

SISTEMA DE METAS DE INFLAÇÃO EM ECONOMIAS EMERGENTES: A EXPERIÊNCIA BRASILEIRA E A NECESSIDADE DE COORDENAÇÃO ECONÔMICA¹

Cesar Rodrigues van der Laan²

Resumo

O presente trabalho insere-se na pesquisa acerca da avaliação da eficácia do Sistema de Metas de Inflação no Brasil, sob uma perspectiva que considera o controle inflacionário e seus impactos subjacentes sobre o produto e o emprego. Procura-se contribuir de duas formas: em um primeiro momento, traz-se a fundamentação teórica e as questões relacionadas em sua aplicabilidade a economias em desenvolvimento. Em seguida, procura-se verificar se a experiência da aplicação do SMI em outras economias traduz-se em ganhos maiores do que os resultados econômicos obtidos por países que não adotam essa estratégia, com o intuito de subsidiar a discussão acerca das especificidades da estratégia brasileira de condução da política monetária. Uma conclusão da pesquisa está em que a adoção de sistemas de metas de inflação não constitui uma estratégia indispensável para o controle do nível de preços. Países que adotaram o regime de metas inflacionárias e países que não o adotaram, ambos os conjuntos, têm tido sucesso no *front* da inflação (Ball & Sheridan, 2003). Do mesmo modo, países sem sistemas de metas de inflação atingem uma melhor performance econômica e níveis mais altos de eficiência da política monetária. (Mishkin & Schmidt-Hebbel, 2007). Em que pese o grande benefício da estratégia de metas de inflação no Brasil em ter desvinculado a inflação passada (inercial) das expectativas futuras, o estágio atual de maturidade institucional da autoridade monetária permite que a política monetária assuma em sua função-objetivo não apenas a estabilidade de preços como também se vincule mais fortemente a políticas públicas voltadas para o crescimento. Nesse contexto, a ampliação da missão do Banco Central, nos termos aprovados pela XX AND do Sinal, em 2004, constitui uma opção sólida para o equacionamento da coordenação da política econômica no país, conjugando os objetivos de estabilidade da moeda com o desenvolvimento econômico e social.

Introdução

A partir dos anos 1980, a política econômica do país esteve voltada para o equacionamento de objetivos de curto prazo, basicamente relacionados com o gerenciamento de preços que adquiriu um descontrole inédito e colocou a economia dentro de um processo que ficou caracterizado pela persistência de uma inflação inercial. Superada a fase mais crítica da estabilização através da implantação do Plano Real nos anos 1990, o Sistema de Metas de Inflação introduzido em 1999 veio a consolidar o processo de manutenção da estabilidade que se esteve buscando mais fortemente a partir do Plano Cruzado em 1986.

Essa preocupação não foi característica apenas da economia brasileira, mas esteve presente em várias economias emergentes, que passaram a adotar políticas

¹ Estudo elaborado para o III Concurso de Monografias Paulo Roberto de Castro, patrocinado pelo Sindicato Nacional dos Funcionários do Banco Central – Sinal. Data de entrega: 03/12/2007. Pseudônimo: *sic*.

² Doutorando em Economia na UFRGS, é atualmente *visiting scholar* na Universidade de Cambridge.

de controle de preços mais eficazes, ou com uma maior prioridade nas agendas econômicas. Hoje, entretanto, parece que os demais países conseguiram superar esse período de equacionamento econômico e puderam aproveitar o período recente de maior expansão da produção econômica mundial, com uma conjuntura internacional favorável de farta oferta de divisas internacionais, sobretudo proporcionada pela política econômica expansionista mais forte dos EUA.

Contudo, a experiência econômica brasileira recente indica que ainda enfrentamos uma armadilha da qual, lamentavelmente, não conseguimos nos desvencilhar. Sobretudo nesse cenário econômico internacional de amplo crescimento, o país não conseguiu acompanhar o mesmo ritmo mundial. A economia brasileira ainda se retém amarrada em suas próprias questões de gerenciamento econômico interno, as quais não permitem aflorar o “espetáculo” do crescimento e um maior salto econômico do país. Esse processo tem sido chamado *stop and go* ou “vôo da galinha”, em que não se consegue verificar um ciclo virtuoso de crescimento sustentado em patamares elevados. Colocado de outra forma, a atual política econômica não induz simultaneamente o crescimento associado à estabilidade interna, ainda que se esteja registrando e comemorando números mais favoráveis de crescimento, em comparação com a própria história recente de fraquíssimo desempenho do país³.

Esse fato, associado ao desempenho econômico dos países centrais e emergentes, levanta a hipótese de que atualmente as questões que impedem um desenvolvimento mais acentuado devem ser pesquisadas no próprio País. Nesse sentido, entende-se que a falta de coordenação da política macroeconômica, cujo cerne está na política monetária com uma estratégia de SMI, não permite conciliar o foco central da manutenção da estabilidade de preços com um ritmo de atividade econômica mais forte.

Nessa conjuntura, a questão que se faz é como conciliar os efeitos negativos resultantes da política central voltada à convergência do nível dos preços internos com uma concomitante geração de estímulos à expansão continuada e à diversificação da atividade produtiva no País, requeridas para possibilitar e sustentar o tão necessário nível de crescimento econômico condizente, ao menos, com a taxa média de crescimento mundial e com a dos demais países emergentes.

O presente trabalho insere-se no contexto desse debate econômico. O objetivo específico é analisar a conveniência da atual estratégia de SMI, centro da política econômica do país, avaliando seus efeitos sobre a economia real. Procurar-se-á, por um lado, trazer a fundamentação teórica e as questões relacionadas em sua aplicabilidade a economias em desenvolvimento. Por outro lado, procurar-se-á verificar se a experiência da aplicação do SMI em outras economias traduz-se em ganhos maiores do que os resultados econômicos obtidos por países que não adotam essa estratégia. O intuito é subsidiar a discussão acerca das especificidades da estratégia brasileira de condução da política monetária.

O texto está estruturado como segue. Preliminarmente, apresentam-se as origens teóricas e as principais características da estratégia de SMI. Na seção

³ A economia brasileira vem apresentando indicadores positivos em 2007. Apesar da recente elevação de alguns preços agrícolas, a inflação caminha para ficar abaixo da meta de 4,5%, o que abre espaço para a manutenção da trajetória de queda da taxa de juros básica. Grande parte das projeções aponta para um crescimento econômico na casa de 4,5% para o ano, com impactos positivos sobre o nível elevado de desemprego.

seguinte, resumem-se as evidências da literatura e o debate acerca da eficácia da política monetária baseada em metas inflacionárias. Após, abordam-se algumas especificidades dos SMI que dificultam a implementação e a gestão bem-sucedida dessa estratégia, especialmente em países em desenvolvimento. Conclui-se ao final.

2. Características e origens teóricas da estratégia de SMI: o tratamento da credibilidade e da inconsistência da política macroeconômica e a conjugação de objetivos macroeconômicos paralelos

As principais características de um sistema de metas inflacionárias podem ser condensadas através do texto de Mishkin (2004). Segundo o autor, um SMI compreende 5 elementos, quais sejam:

1. o anúncio público de uma meta numérica de médio prazo para a inflação;
2. um compromisso institucional com a estabilidade de preços como o objetivo *primário* de política monetária (PM), ao qual os demais estão subordinados – ou seja, colocando toda a política econômica com foco no combate à inflação, afastando o governo do incentivo ao crescimento do produto e do nível de emprego, que ficariam a cargo da iniciativa privada;
3. a utilização de uma estratégia com base em uma série de variáveis, e não apenas em agregados monetários ou taxa cambial, utilizados como subsídio para decidir sobre as ações de PM;
4. uma maior transparência da estratégia de política monetária através de um esforço de comunicação com o público e mercados sobre os planos, objetivos e decisões das autoridades monetárias, e
5. uma maior *accountability* do banco central (BC) na busca da meta inflacionária.

Dessa forma, Mishkin (2004) frisa que um SMI envolve muito mais do que o anúncio público de uma meta anual para a inflação, constituindo uma estratégia na qual os diversos instrumentos de PM estão voltados para o alcance do objetivo único central. Também como característica do sistema, Beddies (2000, p.41) aponta que um SMI se constitui numa solução que tende a minimizar os problemas de interação entre a política monetária e fiscal, provendo uma política ótima para a inflação, produto e consumo, maximizando o bem-estar, no momento em que se prioriza a estabilidade de preços como objetivo único da política monetária – diferentemente da concepção keynesiana de que a política monetária está mais voltada ao crescimento econômico.

Já Mishkin & Schmidt-Hebbel (2003) identificam uma outra relação de características, formada por cinco pilares como a base de um SMI. Quais sejam:

1. a ausência de outra âncora nominal, seja uma meta cambial ou uma meta de crescimento econômico;
2. um compromisso institucional com a estabilidade de preços;
3. a ausência de dominância fiscal – ou seja, a dominância da política monetária voltada ao controle de preços;
4. a independência operacional da política monetária e,
5. transparência e *accountability*.

Ainda que o compromisso com a estabilidade de preços e a transparência e *accountability* sejam requisitos para qualquer política monetária efetiva, eles seriam particularmente importantes para um sistema de metas de inflação. Seu sucesso dependeria, assim, fortemente de uma razoável credibilidade dos instrumentos utilizados para perseguir a meta de inflação, alcançada através dos 5 pilares.

Uma outra característica própria do sistema de metas de inflação, ressaltada pelos autores, seria sua flexibilidade na resposta a choques inflacionários temporários. Para tanto, adotam-se instrumentos acomodatórios que não afetam o alcance da meta de médio prazo, conjugado com uma preocupação com o desvio do produto como parte da função-objetivo do banco central (Mishkin & Schmidt-Hebbel, 2003, p.11) – o que é corroborado por Mishkin (2004, p.13). A política monetária também seria mais objetivamente focada no combate à inflação num regime de metas de inflação, sendo que o mandato do banco central com foco na estabilidade de preços é fortalecido nesse caso. Mishkin & Schmidt-Hebbel (2003) ainda apontam que essa estratégia pode prever cláusulas formais de escape diante de um fracasso na perseguição da meta sob circunstâncias particulares. A experiência da Nova Zelândia, nesse sentido, é ilustrativa, possuindo cláusulas de escape formais em seu sistema de metas de inflação diante de significativas mudanças nos termos de troca e nas taxas cambiais que afetam o nível de preços, junto de choques de oferta exógenos.

Para Fraga *et al.* (2003), o elemento central de um sistema de metas de inflação se constitui no anúncio público de uma meta de inflação. Entretanto, os autores concordam que o regime abrange também um compromisso institucional com a estabilidade de preços como objetivo primário da política monetária, para o qual os demais objetivos estariam subordinados; o uso de muitas variáveis como subsídio para o processo de tomada de decisão das medidas a serem adotadas; uma maior transparência da estratégia da política monetária; e uma maior *accountability* do banco central.

Khan (2003) reforça esse aspecto do grau de transparência e comunicação com o público pelo banco central como uma das principais características dessa estratégia para atingir sua meta inflacionária. Isso seria “essencial para aumentar a disciplina e para melhorar a credibilidade numa estrutura na qual o monitoramento da performance sobre as metas é difícil, dado os consideráveis *lags* na transmissão dos instrumentos de política monetária” (Khan, 2003, p.11), e que também atuaria na redução de pressões políticas para se desviar da política anunciada.

Por fim, o autor enfatiza que, em média, o sistema de metas de inflação aparenta ser muito promissor para os países em desenvolvimento, dado que oferece uma série de vantagens operacionais, junto do fato de obrigar os *policymakers* a aprofundarem as reformas institucionais⁴, aumentar a transparência, melhorar a disciplina fiscal, e até eventualmente a convergir a níveis internacionais de inflação. Entretanto, ele conclui que a manutenção de bons fundamentos macroeconômicos continua sendo a *conditio sine qua non* para a preservação da estabilidade de preços sob qualquer regime monetário (Khan, 2003, p.14).

⁴ Autores como Khan (2003) relacionam uma série de pré-requisitos como essenciais para a implantação de um sistema de metas de inflação nos países em desenvolvimento, gerando a necessidade de reformas institucionais. Khan (2003, p.13) entende que a estrutura legal nos países periféricos deve ser objeto de maior atenção do que nos países centrais, antes da adoção do regime de metas, motivado por uma necessidade de aumentar a credibilidade da autoridade monetária desde cedo.

De qualquer forma, Khan acrescenta que o regime seria útil para a condução da política monetária em função da transparência que proporciona na ligação entre as ações de política monetária e a perseguição da meta inflacionária. O modelo, baseado em regras, como a adoção de metas explícitas que requerem o comprometimento do banco central com uma política consistente, ao mesmo tempo permite uma certa discricão ao banco central decidir como aplicar seus instrumentos. Ou seja, há uma certa flexibilidade para contrapor choques internos e externos não previstos.

Sicsú (2002) entende, como característica de um sistema de metas de inflação, que tal regime propõe uma meta de crescimento para algum índice de inflação, anunciada no início de um determinado período. Essa meta seria estabelecida pelo governo e/ou parlamento e deveria ser perseguida pelo banco central, cuja política monetária passaria a ter um único objetivo, de alcançar a meta inflacionária determinada. Assim, os dirigentes do banco central não se preocupariam com o desempenho de outras variáveis macroeconômicas. Nesse sentido, o autor enfatiza que, por exemplo, o desemprego e o produto de uma economia somente tornar-se-iam objeto de análise se estivessem dificultando a realização da meta de inflação, seu alvo exclusivo.

Já a origem teórica dessa estratégia se relaciona com a busca de uma estrutura ideal para a política monetária. Surgindo no início dos anos 1990, o sistema de metas de inflação aparece como uma alternativa crescentemente defendida como tal. Sua base teórica resume-se na idéia de que a política monetária não é um instrumento que pode estimular o investimento e, conseqüentemente, reduzir o desemprego, dada a hipótese da existência de uma taxa natural de desemprego, da curva-expectacional de Phillips e do chamado viés inflacionário. Nessa concepção, uma política monetária que aumente a liquidez da economia – e/ou reduza os juros –, objetivando estimular o crescimento, somente poderia causar efeitos reais passageiros e efeitos inflacionários permanentes — tal como defendido por Robert Lucas, Robert Barro e David Gordon em inúmeros trabalhos. Alguns, como Kydland e Prescott (apud Sicsú, 2002, p.1), consideram que nem sequer efeitos passageiros seriam produzidos, sendo gerada somente inflação.

Assim sendo, sob essa visão teórica, a política monetária não deveria ser utilizada para apoiar o crescimento econômico de um país. Caso uma política monetária ativista fosse implementada, ela estaria verdadeiramente sendo inócua a curto prazo e, adicionalmente, estaria dificultando o crescimento no longo prazo, dado estar gerando um ambiente de inflação. Mais ainda, os defensores de um regime de metas “puro” consideram que ministros, parlamentares e empresários possuem uma feroz propensão a gerar inflação – o próprio viés inflacionário, dado que tais segmentos defenderiam, permanentemente, reduções das taxas de juros e políticas de “crédito-fácil” (Sicsú, 2002, p.3).

A adoção de um sistema de metas de inflação seria coerente com essa concepção teórica, dado que um banco central deveria apenas almejar o controle da inflação, pois uma política monetária não poderia fazer nada além disso. As metas, por sua vez, deveriam ser fixadas porque se transformariam em um eficaz remédio contra o viés inflacionário dos agentes privados e dos próprios *policymakers*. Ou seja, a própria questão da credibilidade da atuação da autoridade monetária ganha destaque nessa estrutura, de maneira a reduzir as expectativas inflacionárias dos agentes e a possibilidade de não cumprimento das metas pelo banco central.

O regime resolveria o problema da inconsistência dinâmica⁵ que produz uma inflação média mais alta, reduzindo a variabilidade da inflação, e podendo estabilizar o produto (Ball & Sheridan, 2003). A própria possibilidade de que o banco central não adote políticas fortes o suficiente aumentaria as expectativas inflacionárias, requerendo uma maior redução de produto, o que pode ser contornado pela adoção de um sistema de metas de inflação, no qual há um comprometimento público da autoridade e uma maior transparência e comunicação da política monetária com os agentes.

Dado que o sistema se baseia em expectativas de baixa inflação, o que reduziria o impacto inflacionário dos choques macroeconômicos, o banco central não precisaria mais construir uma credibilidade de forma a afastar o problema da inconsistência temporal da política econômica, tornando efetivo na economia uma expectativa de baixa inflação, convergente à meta anunciada. Nesse sentido, Mishkin & Schmidt-Hebbel (2003) entendem que a persistência inflacionária caiu fortemente entre os países que adotaram sistemas de metas de inflação durante os anos 1990, sugerindo que uma meta de inflação fortalece expectativas com visão *forward* sobre a inflação, dessa forma enfraquecendo o peso da inflação passada (*backward*). Considerando que o sistema de metas de inflação supõe afetar as expectativas inflacionárias, a idéia subjacente é a possibilidade de que o componente inercial da inflação se torne menos importante na medida em que a credibilidade do banco central sob um regime de metas aumenta.

Esse foi justamente o grande trunfo do combate à inflação no Brasil através do sistema de metas de inflação. O mérito esteve justamente nessa dissociação entre a inflação passada e toda uma cultura de indexação e de mecanismos de correção monetária da economia brasileira e a previsão da inflação futura, que agora passa a ser assumida pelos agentes como a meta de inflação anunciada e efetivamente perseguida pelo Banco Central. O grande ganho da política monetária foi a derrota da inércia inflacionária, no momento em que o sistema de metas introduz nos agentes a dissociação entre a inflação passada e a inflação futura, que está atrelada justamente a uma meta estabelecida *ex ante*. Num país com histórico inflacionário “pesado” como o nosso, não se pode desconsiderar esse fato. Esse arcabouço ajuda a reduzir, no longo prazo, as expectativas inflacionárias dos próprios agentes, o que certamente contribui para o fortalecimento da estabilidade do nível de preços em uma economia, dado que os agentes passam a perder a cultura inflacionária anterior.

Assim, os agentes considerariam menos a inflação passada na formação de suas expectativas de preços, o que poderia reduzir o grau de persistência inflacionária. Conforme Levin *et al.* (2003, p.25), quando o banco central adota uma meta de inflação π^* , crível e transparente, então a expectativa de inflação do setor privado tende a convergir e a corresponder a $\pi_{t+j} = \pi^*$, dentro de um razoável horizonte de tempo. Ou seja, haveria uma convergência à meta pré-anunciada,

⁵ Trata-se da diferença entre políticas ótimas que um BC anuncia que perseguirá e as políticas que realmente efetua após os agentes terem feito suas decisões com base nas expectativas de inflação anunciadas. Se o BC anuncia que seguirá uma meta de inflação particular, e o público efetua contratos baseados nessa meta, o BC terá um incentivo para renegar sua promessa, dado a possibilidade de atingir um maior produto através da geração de uma inflação não esperada. Entretanto, o público saberá desse viés inflacionário e ajustará suas expectativas para cima, limitando portanto o ganho de produto esperado (Khan, 2003, p.5).

minimizando os efeitos de persistência de choques adversos ou outro componente inercial com efeito sobre preços.

É esse quadro que permite a Khan (2003, p.12) justificar a disseminação crescente do SMI em economias com um histórico inflacionário por seu relativo sucesso na redução da variação dos preços e nas próprias expectativas dos agentes privados – além de contribuir para manter a estabilidade de preços, mesmo na presença de distúrbios inflacionários, e “sem um significativo aumento no desemprego ou na perda de produto” (p.12), com o reconhecimento implícito dos efeitos se não deletérios do combate à inflação, ao menos não-positivos.

A adoção de um sistema de metas de inflação seria uma solução conveniente para países com instituições fracas e baixa credibilidade das ações de política monetária, dentro da discussão entre regras ou discricionariedade. Ela traduziria a visão teórica básica da opção pelo objetivo da estabilidade de preços, a despeito da estabilidade do emprego no curto prazo. Khan (2003) indica a existência de forte evidência empírica de que alta inflação distorceria o processo de tomada de decisão dos agentes com relação ao investimento, poupança, e produção, o que, em última instância, levaria a uma redução no ritmo de crescimento econômico. Com as metas, a política monetária caminharia na direção de manutenção da estabilidade de preços a longo prazo, mitigando o viés inflacionário do governo.

Subjacente a esse regime de metas, o autor também concebe a existência do problema de inconsistência dinâmica (Khan, 2003, p.5), o que impediria um *tradeoff* entre inflação e emprego no curto prazo, sob a idéia de que uma política monetária expansionista aumentaria o produto e o emprego. Políticas monetárias ativistas criariam, com o passar do tempo, um problema de inconsistência dinâmica, associado justamente à diferença entre a política anunciada e os desvios efetivos executados pelo banco central. Ou seja, *policymakers* que não estivessem constrangidos por regras teriam um incentivo de “enganar” o setor privado de forma a aumentar a produção econômica. Entretanto, dado que os chamados “agentes racionais” consideram esse incentivo de produção de uma inflação-surpresa, eles ajustariam seu comportamento de acordo, criando uma economia com um viés inflacionário.

É justamente em contraposição a essa lógica que um sistema de metas de inflação é adotado, como um incentivo à perseguição da estabilidade de preços pela autoridade monetária sem desviar da meta, de forma a afastar as expectativas inflacionárias dos agentes com base na inflação passada, convergindo-as para a meta anunciada pela autoridade monetária. Ou seja, a modificação de um comportamento *backward looking* para um *forward looking*, mitigando a inércia inflacionária. Portanto, ao invés de uma política discricionária, o uso de regras, implementadas por lei, preferencialmente simples e facilmente compreensíveis, de forma que um desvio torne-se óbvio, parece ser a solução ótima para a condução da política monetária para alguns autores. Os agentes não seriam surpreendidos pelo governo e desapareceria a possibilidade de existência de um *tradeoff* entre estabilidade de preços e crescimento econômico (Beddies, 2000, p.7).

Outro incentivo do viés inflacionário do governo estaria nos déficits fiscais e na propensão de seu financiamento via emissão de moeda. O governo teria um incentivo de anunciar uma meta inflacionária baixa, induzindo uma alta demanda por moeda e, então, escolheria uma inflação mais alta, beneficiando-se tanto pela desvalorização de suas obrigações quanto pela emissão monetária. Entretanto, os

agentes conheceriam esse incentivo do governo e minimizariam seus saldos monetários e dívidas não-indexadas, criando apenas um viés inflacionário, o que o sistema de metas de inflação novamente mitigaria.

A inconsistência da política econômica também implicaria uma dificuldade da autoridade em reduzir a inflação com planos desinflacionários, dado que poderia reduzir menos do que o anunciado com o objetivo de ganho de algum crescimento do produto. Mas, novamente, o anúncio de perseguição de uma meta baixa não seria crível junto ao público, que saberia que o governo tem um incentivo de renegar sua promessa após a formação das expectativas dos agentes, de forma que acabariam não atuando com base na expectativa de desinflação divulgada.

Assim, um meio para contornar esse equilíbrio com altas taxas de inflação, no qual os agentes não confiam no governo em função de seu incentivo inflacionário, encontra-se na implementação de reformas institucionais que visem à redução das expectativas inflacionárias e ainda mantenha alguma flexibilidade para lidar com choques na economia, o que de certa forma está subjacente ao debate entre regras e discricionariedade. Concebe-se, nessa linha teórica, que bancos centrais não podem atuar de forma completamente discricionária: alguma regra seria essencial para uma boa política, evitando efeitos adversos.

Também sua atuação deveria estar pautada sob uma visão mais de longo prazo, o que teria a vantagem de prevenir o desvio pelos *policymakers* de um ótimo social, desnecessariamente aumentando a volatilidade da inflação em busca de objetivos de curto prazo como o crescimento (*sic*), em contraposição ao objetivo de estabilidade de longo prazo. Um regime baseado em regras ainda permitiria uma margem para discricionariedade, dado que quanto melhor definidas as regras, mais efetiva e transparentemente poderiam ações de política monetária serem aplicadas quando necessário.

A literatura ressalta que, no passado, foram utilizados dois tipos principais de regras, enfocando o crescimento da quantidade de moeda, *a la* Friedman, ou com regras para as taxas de juros, *a la* Taylor, calibradas de acordo com o comportamento da economia. A experiência dos bancos centrais ao adotarem políticas monetárias ativistas tem demonstrado a emergência de um “consenso” de que “regras” e transparência são um ativo estratégico das melhores políticas possíveis, ainda que o conceito sobre o que seja uma “regra” seja um conceito considerado muito abrangente por alguns especialistas, como Taylor. Atualmente, os países não estão adotando formas rígidas de gestão monetária, optando por *rules based on inflation targeting* no lugar da prática predominante anterior de controle sobre a expansão dos agregados monetários, *a la* Friedman e seus seguidores.

Entretanto, a utilização de regras ultrapassou o foco sobre ações de política monetária, alcançando o estabelecimento de regras sobre os próprios objetivos das políticas (Khan, 2003, p.7), culminando com a moda na década de 1990 do uso de sistemas de metas de inflação. Assim, sob um sistema de metas de inflação baseado em regras, a meta serve como um instrumento de comunicação dos objetivos da autoridade com o público, dado que revela as intenções e prioridades dos *policymakers*, além de indicar se uma determinada ação será necessária ou não. E, na medida em que o público observa e compreende a meta, estabelece-se uma *âncora nominal* para as expectativas dos agentes, atuando no sentido de alcançar e manter a estabilização de preços. É esse o foco único de um sistema de

metas de inflação, o que relega a um segundo plano objetivos paralelos como o crescimento econômico.

Por sua vez, outras escolas do pensamento econômico não dissociam a política monetária de objetivos atrelados à economia real, principalmente sob um cunho keynesiano. Sob essa perspectiva, a *conditio* para que uma política monetária seja considerada crível pelos agentes está na existência de objetivos institucionais bem definidos, com o conhecimento das chamadas “regras do jogo” pelos agentes, uma das características principais de um sistema de metas de inflação, no momento em que anuncia, *ex ante*, a meta inflacionária a ser perseguida no período seguinte.

A introdução de objetivos de coordenação de política econômica dentro do escopo da autoridade monetária justifica-se por esse motivo, no momento em que amplia a abrangência da política monetária com um enfoque mais voltado à economia real e mantém a confiança dos agentes na atuação da autoridade. Trata-se, na verdade, de uma *commitment technology* crível, consistente com uma posição de equilíbrio econômico de longo prazo.

Nesse contexto, a missão ampliada do Banco Central em seu papel institucional, incorporando uma maior credibilidade a sua própria atuação, passa a contemplar objetivos de longo prazo, como o desenvolvimento econômico. Perseguindo um objetivo que concilie as esferas produtiva e monetária, a Autarquia estimularia os agentes a agir no mesmo sentido da sua direção adotada. Conforme frisa Sicsú (1999), Keynes teria apresentado tais diretrizes para uma política monetária eficiente, ainda que de forma dispersa em seus escritos.

Já a busca de credibilidade – característica das mais preservadas pelo banco central do Brasil –, junto de sua sinalização em atuar dentro dos parâmetros propostos, a exemplo do *Fed* americano – que concilia objetivos de estabilização de preços com nível de atividade econômica –, certamente inibe a tomada de decisões que possam levar à perda de prestígio e autoridade. Ou seja, inibir-se-ia uma “discricionariedade negativa”, mantendo-se a construção de um cenário econômico estável de longo prazo, frente o julgamento progressivo e corrente dos agentes quanto à factibilidade das políticas adotadas.

Assim, afasta-se a possibilidade de adoção de uma política considerada ineficiente pelos agentes, a qual afetaria a credibilidade da Autarquia e criaria dificuldades para ações futuras. Nesse sentido, a sinalização de uma maior coordenação de objetivos de política econômica no âmbito do BC reforçaria a credibilidade e representaria um incentivo à aplicação de políticas eficientes e, portanto, críveis. Conforme concluem Mishkin & Schmidt-Hebbel (2007), a credibilidade da política monetária é especialmente relevante em países em desenvolvimento, cujo histórico inflacionário é mais significativo.

Dessa forma, em um contexto em que se buscam formas institucionais mais eficientes de coordenação de objetivos econômicos paralelos –, ou seja, de se construir uma estabilidade econômica com base na estabilidade monetária e no ritmo mais forte da atividade produtiva –, credibilidade na manutenção do poder de compra da moeda torna-se um fator importante a ser sinalizado aos agentes, de forma a subsidiar as decisões de investimento que conduzam ao chamado crescimento sustentado na economia real. Políticas críveis de política monetária, associadas a objetivos de desenvolvimento econômico e social, poderão, assim, no futuro próximo, ser consideradas como uma técnica positiva de controle da economia. Hoje, entretanto, muito da atuação do Banco Central depende da

qualidade dos sinais que emite e como são recebidos pelos agentes. Dado que suas decisões de política monetária não conciliam objetivos paralelos da política econômica, que não possui coordenação na esfera macroeconômica, a idéia é a de aumentar sua credibilidade no sentido de dar mais aderência a seus objetivos com o nível de desenvolvimento econômico e social.

Essa conjugação poderá constituir uma maior credibilidade aos sinais emitidos, de forma a aumentar o estímulo aos agentes e reduzir a intensidade de utilização dos instrumentos de política monetária, em termos de prejuízo sobre o PIB potencial do país. Com um maior escopo de objetivos institucionais, ampliam-se as possibilidades de coordenação macroeconômica do Banco Central, em busca de conciliação técnica entre os objetivos paralelos. Nessa ótica, desenvolvimento e estabilidade tornam-se objetivos para os quais o Banco Central passa a se ater mais fortemente. Sua política monetária passa a atuar de forma a garantir, além de uma infra-estrutura de estabilidade favorável ao investimento, o gerenciamento da demanda efetiva e o nível de atividade econômica. Assim, busca-se, até com base nas experiências externas de países que não adotam sistemas de metas de inflação, como a do *Fed* americano, um modelo de gestão que “assegure” a condução da política monetária associada com diretrizes relacionadas a desenvolvimento econômico e social. Esse é o ponto central do debate do modelo de condução macroeconômica do país, envolvendo a conciliação do crescimento com estabilidade, nos termos defendidos pelo prêmio nobel Stiglitz (2006)⁶.

Esse novo desenho poderia imprimir eficiência à política monetária ao conjugar, num só ente, a operacionalização de objetivos centrais de política econômica, hoje dispersos na esfera federal sem uma maior harmonização ou gestão conjunta. Ao mesmo tempo, poderia estabelecer instrumentos para garantir a estabilidade de preços como um elemento fundamental a uma estratégia de desenvolvimento, assegurando a previsibilidade e o alongamento de horizontes na atividade econômica, ao mesmo tempo em que protege os segmentos mais pobres da sociedade contra o tributo inflacionário.

Como Keynes sustenta, a formulação e a gestão da política macroeconômica devem ser abrangentes, englobando ações todas coordenadas entre si. Ou seja, as ações de política econômica devem ser complementares e harmônicas, atuando de forma simultânea e coordenada. Assim, entende-se que uma política monetária, cerne da política econômica do país, no momento em que passe a considerar objetivos de crescimento e de nível de emprego na economia, nos moldes propostos pela XX AND do Sinal, pode conjugar a busca da manutenção do poder de compra da moeda com o objetivo de desenvolvimento econômico e social.

Frise-se que, em uma economia monetária de produção, não existe a tendência automática ao pleno emprego, nem a garantia de funcionamento da economia sem a presença de ciclos suaves ou mais expressivos sobre o nível de atividade econômica. No contexto do SMI, o arrefecimento da demanda para evitar pressões inflacionárias sobre os preços parece ser uma conseqüência bastante natural do uso da taxa de juros, o que implica em contrações do nível de atividade e, por conseguinte, do nível de produção capitalista.

Assim, a política monetária traduz-se em uma política de juros, que acaba afetando o nível de demanda em uma economia, com reflexos sobre o nível geral de

⁶ Vide o livro “Stability with Growth”, de Joseph Stiglitz (2006).

preços e de produto também. Ou seja, a política monetária afeta os preços *através* de variações no produto, contraindo ou permitindo a expansão da demanda e, por conseguinte, do nível de atividade econômica subjacente. Vale dizer que, nesse sentido, a política monetária implica em alterações na economia real tanto no curto quanto no longo prazo. Por um lado, um aumento na taxa de juros provoca um efeito-riqueza, com reflexos sobre o preço dos ativos. Um viés altista em juros também aumenta o custo de oportunidade de consumir, justamente ao indicar mudanças sobre a remuneração da poupança.

Por outro lado, há um efeito-crédito, com aumento de seu custo afetando a demanda das empresas e a inversão em novos investimentos na economia real. Esse parece ser um ponto relevante, pois o sistema de metas de inflação ignora que um aumento de juros pode gerar inflação de custos para as empresas, ou aprecie a taxa cambial e desincentive a inversão no setor exportados, em ambos os casos comprometendo o nível de investimento da economia. No momento em que não se cria um ambiente econômico mais favorável à retomada do nível de investimento mais forte, um dos pontos macroeconômicos mais deficientes no país, compromete-se o aprofundamento do desenvolvimento.

Dado o pressuposto teórico de que não há mecanismos automáticos capazes de promover o pleno emprego nem a existência de uma taxa natural de desemprego que mantenha 10% da população economicamente ativa fora do mercado de trabalho como um “exército de reserva”, a política monetária, como centro da política econômica do país, deveria estar associada ao objetivo de garantir o pleno emprego das forças produtivas do país, maximizando o produto. Não se pode esquecer que cabe ao Estado garantir a estabilidade de preços e aos mercados garantir o pleno emprego, o que se faz através da sinalização da política econômica nessa direção – a lição básica de Keynes é de que o investimento produtivo não surge sozinho, mas requer um nível de confiança na economia que induza a inversão capitalista e mantenha o nível de atividade econômica.

Isso significa que a política de juros, via SMI, seja desenhada não apenas com o objetivo de minimizar a inflação. Vale dizer, o produto não pode ser um “resíduo” da política monetária, no sentido de que aparece somente como um indicador para os movimentos futuros da inflação, único objetivo atual da política monetária. Uma mudança no objetivo da missão institucional do BC, no sentido de incorporar ao SMI o desenvolvimento econômico e social do país ao lado da garantia da estabilidade da moeda, conforme o aprovado pela XX AND do Sinal em 2004, pode propiciar o *momentum* necessário e que atenda aos anseios de desenvolvimento econômico mais forte da economia brasileira, em ritmo mais próximo ao das demais economias emergentes e centrais.

Ou seja, trata-se de uma questão de estratégia de país, na qual o Estado tem papel ativo sobre o nível de atividade econômica, tanto na direção da estagnação quanto na do desenvolvimento e na utilização dos fatores de produção ociosos de forma mais perene. Uma proposta passa, por exemplo, por um mandato do Banco Central com objetivo que considere o pleno emprego, *a la* Fed dos EUA. Assim, a observação do nível de atividade econômica pelas representações do Depec no país e de seu *gap* em relação ao produto potencial deixaria de ser importante apenas no sentido de fornecer subsídios ou informações para a decisão do Copom de qual taxa nominal de juros poderá fazer convergir a inflação esperada à meta estabelecida. A taxa de juros passaria a ser definida por regras que levam em conta o produto e a

taxa de juros real no país que hoje é inconsistente com a praticada pelas demais economias centrais e emergentes.

A conclusão é de que esse instrumento de política monetária, sem a definição de um objetivo mais amplo, não é capaz de sustentar um projeto de crescimento e de desenvolvimento econômico a longo prazo no país. O foco da política econômica em ter como ponto nevrálgico o combate à inflação independente do nível de crescimento econômico significa que se está relegando a um segundo nível um plano estratégico de desenvolvimento do país. Vale dizer, o que se espera da política monetária é o incentivo à criação de um ambiente institucional de maior comprometimento com o desenvolvimento econômico. Portanto, a consolidação de um arcabouço institucional que possibilite mitigar o ambiente de incerteza econômica, fortalecendo-se uma instituição crível, com visão a médio e longo prazo. Voltemo-nos, agora, para as experiências de política monetária em outras economias.

3. Regimes de metas inflacionárias: a experiência internacional e o debate de sua eficácia.

Sistemas de metas de inflação têm se tornado uma estratégia popular em termos de política monetária a partir dos anos 1990. O FMI em 2005 registrou sua adoção por trinta países, sendo oito economias centrais e vinte e duas em desenvolvimento⁷. A tabela abaixo relaciona algumas das principais economias adotando sistema de metas de inflação, e algumas características em cada país:

Tabela 1. *Inflation targeters.*

País	Início	Inflação como meta única	Meta (%)	atual	Processo de previsão	Divulgação da previsão
Países emergentes						
Israel	1997:Q2	Sim	1-3		Sim	Sim
Rep. Checa	1998:Q1	Sim	3(+/-1)		Sim	Sim
Coréia	1998:Q2	Sim	2,5-3,5		Sim	Sim
Polônia	1999:Q1	Sim	2,5(+/-1)		Sim	Sim
Brasil	1999:Q2	Sim	4,5(+/-2,5)		Sim	Sim
Chile	1999:Q3	Sim	2-4		Sim	Sim
Colômbia	1999:Q3	Sim	5(+/-0,5)		Sim	Sim
África do Sul	2000:Q1	Sim	3-6		Sim	Sim
Tailândia	2000:Q2	Sim	0-3,5		Sim	Sim
México	2001:Q1	Sim	3(+/-1)		Sim	Não
Hungria	2001:Q3	Sim	3,5(+/-1)		Sim	Sim
Peru	2002:Q1	Sim	2,5 (+/-1)		Sim	Sim
Filipinas	2002:Q1	Sim	5-6		Sim	Sim
P. industrializados						
Nova Zelândia	1990:Q1	Sim	1-3		Sim	Sim
Canadá	1991:Q1	Sim	1-3		Sim	Sim
Reino Unido	1992:Q4	Sim	2		Sim	Sim
Austrália	1993:Q1	Sim	2-3		Sim	Sim
Suécia	1993:Q1	Sim	2 (+/-1)		Sim	Sim
Suíça	2000:Q1	Sim	<2		Sim	Sim
Islândia	2001:Q1	Sim	2,5		Sim	Sim
Noruega	2001:Q1	Sim	2,5		Sim	Sim

Fonte: FMI – World Economic Outlook, september 2005, cap.IV, p.162.

⁷ Vide o capítulo IV, do *World Economic Outlook*, de Setembro de 2005.

Todavia, a questão norteadora dessa pesquisa é se esse aparato regulatório constitui-se no mais adequado para economias em desenvolvimento como o Brasil. Para responder a essa pergunta, seria relevante a comparação entre seu desempenho nas economias que adotaram o regime em relação àquelas que mantiveram outra estratégia de política monetária. Mishkin & Schmidt-Hebbel (2007) condensam os dados para uma amostra de 21 países com sistemas de metas de inflação (SMI) e 13 sem essa estratégia. O que se percebe é a tendência de redução das taxas inflacionárias de maneira ampla nas duas amostras, sendo que nos países sem regimes de metas inflacionárias, o nível de preços mantém-se sob um patamar mais estável. Isso corrobora a hipótese de que sistemas puros de metas de inflação não são uma *conditio sine qua non* para o alcance dos objetivos de políticas monetárias, objetivos não necessariamente independentes da economia real.

Gráfico 1. Taxas de inflação média anual em países com e sem SMI (1989-2004)



Fonte: Mishkin & Schmidt-Hebbel (2007), com base nos dados do *International Financial Statistics*, do FMI.

O foco único no combate à inflação, que significa uma preocupação de curto a médio prazo, levanta dúvidas acerca de sua adequação frente às necessidades de coordenação econômica e de prioridades de desenvolvimento econômico de uma economia emergente como o Brasil, com tantas questões sociais que nunca foram efetivamente equacionadas.

O fato é que, como Sicsú (2002) aponta, não há evidências robustas de que sua adoção tenha conduzido a um ambiente de maior crescimento. Do mesmo modo, não há evidências de que países que o tenham adotado tenham conseguido um desempenho significativamente melhor em termos de redução dos custos de perda de produção associados a processos desinflacionários (Ball & Sheridan, 2003).

Vale dizer, não parece que uma política monetária baseada em regimes de metas de inflação seja uma *conditio* para o desenvolvimento econômico superior ao verificado naqueles países que não adotaram essa estratégia. Isso equivale ao pensamento de Blanchard, no sentido de que a estabilização monetária pode ter custos em termos de perda de produto, dada a existência de um *tradeoff* entre juros e produto que qualquer curva IS-LM permite visualizar.

A experiência internacional mostra que a inflação caiu não só em países que adotaram sistemas de metas de inflação, mas especialmente na tríade das economias centrais do mundo que não adota esse modelo de condução de política

monetária. Os resultados na zona do Euro, no Japão e nos EUA, em termos de controle de expectativas inflacionárias, não podem ser considerados de pior qualidade, ou com um viés altista sobre o nível de preços (Cunha, 2007). A tabela seguinte ajuda a reforçar esse ponto:

Tabela 2. Desvio-padrão da variação nas expectativas inflacionárias (1994-2003)

	Horizonte (anos)			
	1	3	5	6-10
<u>Países com SMI</u>				
Austrália	0,76	0,36	0,41	0,16
Canadá	0,33	0,23	0,17	0,21
Nova Zelândia	0,53	0,19	0,16	0,13
Suécia	0,44	0,24	0,19	0,26
Reino Unido	0,16	0,17	0,17	0,21
Média	0,44	0,24	0,22	0,19
<u>Países sem SMI</u>				
Média europeia	0,22	0,14	0,15	0,10
Japão	0,42	0,40	0,39	0,66
EUA	0,25	0,21	0,16	0,11

Fonte: Cunha (2007). SMI: Sistema de Metas de Inflação.

Verifica-se que as expectativas inflacionárias para países que adotam sistemas de metas de inflação chegam até a serem maiores do que os dados para os outros países, considerando apenas países industrializados. Portanto, a experiência internacional indica que o foco da política monetária com o objetivo centrado apenas na estabilidade de preços não é uma condição essencial para o sucesso do controle inflacionário, haja vista justamente a evidência empírica. A tabela 3, apresentando o desvio-padrão não apenas da inflação como do produto entre 1994 e 2003, também demonstra que não existe uma redução da volatilidade do produto em países que adotaram regimes de metas de inflação como estratégia de política monetária:

Tabela 3. Desvio-padrão do núcleo da inflação e do crescimento do PIB real (1994-2003)

	Produto	Inflação
	<u>Países com SMI</u>	
Austrália	2,54	1,73
Canadá	2,03	0,93
Nova Zelândia	3,97	2,10
Suécia	3,29	1,58
Reino Unido	1,33	1,37
Média	2,63	1,54
<u>Países sem SMI</u>		
Dinamarca	3,34	0,90
Zona do Euro	2,01	0,68
França	2,42	0,75
Alemanha	2,28	0,87
Itália	1,80	1,14
Holanda	4,34	0,90
Japão	1,46	0,75
EUA	2,17	0,50
Média	2,48	0,81

Fonte: Cunha (2007). SMI: Sistema de Metas de Inflação.

Verifica-se que o desvio-padrão médio, tanto do produto quanto do núcleo inflacionário, apresenta-se menor nos países centrais que não adotaram regimes de metas inflacionárias. Uma conclusão importante é que, entre os países desenvolvidos, não se observa um padrão de comportamento de preços e produto

significativamente distinto entre países que usam e que não usam políticas de metas de inflação.

A questão é se sistemas de metas de inflação têm realmente feito a diferença. Assim como Mishkin & Schmidt_Hebbel (2007), Ball & Sheridan (2003) concluem que não. Essa conclusão se mantém mesmo diante do fato de que os níveis de inflação, de volatilidade inflacionária e de taxa de juros têm declinado depois da adoção dessa estratégia de política monetária, enquanto a volatilidade do produto não tem piorado. Entretanto, a constatação mais geral de que a queda dos níveis de inflação e sua volatilidade, juros e volatilidade do produto têm sido uma tendência geral a partir dos anos 1990 não apenas para os países que adotaram sistemas de metas de inflação, corrobora a posição dos autores, como se procurou mostrar com os dados apresentados. Vale dizer, a performance econômica dos países *inflation targeters* não tem sido melhor do que a dos demais.

Não é sem fundamento que regimes de metas de inflação são alvo constante de debate público e acadêmico. O regime está sujeito a críticas, por um lado, de caráter mais keynesiano, atrelado à economia real. Sob essa ótica, consideram-se prejudiciais os efeitos da política monetária sobre as variáveis reais e os preços como objetivo exclusivo que se impõe sobre qualquer outro na esfera da condução da política econômica a despeito da busca de uma “estabilidade macroeconômica”.

De sua parte, a estabilidade macroeconômica envolve não apenas a manutenção do nível de preços, mas também a observação dos ciclos econômicos intrínsecos da atividade produtiva e a manutenção do nível de emprego, ou a busca do pleno emprego, objetivos legítimos e mais amplos voltados para o bem-estar econômico de uma sociedade. Ou seja, há uma interação maior entre a política monetária e a economia real.

Por outro lado, a escola monetarista indica o risco de superpoderes dos bancos centrais na condução das economias, indicando a necessidade de regras externas às autoridades monetárias que balizem sua atuação. Regras, por exemplo, associadas à observância do nível de atividade econômica.

No Brasil, Sicsú (2002) entende que a teoria que sustenta o regime de metas inflacionárias não é consensual entre os economistas e que suas hipóteses não possuem evidências capazes de sustentá-las. O autor argumenta que a política monetária não deve ser subutilizada, tendo somente um objetivo – o controle da inflação –, dado que a política monetária também seria útil se utilizada para fins reais, isto é, para estimular o produto e o emprego de uma economia. Numa visão mais desenvolvimentista, Sicsú (2002) defende que a política monetária *lato sensu* seria uma das políticas econômicas governamentais que devem ser utilizadas conjuntamente com as demais políticas para se atingir níveis socialmente aceitáveis – e tecnicamente sustentáveis – de emprego e inflação. Uma política monetária voltada somente para manter a inflação sob controle estaria, portanto, sendo subutilizada, o que se refletiria sobre o desempenho econômico mais aquém do país frente ao alcançado por outras economias.

Ele busca, ainda, mostrar que não existem evidências de que o regime de metas seja o responsável pela boa performance da inflação nos últimos anos, mostrando que países que adotaram o regime de metas inflacionárias e países que não o adotaram, ambos os conjuntos, têm tido sucesso no *front* da inflação, mesma conclusão de Mishkin & Schmidt-Hebbel (2007) e Ball & Sheridan (2003). Estes últimos não encontram evidências estatisticamente significantes de que países que

adotaram o modelo tenham tido uma melhor performance do que os demais, em termos de inflação, produto e juros, sugerindo que uma melhor performance estaria associada a outro fator que não o sistema de metas de inflação.

Nesse mesmo sentido, Levin *et al.* (2003) indicam a existência de pouca evidência empírica de efeitos do regime de metas inflacionárias. Ou seja, se existe uma correlação entre essa estratégia e desempenho da inflação, a experiência do *real world* até agora ainda não a sustenta. Mesmo a defesa de que o regime mantivesse as taxas inflacionárias em patamares aceitáveis não parece plausível para Sicsú, dado que “todos os demais países com economias desenvolvidas que não possuem metas de inflação também têm mantido suas taxas em níveis aceitáveis” (Sicsú, 2002, p.07).

Assim, ainda que um sistema de metas de inflação ajude a reduzir a variabilidade da expectativa da inflação no longo prazo, não seria evidente que tenha criado um cenário macroeconômico mais favorável ao crescimento nos anos 1990. Os países que não adotaram o regime de metas tiveram um crescimento médio anual do PIB semelhante aos países que adotaram o regime. Enquanto os primeiros cresceram em média 2,5% ao ano, os outros cresceram 2,7%. Portanto, não se poderia afirmar que o regime de metas tenha sido o responsável pela boa performance do nível de preços ou pelo ritmo de crescimento das economias desenvolvidas que adotaram esse regime durante anos 1990.

Segundo Sicsú, nenhum país desenvolvido reduziu a inflação em razão da adoção de metas, não havendo evidências de que a concessão ao BC de uma tarefa única de alcançar uma meta de inflação seja benéfico. A própria experiência do *Fed* americano que tem explicitamente dois objetivos, de conter a inflação (sem qualquer meta fixada) e buscar o pleno emprego, contrapõe essa visão, diante do grande sucesso econômico dos EUA na década de 1990 com reflexos por todo o sistema econômico. Dessa forma, as evidências seriam, no mínimo, inconclusivas em relação à adoção do regime de metas.

Vasconcellos (2005) também considera que um dos principais argumentos contrários à adoção de um sistema de meta de inflação está na evidência de que não houve melhora significativa no desempenho das economias em termos de inflação, produção ou taxas de juros, o mesmo ocorrendo no Brasil. O foco está em que, no caso brasileiro, nos seis anos de sua vigência, o regime gerou um custo de crescimento econômico incompatível com patamares mínimos de desenvolvimento para um país que precisaria acelerar o ritmo de desenvolvimento e recuperar as duas últimas décadas perdidas (Vasconcellos, 2005, p.14). A questão estaria, portanto, na *essência* do próprio sistema. Ou seja: sua *incompatibilidade* com o objetivo de crescimento econômico e geração de empregos, conjugado com os superávits primários fiscais elevados e a liberalização financeira internacional.

Nesse sentido, o economista propõe um modelo alternativo, sob um enfoque mais voltado ao desenvolvimento nacional, dado que a perseguida estabilização econômica apoiada na política monetária restritiva ocorreria em detrimento da estabilidade social. A própria questão do índice de inflação utilizado para a mensuração da meta inflacionária é objeto de controvérsia constante. Vasconcellos (2005), por exemplo, sugere que seria menos doloroso conduzir a meta excluindo os preços administrados, a exemplo da experiência da República Checa. Dado que preços administrados, juntamente com o câmbio, constituem uma importante fatia da inflação brasileira, os dois teriam respondido por mais da metade das taxas

inflacionárias dos últimos quatro anos do sistema de metas de inflação. Aliás, outro ponto de debate constante na mídia, como um sistema de metas de inflação pode atingir a meta dado que ainda carrega uma parcela importante de preços administrados carregando a inflação passada, incoerente com a idéia central do sistema de desvinculação da inflação passada para o futuro.

Já Ball & Sheridan (2003) apontam que, em países que adotaram sistemas de metas de inflação, sua performance melhorou, com a inflação caindo e estabilizando, junto com o crescimento do produto. Mas também países que não o adotaram registraram melhorias no mesmo período. Dessa forma, mesmo que países sob regime de metas de inflação tenham reduzido níveis maiores de inflação, os autores entendem que esse é um processo natural para países com inflação mais alta, que tendem a verificar a redução desses problemas, com a adoção de sistemas de metas de inflação ou de outros mecanismos. Ou seja, nada em seus dados lhes sugere que países se beneficiam de tal estratégia, mesmo no caso de metas não anunciadas.

Nesse mesmo sentido, Levin *et al.* (2003, p.25) concluem que sistemas de metas de inflação em países em desenvolvimento têm tido relativo sucesso na redução de inflação, apesar do pequeno período de implementação desse regime não permitir conclusões mais fortes. Entretanto, segundo os autores, não seria certa a extensão em que essa redução inflacionária pudesse ser creditada totalmente ao modelo de metas de inflação como a estrutura adequada de política monetária: parte do sucesso poderia simplesmente ser atribuído à tendência global de redução das taxas inflacionárias.

Vários outros aspectos também são alvo de crítica. Há a inconsistência do controle da taxa de câmbio – um dos principais preços em países em desenvolvimento –, diante desse regime de política monetária (Mishkin e Schmidt-Hebbel, 2003, p.5); a própria interação sobre o horizonte da meta, o tamanho da banda e o uso de cláusulas de escape; ou sobre quem deve definir a meta e o próprio papel da taxa cambial (*idem*, p.11). O uso de horizontes de tempo curtos, particularmente com uma banda pequena de variação da meta, também pode levar a um problema de controlabilidade. Ou seja, de freqüentemente se perder a meta, como a própria experiência brasileira demonstra, o que pode estar relacionado com o conservadorismo do Copom ou o “exagero” na manutenção de níveis elevados de taxas de juros.

Um horizonte curto, associado a uma banda estreita da meta, pode levar à instabilidade no uso de instrumentos, dada uma perseguição ostensiva da meta pela autoridade monetária através de vários mecanismos. Esse problema poderia ser especificamente relevante para pequenas economias abertas, nas quais um horizonte temporal curto, associado a uma banda estreita de tolerância inflacionária, pode resultar numa maior dependência na manipulação da taxa de câmbio para alcançar a meta de inflação, dado que as variações na taxa de câmbio teriam um impacto maior sobre a inflação do que sobre a taxa de juros.

Vale dizer, um viés apreciativo da taxa cambial é uma característica positiva para um sistema de metas de inflação com um foco restrito ao controle de preços, no momento em que representa um componente relevante para o balizamento de preços internos. Nesse contexto, o debate sobre a sustentabilidade e competitividade do setor exportador do país perde sentido, dado que não é o cerne da política econômica a preocupação com o nível de atividade produtiva nem o

desenvolvimento de um maior dinamismo e a manutenção ou busca do pleno-emprego. Trata-se de variáveis secundárias para a política monetária, que parte de uma decisão política, como o próprio nome já indica. Essa mesma associação entre um horizonte curto-prazista e uma pequena banda poderia induzir flutuações indesejadas no produto. Ou seja, uma política monetária excessivamente restritiva levando a um quadro recessivo.

Quanto ao câmbio, Khan (2003, p.10) frisa que, sob uma estratégia de metas de inflação, deveria estar num objetivo secundário à meta inflacionária, dada a impossibilidade de a política monetária ao mesmo tempo definir várias metas concomitantes à perseguição da estabilidade de preços, como câmbio nominal e nível de emprego. Assim, um regime de câmbio com flutuação “suja” poderia existir com a definição de uma hierarquia de metas, colocando a meta inflacionária em primeiro plano, o que tem a finalidade de indicar aos agentes que a autoridade monetária está comprometida precipuamente com a estabilidade econômica, ainda que tenha outros alvos definidos.

Isso poderia ser um indicativo em casos de crises cambiais, quando a opção do banco central seria pela manutenção da estabilidade de preços frente à volatilidade cambial. Ou seja, o sistema de metas de inflação poderia englobar outras metas apenas de modo secundário, de forma que intervenções do banco central se restrinjam a suavizar os efeitos de choques temporários do setor externo sobre a inflação. Esse seria um aspecto relevante sobretudo para pequenas economias abertas, nos quais o *pass-through* da taxa cambial à inflação é alto e rápido, e o banco central estivesse tentando manter a credibilidade do sistema de metas de inflação.

Vale dizer, é um grande desafio dos países em desenvolvimento o controle da instabilidade cambial, que é implícita em regimes de flutuação pura, que é o caso do regime adotado na gestão externa da economia brasileira. De qualquer forma, uma saída que se verifica poderia estar na associação de uma meta cambial ao sistema de metas de inflação, o que parece ser bem natural em economias emergentes em que a taxa de câmbio se constitui num dos preços mais importantes da economia com um alto *pass-through* sobre os preços internos. Isso significa atrelar uma política monetária de uma fonte externa de forma a gerar ganhos de credibilidade, de forma que a manutenção de preços internos da economia passa a ser balizado pela manutenção de valor da moeda de outras economias.

Em um ambiente de ausência de controles de capitais que permitam uma maior independência e autonomia dos países em relação aos fluxos de capitais internacionais, uma expansão monetária só pode seguir o país-âncora, alinhando os preços externos aos internos, reduzindo a volatilidade cambial. Essa mudança institucional poderia significar o término do viés do Banco Central em focar apenas a estabilidade monetária. Essa posição parece ser corroborada por Mishkin (2004), ao expressar que um sistema de metas de inflação não é uma panacéia, por mais que contribua para a coordenação de expectativas e para a estabilidade econômica – a questão central é a falta de sua conjugação com o crescimento, a *la* Stiglitz (2006).

Já a ampliação do horizonte temporal para a meta parece ser, a medida mais adequada para lidar com problemas de controlabilidade e instabilidade de instrumentos de política monetária, a exemplo das experiências da Nova Zelândia, Inglaterra e Chile (Mishkin & Schmidt-Hebbel, 2003, p.14). Nesse contexto, uma flexibilização do SMI no Brasil, no sentido de ampliação do horizonte temporal,

poderia seguir o exemplo das experiências de outras economias bem-sucedidas, ao tempo em que poderia arrefecer os efeitos deletérios de uma política monetária contracionista sobre o nível do produto.

A Nova Zelândia, adotando o sistema desde 1990, trabalha num horizonte temporal de 6 a 8 trimestres, o que certamente dá maior margem de manobra para uma calibragem da taxa de juros que não exerça pressão exaustiva sobre o nível de atividade econômica, no momento em que se alonga o período de convergência da meta para um prazo mais longo, reduzindo os efeitos colaterais deletérios sobre a economia real. Do mesmo modo, o Canadá, desde 1992; Chile, a partir de 1991; Coreia do Sul a partir de 1998; e México a partir de 1999, adotam o mesmo horizonte temporal de dois anos, enquanto a Austrália, desde 1993, não possui um horizonte temporal previamente estabelecido para lidar com choques na economia.

Mas, por outro lado, quando existe uma preocupação grande do banco central com a magnitude da variabilidade do produto e se opta por atingir uma meta de convergência num horizonte maior de tempo, a literatura indica que se deve cuidar para que a extensão do horizonte de tempo não adquira uma perspectiva *ad infinitum*. A hipótese teórica é de que tal horizonte poderia enfraquecer a credibilidade do sistema de metas de inflação, pela associação de leniência sobre a reputação da autoridade monetária por parte dos agentes, principalmente se ela já não fosse alta no início do processo e o banco central precisasse construí-la (Fraga *et al.*, 2003). De qualquer forma, observa-se que esse horizonte de tempo pode ser substituído por bandas maiores de variação, o que seria compatível com uma maior volatilidade de preços que é característica em países periféricos – ainda que pudesse ser também interpretada como a falta de competência da autoridade monetária em perseguir o centro da meta.

Por fim, cabe salientar o estudo recente de Mishkin & Schmidt-Hebbel (2007), que fazem uma avaliação abrangente da eficiência da adoção de regimes de metas de inflação. Seu método consiste em efetuar teste econométricos com grupos de controle baseados em uma amostra de vinte e uma economias *inflation targeters*, sendo treze países em desenvolvimento e oito desenvolvidos. A comparação buscou evidências antes e depois da adoção de metas inflacionárias; e a comparação entre países com ou sem sistemas de metas de inflação. Uma verificação foi que a inflação média da amostra caiu de uma taxa de 12,6% antes da adoção da estratégia para 4,4% no período após a implantação do regime. Nas economias emergentes, *inflation targeters* registraram uma média de 6% de inflação após a adoção do sistema, enquanto o dado correspondente é de 2,2% para as economias industrializadas com regimes similares, o que é similar à média de 2,1% dos países sem metas de inflação a partir de 1997.

A conclusão principal dos autores pode ser traduzida pela constatação de que a maior diferença na performance inflacionária é observada em relação à própria experiência anterior à implementação do sistema de metas de inflação nos países. Entretanto, esse fato não está associado a uma diferença estatisticamente significativa em termos de inflação entre *targeters* e *nontargeters*. Mesmo dentre as economias industrializadas, os países *inflation targeters* não exibem uma redução estatisticamente robusta na inflação em comparação com os demais (Mishkin & Schmidt-Hebbel, 2007, p.26).

Para a finalidade desta pesquisa, é relevante sua avaliação relativa à performance macroeconômica dos países com regimes de metas de inflação. A

conclusão principal é a de que países sem sistemas de metas de inflação atingem uma melhor performance econômica e níveis mais altos de eficiência da política monetária. Em suas palavras, “(...) nontargeters still exhibits better macroeconomic performance and higher levels of monetary policy efficiency than our different treatment groups of inflation targeters” (idem, p.27).

Uma constatação importante é a de que ainda existem grandes diferenças entre países industriais sem metas de inflação e economias emergentes com metas de inflação após o alcance do estágio estacionário da meta inflacionária (Mishkin & Schmidt-Hebbel, 2007, p.27). Essa evidência reforça a hipótese de que o sistema de metas de inflação não constitui uma política voltada para a redução desse *gap* no nível de produto e renda *per capita* entre as economias.

Por outro lado, a comparação do sucesso dos bancos centrais em atingir suas metas oficiais, no caso de *inflation targeters*, ou em manterem níveis de inflação próximos de suas expectativas, com relação ao sucesso dos demais bancos centrais em controlar o nível de inflação, da mesma forma não permite afirmar pela superioridade de um regime centrado em uma meta inflacionária ou não: “Prima facie, inflation deviations from inflation targets or trends are larger in inflation-targeting than in nontargeting countries” (Mishkin & Schmidt-Hebbel, 2007, p.28).

Nesse sentido, pode-se considerar que países industrializados foram capazes de obter uma âncora nominal sem utilizar regimes de metas de inflação. As políticas do Fed sob a condução de Alan Greenspan, por exemplo, poderiam não ter sido muito diferentes ou melhores se o Federal Reserve tivesse adotado um sistema de metas de inflação (Mishkin, 2005). Nesse contexto, não causa espécie que Mishkin & Schmidt-Hebbel não tenham encontrado muita evidência de que *inflation targeters* tivessem uma melhor performance do que os países industrializados *nontargeters*.

4. SMI em países em desenvolvimento: especificidades que dificultam a implementação e gestão bem-sucedida desta estratégia de política monetária.

As diferenças entre os chamados países desenvolvidos e os em desenvolvimento constituem um aspecto relevante com importantes implicações que precisa ser considerado quando do planejamento de uma política monetária. As características específicas dos países periféricos sugerem que esses países são prováveis de ter maiores preocupações na implementação de um sistema de metas de inflação do que em países centrais.

Alguns economistas, como Calvo (apud Mishkin, 2004, p.1) e o próprio Mishkin (2004), questionam a eficácia de um sistema de metas de inflação nessas economias, dado que um ambiente com instituições mais fracas, associado a uma política monetária com uma certa discricionariedade, poderia não gerar um bom resultado. Segundo Mishkin (2004)⁸, “um sistema de metas de inflação é mais complicado em países emergentes e não é portanto uma panacéia” (p.2). O autor, então, relaciona a existência de cinco diferenças essenciais que deveriam ser consideradas na implementação de uma política adequada: instituições fiscais mais fracas; instituições financeiras, incluindo a regulação e supervisão prudencial, mais frágeis; a baixa credibilidade das autoridades monetárias; o alto grau de endividamento em moeda estrangeira – ou seja, o chamado “pecado original” das

⁸ Em seu trabalho, Mishkin (2004) vai justamente frisar as diferenças entre os países desenvolvidos e em desenvolvimento e apontar medidas adicionais a serem consideradas pelos últimos.

economias periféricas, de não serem capazes de se endividarem em sua própria moeda; e a maior vulnerabilidade a *sudden stops* de influxos de capitais, sob o contexto da globalização financeira e dos fluxos de capitais voláteis.

Mishkin ainda ressalta que os países desenvolvidos não estão imunes a problemas fiscais, monetários ou financeiros. Entretanto, há uma diferença relevante quanto ao grau desses problemas, que é muito maior nos países em desenvolvimento – daí constituindo uma especificidade a ser observada. Instituições monetárias, fiscais e financeiras fracas tornariam países em desenvolvimento muito mais vulneráveis a alta inflação e crises monetárias, afetando o valor real da moeda doméstica. A estabilidade fiscal, por exemplo, seria uma condição fundamental para o controle inflacionário e, por conseguinte, para um sistema de metas de inflação: uma política fiscal “irresponsável” pressionaria as autoridades monetárias a monetizar a dívida fiscal, produzindo um crescimento acelerado da quantidade de moeda na economia e uma inflação associada, a *la* Teoria Quantitativa da Moeda.

Caso o déficit fiscal fosse muito expressivo, eventualmente poderia constituir uma dominância fiscal no cenário econômico, tornando a política monetária subserviente, o que, por sua vez, levaria à modificação de uma meta de inflação ou ao seu próprio abandono. Assim, um arranjo institucional necessário seria o próprio comprometimento com a independência operacional do banco central, que lhe afastaria de financiar déficits e lhe permitiria a condução da política monetária sem a interferência de outras esferas do governo.

Um desbalanceamento fiscal poderia atuar também via confisco de ativos, particularmente financeiros, como demonstra a experiência argentina em 2001. Essa preocupação *per se* já levaria à retirada de depósitos do sistema bancário, gerando uma crise bancária e uma contração do crédito e da atividade econômica. Mas também poderia levar a um quadro de coerção sobre o sistema financeiro para a compra de *bonds* públicos, que, com o agravamento do quadro fiscal e o aumento da probabilidade de *default*, levaria a uma depreciação do valor desses ativos agora nos bancos, afetando a solvência do sistema financeiro e constituindo, em última instância, uma corrida bancária e uma crise.

Da mesma forma, um sistema financeiro adequado torna-se relevante na medida em que permite ao banco central utilizar de aumentos na taxa de juros para sustentar o sistema de metas de inflação sem levar a um colapso do sistema econômico. Se o sistema financeiro é considerado inadequado pelos mercados, poderia existir uma saída bruta de capitais, gerando uma posterior depreciação do câmbio, com reflexo sobre a inflação e o ônus das dívidas externas – por conseguinte, uma redução no valor líquidos das empresas, aumentando a seleção adversa e *moral hazard* nos mercados de crédito e, por fim, afetando o investimento e o nível de atividade econômica. Esse quadro, associado ao colapso do sistema financeiro, levaria a um aumento do endividamento do governo que acabaria sendo monetizado, acabando com o sistema de metas de inflação (Mishkin, 2004, p.7)⁹.

Daí decorre que os países em desenvolvimento se defrontam com a ameaça constante de que os residentes possam converter seus saldos monetários em moeda estrangeira, ocasionando uma substituição monetária – fator que deve ser sopesado pela autoridade monetária no planejamento da política monetária,

⁹ O autor ressalta a ocorrência recente desse quadro no México (1994), na Ásia (1997), no Equador (1999), e na Turquia (2000).

especialmente em uma economia com uma ampla abertura e integração financeira com o exterior, como é o caso do Brasil. Portanto, especificidades como regimes fiscais fracos, riscos associados com um sistema financeiro mal regulado, e grandes choques externos poderiam levar a formas de dominância fiscal, financeira ou externa sobre a política monetária.

No caso fiscal, a implementação de um sistema de metas de inflação precisaria então ser feita com um forte regime fiscal, até como forma de reverter as expectativas dos agentes quanto ao comprometimento de austeridade do governo e até que essa nova postura ganhe total confiança dos agentes. Ou seja, o medo da dominância fiscal afetaria as expectativas inflacionárias, requerendo uma política monetária mais restritiva, o que, por sua vez, afetaria negativamente o balanço fiscal. Isso explica a forte política fiscal restritiva da administração federal do Brasil, no sentido de adequar os gastos do governo ao regime de metas inflacionárias.

Outro desafio na condução da política monetária poderia surgir com a possibilidade de que uma estratégia restritiva leve a uma crise financeira, decorrente de um sistema financeiro frágil ou excessivamente alavancado, gerando uma expectativa de que a autoridade monetária não conduza a economia com o objetivo de defender a âncora nominal de preços. A idéia subjacente seria que, diante de uma crise bancária, é menor a probabilidade de adoção de uma política monetária restritiva nesse caso e, caso adotada, a probabilidade de recuperação da economia também é menor.

Um sistema bancário frágil e vulnerável, associado a uma significativa presença de bancos públicos, que podem ser utilizados politicamente, também oferece um desafio à política monetária, de forma que requer uma regulação e supervisão prudencial adequada para fortalecer o sistema. O predomínio de contratos financeiros de curto prazo e uma menor profundidade do sistema financeiro nos países em desenvolvimento tende também a enfraquecer os mecanismos de transmissão da política monetária. Sem mercados de longo prazo, por exemplo, taxas de juros de curto prazo acabam sendo um mecanismo mais utilizado, o que tenderia a gerar uma maior volatilidade das taxas.

Outra explicação para a volatilidade relaciona-se com a existência de choques relevantes nos países em desenvolvimento. Segundo Mishkin (2004, p.7), este seria um fenômeno dominante nessas economias, atingindo esses países em função de suas instituições financeiras e fiscais mais fracas, associadas a fatores também externos. Choques externos teriam um papel mais importante nesses países do que nos países desenvolvidos, sujeitos a paradas súbitas nos influxos de capitais, afetando a taxa cambial e conseqüentemente a taxa de inflação, levando à utilização de taxas de juros mais altas para contornar as pressões inflacionárias. Como resultado, essas economias tenderiam a ter uma maior volatilidade de taxas de juros e de câmbio.

A própria presença freqüente de choques externos relevantes geraria um ambiente de maior instabilidade na economia, o que poderia ameaçar o cumprimento das metas, afetando negativamente a credibilidade de um sistema de metas de inflação. Em última instância, isso significa que pode ocorrer um viés de maior conservadorismo ou de excesso de majoração do instrumento da taxa de juros básica da econômica no sentido de perseguição da meta inflacionária, dada a maior instabilidade de preços.

Nesses países, o *fear of floating*¹⁰ da taxa cambial constitui também uma especificidade relevante, na medida em que faz com que o banco central tenha objetivos adicionais além da meta de inflação em sua função objetivo, de forma a reduzir a incerteza sobre preços e preservar a solvência financeira das firmas e instituições financeiras domésticas, mantendo-se o valor das dívidas e ativos denominados em moeda estrangeira¹¹. Para Khan (2003, p.9), o *fear of floating* seria uma resposta natural dos países em desenvolvimento frente à arquitetura financeira internacional caracterizada por fluxos de capitais desregulamentados e voláteis, constituindo uma condição macroeconômica que torna a política monetária menos flexível.

Um país em desenvolvimento com um regime de câmbio flutuante tenderia a intervir mais agressivamente na taxa cambial do que os países desenvolvidos, permitindo sua menor variabilidade e, em contraponto, permitindo uma variabilidade muito maior na taxa de juros. A lógica estaria em que os países em desenvolvimento se preocupariam com os efeitos de grandes depreciações cambiais sobre a meta inflacionária, dado o alto *pass-through* da taxa cambial sobre a inflação, bem como a perda de acesso a mercados de capitais internacionais e o prejuízo sobre a credibilidade da política econômica.

A diferença nas taxas de inflação percebidas pelos países desenvolvidos e em desenvolvimento também constitui uma especificidade que diferencia a gestão do sistema de metas de inflação nos países em desenvolvimento (Mishkin e Schmidt-Hebbel, 2003) – ou seja, a presença de maiores níveis de inflação. Muitos países em desenvolvimento adotaram sistemas de metas de inflação diante de níveis de inflação bem acima do *steady-state* – como Chile, Israel, Peru, República Checa, Colômbia, México e Polônia, que utilizaram essa estratégia como o principal instrumento para criar credibilidade, reduzir as expectativas inflacionárias, e perseguir um caminho de convergência a uma inflação baixa e estabilizada.

Em contraste, a experiência nos países industrializados começou, de maneira geral, com taxas de inflação inicial próximas da meta de níveis baixos estáveis, não necessitando a utilização do sistema de metas de inflação com esse fim. Essas condições de expectativas de inflação alta, junto com uma menor credibilidade da política monetária nos países em desenvolvimento, constituiriam um tipo específico

¹⁰ No final da década de 1990 surgiu uma convicção bastante difundida de que, com o avanço do processo de liberalização da conta capital, os países emergentes em geral deveriam optar pela flutuação cambial. Passadas as turbulências das crises da década, no entanto, percebeu-se que a maioria destes países estaria, ainda que sob o rótulo da livre flutuação, limitando as variações nas taxas de câmbio – comportamento que ficou conhecido na literatura como *fear of floating*. Isso aponta para a relevância do risco cambial e os efeitos que provoca nos países emergentes. Vide Calvo & Rheinart (2000). Os autores elencam, dentre os fatores que justificariam o medo da flutuação entre os emergentes, o fato de que quando as circunstâncias são favoráveis (há influxos de capitais), muitos emergentes podem ser relutantes em deixar a taxa de câmbio nominal (e real) apreciar excessivamente, pois isto poderia levar a uma perda de competitividade e de diversificação das exportações de bens *tradeables* – ainda que não seja o caso da economia brasileira, que prescinde de uma política econômica de caráter mais mercantilista, a *la* economias asiáticas.

¹¹ Mishkin (2004, p.4) explica o *fear of floating* em função de uma depreciação da moeda doméstica afetar o produto pelo canal do crédito: a depreciação aumentaria o valor nominal das dívidas das empresas, reduzindo seu valor líquido, gerando problemas de informação assimétrica, seleção adversa e *moral hazard*, o que acabaria afetando o nível de empréstimos na economia e, em última instância, o nível do produto. Assim, esse comportamento constituir-se-ia numa restrição à política monetária nos PEDs.

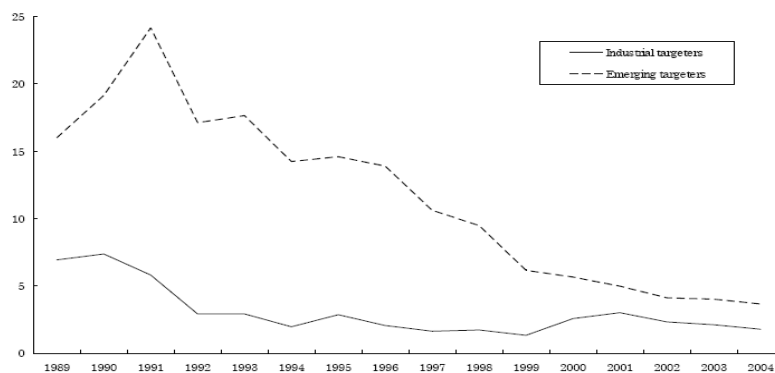
de desafio e de dificuldade para a implementação e sustentação do regime em direção à convergência da meta.

Portanto, uma dificuldade para a gestão do sistema de metas de inflação em economias periféricas está em que o regime não apenas deve garantir que a inflação deva estar em torno do nível de longo prazo estabelecido, mas também em que deverá convergir a inflação para níveis baixos, diante de taxas de inflação muito maiores do que a verificada em países centrais, o que também é dificultado pela chamada credibilidade imperfeita da autoridade monetária.

Fraga *et al.* (2003) citam que, quando o sistema foi adotado, a inflação média nos países desenvolvidos era de 3,7%, enquanto que nos países em desenvolvimento era de 13,1%, sendo que metade nesse último grupo tinha uma inflação de dois dígitos na ocasião¹². Essa especificidade seria ainda mais evidente pela comparação das primeiras metas estabelecidas, com banda superior de 6% e com média efetiva de inflação de 2,8% nos países centrais, e de 20% nos em desenvolvimento, que apresentaram uma média de 10,3%. Ou seja, seriam situações macroeconômicas completamente distintas que vão necessitar de medidas específicas com graus distintos.

O gráfico seguinte ajuda a espelhar essa situação distinta entre o conjunto de países centrais e periféricos, representando desafios distintos em termos de política econômica a ser considerado em cada contexto específico. Essa constatação fica ainda mais evidente se se considerar os maiores desafios em termos de desenvolvimento econômico que as economias em desenvolvimento se defrontam.

Gráfico 2. Inflação média anual em economias industriais e emergentes que adotam Sistemas de Metas de Inflação (1989/2004)



Fonte: Mishkin & Schmidt-Hebbel (2007), com base nos dados do *International Financial Statistics*, do FMI.

Num ambiente econômico com uma taxa de inflação significativamente mais alta do que a meta de longo prazo, o banco central também precisaria adotar uma política restritiva mais ativa com custos naturalmente mais elevados sobre o produto. Isso se defrontaria com os problemas já mencionados de credibilidade imperfeita e da presença de uma inércia inflacionária, resultante de um comportamento *backward-looking*, dada a presença de fatores como contratos indexados e expectativas adaptativas dos agentes. Como ensinam Mishkin e Schmidt-Hebbel

¹² Por exemplo, no caso do Peru, Chile, Israel e México, a inflação era de 39.5%, 27.3%, 18.0% e 18.6%, respectivamente (Fraga *et al.*, 2003).

(2003, p.16), quando o nível de inflação, tipicamente encontrado nos países em desenvolvimento quando da implementação de sistemas de metas de inflação, é bem superior do que a meta de longo prazo consistente com a estabilidade de preços, a credibilidade do banco central tende a ser baixa, além de que, em patamares elevados, a inflação nunca seria facilmente controlada pelas autoridades monetárias.

Para Levin *et al.* (2003, p.25), nos países em desenvolvimento há uma maior dificuldade em controlar e prever a inflação. Registram-se maiores desvios inflacionários, associados com maiores choques e uma menor credibilidade do banco central nesses países com um histórico de alta inflação. Ou seja, há aqui desafios com os quais países desenvolvidos, já num patamar de taxas de inflação baixas, não se defrontam. Por exemplo, eles indicam que o nível de preços tende a ser naturalmente mais volátil nos países em desenvolvimento, dada a maior participação do grupo de alimentação na composição dos índices inflacionários, condicionados a condições climáticas e assim a um movimento mais imprevisível (*idem*, p.20). Esse fato associa-se a que preços administrados também possuem um maior impacto sobre a inflação nos países em desenvolvimento, especialmente nos anos iniciais do processo desinflacionário. Conseqüentemente, torna-se mais difícil para o banco central efetivamente controlar a inflação. Por sua vez, esse quadro pode afetar a própria credibilidade do sistema de metas de inflação, ou introduzir um viés altista na taxa de juros como instrumento de controle inflacionário, em níveis muito mais elevados do que os praticados em economias centrais.

Nesse contexto, “uma credibilidade fraca quando a inflação é inicialmente alta torna mais provável que o público e os mercados não acreditem que o banco central seja sério sobre o cumprimento de suas metas” (*idem*, p. 17). Mesmo com uma estratégia gradual de convergência à meta, o desvio substantivo persistente da meta para cada ano – como a experiência brasileira demonstra –, pode levar a problemas de credibilidade, assim como a adoção de bandas muito amplas denotando a dificuldade em se prever e controlar a inflação. A própria questão da inércia inflacionária já constitui um desafio maior, dadas as expectativas inflacionárias dos agentes estarem mais atreladas à inflação passada e não à meta oficial de convergência.

Mudanças na taxa de câmbio também podem ter um grande impacto sobre a inflação, especialmente em economias pequenas abertas. Por exemplo, uma depreciação da moeda leva a um aumento da inflação como resultado do *pass-through* dos preços importados mais altos e da maior demanda por exportação, particularmente nessas economias pequenas (Mishkin & Schmidt-Hebbel, 2003, p.20), junto da pressão pública para o banco central alterar a política monetária diante da volatilidade da taxa cambial. Uma apreciação da moeda doméstica pode tornar a economia local não-competitiva, enquanto uma depreciação seria geralmente considerada uma falha do banco central. Assim, uma apreciação real pode tornar não só a indústria local menos competitiva, mas pode levar a grandes déficits que podem tornar o país mais vulnerável a crises monetárias diante de um *sudden stop* dos influxos externos¹³. Dado que um sistema de metas de inflação não objetiva metas cambiais ou de desempenho da economia real, esse quadro parece

¹³ Mishkin (2004, p.22) ressalta ser em função do passado histórico e de uma menor credibilidade na habilidade em manter a inflação sob controle que leva nos PEDs os agentes considerarem que uma depreciação leva a um aumento da inflação como resultado do *pass-through* dos maiores preços dos importados e da maior demanda por exportações.

ser bastante viável de se impor numa economia emergente, aliás, como a própria experiência brasileira atual demonstra.

A depreciação da moeda em países em desenvolvimento pode também levar a crises financeiras, dado o débito externo denominado em moeda estrangeira aumentar o ônus da dívida das empresas domésticas. Junto com os ativos denominados na moeda local, haveria um declinante valor líquido das empresas, o que aumentaria problemas de seleção adversa e *moral hazard*, também levando à instabilidade financeira e a um grande declínio no investimento e na atividade econômica. Os próprios países em desenvolvimento, com grande parcela do estoque de dívida externa denominada em moeda estrangeira, também poderiam não ser capazes de permitir grandes depreciações de suas moedas, dado que afetariam seu balanço de pagamentos com o exterior e poderiam criar uma crise financeira.

Ou seja, países endividados em moeda estrangeira – dado seu *original sin* impondo financiamento externo internacional em moedas conversíveis –, diante de uma depreciação da moeda doméstica, vêem aumentar o ônus das dívidas das empresas. Dado que seus ativos locais não aumentam de valor, dá-se um declínio no seu valor líquido, deteriorando os balanços patrimoniais, aumentando problemas de seleção adversa e *moral hazard*, levando a instabilidade financeira e um acentuado declínio no I e na atividade econômica (Mishkin, 2004, p.23). Agora, a própria limitação da volatilidade da taxa de câmbio poderia acabar se tornando uma âncora nominal precedente à meta de inflação, constituindo uma ameaça à PM, assim como a manutenção de preço de qualquer outro ativo (Mishkin e Schmidt-Hebbel, 2003). Vale dizer, objetivando uma taxa de câmbio específica acabaria afetando o desempenho da política monetária.

Esse mecanismo impediria a adoção de um regime cambial flexível, constituindo uma âncora nominal precedente à própria meta, distorcendo o sistema de metas de inflação. Com dois objetivos, pode-se gerar uma situação em que um objetivo acaba sendo preferido num determinado cenário, mas sem uma política clara de como tal conflito fosse resolvido, tornando a política monetária menos transparente e dificultando o alcance da meta. Nesse contexto, Mishkin (2004, p.26) sugere que o banco central deva preservar o foco na inflação, e aumentar a transparência de qualquer intervenção para suavizar flutuações cambiais consideradas excessivas, e não atuar num sentido contrário ao estabelecimento da taxa cambial de longo prazo.

Conforme Fraga *et al.* (2003), a importância da taxa cambial, além de seus efeitos inflacionários, pode ser explicada em função de significativa volatilidade na taxa cambial diante de grandes fluxos de capitais ou choques, com um mercado cambial menor desenvolvido; pelo próprio histórico inflacionário, sendo a taxa cambial um importante preço na formação das expectativas inflacionárias dos agentes; a flutuação do câmbio pode afetar a lucratividade relativa das firmas; e o endividamento em moeda estrangeira ser significativo. Dadas essas pressões externas, uma maior volatilidade do produto, juros, e câmbio, a possibilidade de não-cumprimento da meta tende a ser maior, o que pode ser ilustrado pela experiência do Brasil com a significativa depreciação do real em 2002 impedir a manutenção da meta, por exemplo.

Fraga *et al.* (2003) também entendem que esses países se defrontam com maiores *tradeoffs* entre volatilidade do produto e nível de inflação mais alto, e com

uma pior performance do que os países desenvolvidos. Tais resultados seriam decorrentes de um cenário de choques externos mais pronunciados, de uma menor credibilidade, e de um menor nível de desenvolvimento das instituições nesses países, o que exigiria maiores níveis de transparência e comunicação com o público e o desenvolvimento de instituições mais estáveis¹⁴. Assim, uma das especificidades que caracterizaria os países em desenvolvimento com relação à implementação de um sistema de metas de inflação está no desafio em romper com o círculo vicioso entre, um lado, a baixa credibilidade e instituições mais frágeis, e, de outro, uma instabilidade macroeconômica e uma vulnerabilidade a choques externos maiores. Ou seja, seria um longo processo envolvendo a construção e a manutenção da credibilidade de uma autoridade monetária comprometida com a estabilidade de preços num contexto de uma maior instabilidade (Fraga *et al.*, 2003).

Fraga *et al.* (2003) ainda apontam que, nos países em desenvolvimento, a condução de um regime de metas inflacionárias se defronta com desafios como a necessidade de redução dos níveis de inflação que se encontram em patamares superiores aos objetivos de longo prazo, diante da presença de uma baixa credibilidade; e a convivência com a dominância fiscal, financeira ou externa, além de choques exógenos resultando em uma maior volatilidade do produto, inflação e juros. Logo, os autores explicam as diferenças de desempenho destes países com relação aos países desenvolvidos pela presença de instituições mais frágeis, inclusive do próprio banco central, pela credibilidade imperfeita, pela necessidade de redução dos níveis inflacionários, e pela natureza e magnitude dos choques que atingem essas economias. Nesse contexto, a adoção de uma meta de inflação representaria um esforço para aumentar a credibilidade da autoridade monetária comprometida com a estabilização de preços.

Entretanto, apontam que a construção dessa credibilidade toma tempo e que, durante esse período, as ações do banco central precisariam não ser apenas consistentes com a meta, mas também considerar que os agentes privados não confiam totalmente na condução idônea da instituição. Dado um histórico de baixa credibilidade, os agentes preocupar-se-iam com o comprometimento do banco central com a meta, e com sua reação a choques, atribuindo uma certa probabilidade de que a autoridade monetária não perseguiria a meta como anunciado. Como resultado, a inflação esperada e a inflação atual tendem a ser maiores do que a existente com uma autoridade monetária perfeitamente crível. Da mesma forma, diante de choques externos, os agentes não confiariam que o banco central reagisse fortemente e, dessa forma, haveria um custo de construção de confiança diante de pressões inflacionárias decorrentes da própria baixa credibilidade de seu comprometimento com o novo regime. Durante algum período, a volatilidade de juros e produto seria maior e, se o banco central considerasse os

¹⁴ Haveria muitas situações em que tais *tradeoffs* apareceriam, como no caso de paradas bruscas de influxos de capitais em um PED levando a uma substancial depreciação da moeda, como verificado no caso brasileiro em 2002, quando o país se defrontou com uma saída de USD 30 bi que levou a uma depreciação nominal de 50%. Mesmo sob boas condições iniciais, com um baixo *pass-through* e uma expectativa inflacionária dentro da meta, esse evento, além de gerar uma inflação acima da meta, até em decorrência de uma inércia inflacionária, levou a uma piora nas expectativas inflacionárias do próprio ano e do ano seguinte. Ou seja, o ambiente mais volátil nos PEDs levaria ao questionamento de como construir uma credibilidade diante de choques mais amplos, ou de como lidar com choques que representam alterações nos preços relativos, sendo que os autores indicam o papel da comunicação e da transparência como cruciais nesse processo.

custos em termos de produto, a volatilidade da inflação também tenderia a ser maior em comparação com uma situação de plena credibilidade.

Já Khan (2003, p.12) aponta duas especificidades dos países em desenvolvimento que tendem a complicar o gerenciamento da política monetária. Por um lado, a existência de amplos movimentos de capitais, que podem requer algum grau de intervenção pelo banco central no mercado cambial, particularmente no caso de choques temporários. O ponto central seria a capacidade de o banco central avaliar a real natureza dos choques, e determinar se é o caso para apreciação ou depreciação da moeda doméstica, uma tarefa que o autor não considera ser de fácil execução. Por outro lado, ele aponta que a efetividade da política monetária também seria comprometida em economias altamente dolarizadas em função do impacto limitado das ações de política monetária em direção da meta de inflação.

Por fim, o autor enfatiza uma série de diferenças em questões operacionais entre países desenvolvidos e em desenvolvimento. Os primeiros tendem a se basear menos em modelos econométricos na condução da política monetária, e mais no uso de julgamentos subjetivos, diante de um maior grau de incerteza com respeito aos canais de transmissão e a efetividade dos instrumentos de política monetária em função das mudanças estruturais em execução. Isso também explicaria os horizontes mais curtos bem como a adoção de bandas no lugar de metas pontuais para a inflação. Nos segundos, haveria também intervenções mais frequentes do banco central no mercado cambial, parcialmente explicadas pela existência de um maior *pass-through* do câmbio para a inflação, e seu papel na formação das expectativas inflacionárias, principalmente em seus estágios iniciais.

Assim, quanto a seu desempenho, é natural que o resultado das políticas monetárias seja distinto entre os países. De qualquer forma, a inflação média tanto nos países em desenvolvimento quanto nos países desenvolvidos foi substancialmente menor depois da adoção de metas de inflação do que imediatamente antes de sua adoção – ainda que autores como Ball & Sheridan (2003) questionem a existência de uma correlação forte nesse sentido. De qualquer forma, Fraga *et al.* (2003) apontam que países em desenvolvimento têm tido uma performance relativamente pior do que os desenvolvidos. Naqueles países, os desvios observados tanto da meta central quanto da banda superior foram maiores e mais comuns – 81% e 167% maiores, respectivamente, com relação aos países desenvolvidos.

Como explicação, Fraga *et al.* (2003) sugerem que, ou as autoridade monetárias seriam menos comprometidas com suas metas, distorcendo o regime de metas, ou então a definição da meta de inflação nesses países seria uma tarefa “mais desafiadora” (idem, p.3) do que nos países desenvolvidos, dado um ambiente de maior volatilidade, associado a instituições e credibilidade mais fracas que levariam a um *tradeoff* mais acentuado do que o existente nos países desenvolvidos. Fraga *et al.* (2003) ainda comparam as volatilidades da inflação, do produto, da taxa cambial e de juros, além da inflação e crescimento médio do produto entre os países. Apesar de que na maioria dos países em desenvolvimento a adoção do sistema de metas seja recente, dificultando a formação de conclusões e aplicação de métodos econométricos aos dados, seus resultados indicam que as volatilidades de todas as variáveis – inflação, juros, produto e câmbio, e o nível de inflação –, são maiores nos países em desenvolvimento.

Assim, nas economias emergentes o nível de volatilidade do crescimento econômico é muito mais acentuado do que nas economias centrais, questão que passa ao largo do foco institucional de um sistema de metas de inflação, e que deveria ser melhor considerado pelo banco central na condução de sua política monetária. Nos países em desenvolvimento, há uma maior variabilidade de preços e produto, o que pode se traduzir em uma credibilidade imperfeita da autoridade monetária. Por sua vez, a busca de credibilidade da autoridade monetária na condução da política monetária pode significar um viés altista da taxa de juros, no momento em que o banco central utiliza com mais vigor o instrumento da taxa básica de juros para perseguir a meta de inflação. Essa parece ser justamente a experiência do Brasil desde a implementação do sistema de metas de inflação em 1999: o país apenas recentemente conseguiu manter a inflação dentro da meta inflacionária anunciada.

Isso levanta a hipótese, amplamente discutida diante da conjuntura recente do país, do custo em termos de perda de produto relacionada a essa escolha política. Ball & Sheridan (2003) apresentam evidências empíricas de que o “preço” pago em termos de perda de produto para a execução de processos desinflacionários tenha sido maior em países em desenvolvimento do que em países desenvolvidos que adotaram sistemas de metas de inflação. Esse aspecto corrobora a hipótese de que o sistema de metas de inflação possui restrições em sua aplicabilidade e conveniência em economias cuja volatilidade econômica é muito mais acentuada do que a verificada na conjuntura dos países em que teria sido inicialmente prescrita – ou seja, em economias centrais. Esse é um fato estilizado identificado por Cunha (2007). Ou seja, de que países que adotam regimes de metas inflacionárias apresentam uma maior variabilidade do produto, o que sugere a adoção de políticas monetárias mais ativas, com efeitos deletérios mais expressivos sobre a economia real.

Por fim, cabe frisar alguns aspectos que uma política econômica em um país ainda em desenvolvimento como o Brasil deveria adotar. Vale dizer, há diferenças estruturais e que se refletem no comportamento macroeconômico de uma economia nesse estágio de desenvolvimento que devem naturalmente serem consideradas nas políticas públicas. Enquanto que nos países desenvolvidos as inovações tecnológicas são as principais fontes do crescimento, segundo as teorias de crescimento endógeno mais recentes, nos países em desenvolvimento o crescimento está relacionado com: o investimentos em capital físico; o fechamento do *gap* de conhecimento tecnológico; a atração de atividades e inovações previamente desenvolvidas nos países centrais; na realocação de fatores produtivos de atividades menos produtivas (como a economia rural de subsistência) para atividades mais produtivas (urbanas).

Assim, países em desenvolvimento (com respeito aos desenvolvidos) possuem um setor primário relativamente maior; um setor industrial menos diversificado e concentrado em poucos setores ou empresas, o que tende a se agravar na falta de uma política industrial voltada, por exemplo, ao desenvolvimento de novas empresas exportadoras, como as quatro mil firmas que são apontadas pelos economistas do Ipea com um potencial pleno de competição externa; além de existir um grau de abertura comercial e financeira diferenciado, bem como a dependência da exportação de poucas *commodities*. São desafios distintos, estágios de desenvolvimento que ensejam políticas econômicas específicas em resposta a cada ambiente subjacente.

Vale dizer que, sob uma perspectiva keynesiana, enquanto o principal problema macroeconômico dos países desenvolvidos é como garantir a “demanda efetiva” que permita o pleno emprego dos fatores produtivos, nos em desenvolvimento, toda a capacidade produtiva (estoque de capital) pode estar sendo empregada e ainda assim a estrutura econômica não ser capaz de absorver toda a mão-de-obra disponível. Assim, o foco é a deficiência de capacidade produtiva (oferta) e não sua subutilização. Isso constitui uma diferença brutal para a gestão de políticas públicas, no sentido de que não se pode simplesmente adotar políticas monetárias voltadas sobre o nível da demanda (para controlar a inflação) – o próprio fato de que existe menos crédito ao consumidor e um maior auto-financiamento das empresas indica que a taxa de juros afeta proporcionalmente menos a demanda. Isso significa que, para surtir efeitos, deve haver um choque de juros muito maior para produzir o mesmo resultado “deflacionário”. Entretanto, o cenário macroeconômico requer políticas voltadas à ampliação da capacidade produtiva, dadas as idiosincrasias próprias de uma economia em desenvolvimento, o que parece explicar as políticas mercantilistas, mais atreladas ao crescimento, em outras economias emergentes como a China, a Índia e a Rússia. É errônea a suposição de que estabilização de preços permita o crescimento.

Considerações finais

Naturalmente, o assunto não se esgotou nas poucas páginas anteriores. Todavia, procurou-se contribuir para o debate no sentido de aprimoramento do sistema de metas de inflação no país, com base em pesquisa teórica e nos trabalhos empíricos mais recentes. Procurou-se apresentar as origens teóricas e as principais características da estratégia de uma política monetária baseada em metas de inflação, buscando as evidências da literatura e a avaliação da eficácia de tal escolha política. Um fio condutor do trabalho buscou responder se um sistema de metas de inflação faz diferença para uma economia em termos de sua performance econômica após sua adoção pelo banco central como um regime explícito com uma âncora nominal exclusiva para conduzir a política monetária, especialmente em países em desenvolvimento.

De forma geral, conclui-se que sistemas de metas de inflação parecem mesmo ajudar os países a convergirem sua performance a níveis parecidos com as economias centrais, sobretudo durante a chamada fase “madura” do regime, quando se tem controlada a inflação dentro dos parâmetros estabelecidos (Mishkin & Schmidt-Hebbel, 2007, p.28). No Brasil, certamente o grande mérito do sistema de metas de inflação foi a administração das expectativas inflacionárias, no momento em que permitiu sua dissociação de uma inércia inflacionária histórica, projetando a inflação para a convergência a um patamar futuro previamente anunciado pela autoridade monetária.

Por outro lado, apesar dos resultados favoráveis obtidos pelos países que adotaram estratégias de metas inflacionárias em suas políticas monetárias e de uma tendência na década de 1990 de economias industriais e emergentes adotarem sistemas de metas de inflação, a evidência empírica não suporta a conclusão de uma superioridade desse regime, ou de sua maior eficiência com relação aos instrumentos de política monetária adotados por economias *nontargeters*, todos países industrializados com políticas monetárias bem-sucedidas. Dada a falta de evidência empírica robusta, fato associado ao desempenho positivo das políticas

monetárias nas principais economias mundiais (EUA, Europa e Japão) que não adotam sistemas de metas de inflação, não se pode identificar uma relação mais robusta entre um sistema de metas de inflação e eficiência no alcance da estabilidade, muito menos que os níveis de inflação sejam mais reduzidos ou que haja uma menor volatilidade do produto e da inflação nesse caso.

Esse fato permite dizer que políticas monetárias sem metas de inflação podem ser mais benéficas para uma economia em desenvolvimento como o Brasil. Os principais países centrais confiam um duplo mandato para seu banco central. Nesse contexto, os juros são utilizados tanto para combater a inflação como para garantir o emprego, o que, na prática, equivale a garantir o crescimento econômico. A lei americana impõe isso ao *Federal Reserve*. Atentar para a estratégia da maior e mais bem-sucedida economia do mundo, diante das evidências empíricas apresentadas, pode significar um avanço em termos de política monetária no Brasil.

Na economia americana, baixam-se os juros para naturalmente incentivar a atividade econômica, isso sem falar que o nível de desemprego brasileiro é muito superior ao norte-americano projetado em 4,9% para 2008. Sob essa ótica, a alteração do sistema de metas de inflação no Brasil no sentido de sua harmonização com os objetivos de crescimento econômico significa a possibilidade de se implementarem novas perspectivas para o desenvolvimento, incluindo a utilização de instrumentos como a taxa de câmbio na determinação de um setor exportador mais dinâmico e inserido nos fluxos comerciais com os países centrais¹⁵.

Para que serve afinal a política monetária, que equivale à política de juros? Sob um sistema de metas de inflação, como no Brasil, o banco central tem como missão institucional apenas o controle de preços dentro da meta. Quando a inflação recrudesce, o banco central eleva os juros, ou paralisa a queda da taxa de juros básica da economia. Isso significa a circulação de menos dinheiro na economia e crédito mais caro, que tendem a cortar o consumo e, em seguida, a produção. Por fim, cerca de seis meses depois, a inflação tende a recuar. Nesse sistema, nem o crescimento econômico (e o emprego) nem a política cambial estão entre os objetivos diretos do banco central.

Assim, há um descompasso entre a política econômica do país, centrada na política monetária, e as demandas de geração de emprego e renda. O que assistimos no Brasil é um Estado que carece de coordenação macroeconômica em suas diversas atuações, com o Banco Central autônomo operacionalmente por um lado e outros setores da administração pública atuando em outra esfera, mas sem uma comunicação em busca da harmonia de objetivos macros, como a estabilidade econômica associada ao crescimento econômico.

Ou seja, ainda que exista justificativa teórica para a manutenção de nível de juros elevados no país, a descoordenação da política monetária com relação aos objetivos de crescimento do produto e do emprego deixa a desejar e a permitir o alcance de patamares mais elevados de renda. É esse tipo de coordenação, ao associar a missão do BC diretamente a esses objetivos, que a adoção da proposta de alteração da missão institucional do Banco Central, nos moldes propostos pela XX AND do Sinal, pode proporcionar. Isso poderá superar a hipótese amplamente

¹⁵ Vide matéria "País possui 4 mil empresas que podem competir no exterior, mas não exportam", no Jornal Valor, de 30/05/2007. O livro "As empresas brasileiras e o comércio internacional", organizado por João Alberto De Negri e Bruno César Araújo, ambos do Ipea, também é ilustrativo do potencial exportador do país não explorado.

difundida no Brasil da separação de objetivos na economia real na esfera da política monetária, como se constituísse uma ameaça para a eficiência da política monetária. *Sic.*

Referências bibliográficas

BALL, L.; SHERIDAN, N. (2003). "Does inflation targeting matter?", NBER WP9577. Disponível em <http://papers.nber.org/papers/W9577>. Acesso em 26/05/2005.

BEDDIES, C. (2000). "Selected Issues concerning Monetary Policy and Institutional Design for Central Banks: A Review of Theories". IMF Working Paper 00/140 (www.imf.org).

CALVO, G.; REINHART, C. (2000). "Fear of floating". Quarterly Journal of Economics, Cambridge, v.117, n.2, p.379–408, May 2002.

CUNHA, A. (2007). Apresentação de aula de metas de inflação. Porto Alegre: PPGE/UFRGS.

FRAGA, A.; GOLDFAJN, I.; MINELLA, A. (2003). "Inflation Targeting in Emerging Market Economies". NBER Working Paper n. 10019.

KHAN, M. S. (2003). "Current Issues in the Design and Conduct of Monetary Policy". Working Paper 03/56. Washington, DC: International Monetary Fund (www.imf.org).

KYDLAND, F.; PRESCOTT, E. (1977). "Rules Rather Than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans". Journal of Political Economy.

LEVIN, A; NATALUCCI, F. & PIGER, J. (2003). "The Macroeconomic Effects of Inflation Targeting". Disponível em <http://research.stlouisfed.org/publications/review/04/07/LevinNatalucciPiger.pdf>. Acesso em 27/05/2005.

MISHKIN, F. (2004). "Can Inflation Targeting Work in Emerging Market Countries?". NBER Working Paper No.10646.

MISHKIN, F. S. (2005). "The Fed after Greenspan." *Eastern Economic Journal* 31(3): 317–32.

MISHKIN, F.; SCHMIDT-HEBBEL, K. (2007). "Does Inflation Targeting make a difference?" NBER Working Paper 12876. January 2007.

RIZZIERI, J. (2007). A inclusão social pela iniciativa do Estado. São Paulo: Gazeta Mercantil. Coluna Opinião, Caderno A, p.3. 26 nov 2007.

SICSÚ, J. (2002). "Teoria e Evidências do Regime de Metas Inflacionárias". Revista de Economia Política, vol. 22, nº 1 (85), janeiro-março/2002.

VASCONCELLOS, P. (2005). "Metas de inflação: um tiro no pé". Revista Por Sinal, ano 3, ed.13, abril 2005: 14-19.