o Banco Central	Entre 1% e 3%	Multianual (entre seis e oito trimestres)	Revisão da meta em caso de circunstâncias excepcionais (desastre natural, choque de petróleo)
Nova Zelândia	Março de 1990	IPC cheio desde 1999	Governo em conjunto com o Banco Central	Entre 1% a 3%	Médio Prazo	Eventos excepcionais
Reino Unido	Outubro de 1992	Até 2003, Índice de Preço do Varejo (exclui juros das hipotecas)	Governo	2%	Prazo Indefinido desde 1996	Nenhuma

		residenciais) Desde 2004, IPC cheio				
Suécia	Junho de 1993	IPC cheio	Banco Central	2%, com intervalo de tolerância de +/-1%	Dois anos	Nenhuma
Suíça	Janeiro de 2000	IPC cheio	Banco Central	Abaixo de 2%	3 anos	Eventos excepcionais
<i>Economias Periféricas</i>						
África do Sul	Fevereiro de 2000	IPCX (exclui juros dos financiamentos imobiliários)	Banco Central	3% a 6%	Multianual	Eventos imprevistos fora do controle do Banco Central
Brasil	Junho de 1999	IPCA cheio	Conselho Monetário Nacional, composto pelo ministro da Fazenda, ministro do Planejamento e presidente do Banco Central	4,5%, com intervalo de +/- 2%	Ano-calendário	Nenhuma
Chile	Janeiro de 1991	IPC cheio	Banco Central, com	3,0% a.a, com	Prazo	Nenhuma

			consulta ao governo	intervalo de +/- 1%	Indefinido desde 2001	
Colômbia	Setembro de 1999	Núcleo do IPC, exclui preço dos alimentos e alguns preços administrados (transporte, combustível e serviços públicos)	Governo em conjunto com o Banco Central	Entre 3,5 a 4,5% a.a.	24 meses	Nenhuma
Coréia	Janeiro de 1998	IPC cheio até 2000; Núcleo do IPC a partir de 2000 (exclui alimentos e energia)	Governo, com consulta ao Banco Central	3,0%, com intervalo de +/-0,5%	3 anos	Nenhuma
Hungria	Junho de 2001	Núcleo do IPC (exclui alimentos, petróleo e certos preços administrados)	Banco Central	3%, com intervalo de +/-1%	Médio prazo	Nenhuma
Indonésia	2004 (introdução efetiva em julho de 2005)	IPC cheio	Governo, com consulta ao Banco Central	5%, com intervalo com +/- 1%	1 ano	Revisão da meta em caso de circunstâncias excepcionais
Israel	Junho de 1992	IPC cheio	Governo, com consulta	1% a 3%	1 ano	Nenhuma

			ao Banco Central			
México	Janeiro de 1999	IPC cheio	Banco Central	3% ¹	Prazo Indefinido desde 2002	Nenhuma
Peru	Janeiro de 1994 (informal), Janeiro 2000 (formal)	IPC cheio	Banco Central, com consulta ao governo	2%, com intervalo de +/-1%	Multianual (entre 1 a 2 anos)	Nenhuma
Polônia	Outubro de 1998	IPC cheio	Banco Central	2,5% com intervalo de +/-1%	Prazo Indefinido a partir de 2003	Nenhuma
Tailândia	Abril de 2000	Média trimestral do Núcleo do IPC (exclui alimentos <i>in natura</i> e preços de energia)	Governo, com consulta ao Banco Central	De 0 a 3,5%	Prazo Indefinido	Nenhuma
República Checa	Janeiro de 1998	Núcleo do IPC (exclui preços administrados e impostos indiretos)	Banco Central	2%, com intervalo de +/-1%	Longo prazo (até 2010)	Catástrofes naturais, choques globais de matérias-primas, choque de produção agrícola, choque de câmbio não relacionado

						com os fundamentos da economia doméstica.
Turquia	2006	IPC cheio	Governo	4%, com intervalo de +ou-2%	3 anos	Nenhuma

Fonte: Site dos bancos centrais. Elaboração Grupo de Conjuntura.

Nota:

1. O Banco do México adota como meta de inflação permanente 3% do INPC anual. Porém, dada a volatilidade da inflação no curto prazo, admite um intervalo de flutuação de +/-1%, o qual, entretanto, segundo documento oficial da instituição, não é considerado intervalo de tolerância nem de incerteza.