

Regime de metas de inflação: uma verificação empírica de sua eficiência

Pollyanna Paganoto Mouraⁱ
Rodrigo Straessli Pinto Franklinⁱⁱ

RESUMO: Este artigo tem como objetivo principal verificar a eficiência do regime de Metas de Inflação proposto pela abordagem teórica dominante do *mainstream*. Para tanto, percorreremos o caminho desenvolvido historicamente pela estrutura teórica de onde emergiu esse regime a fim de evidenciar a fonte de seus pilares. Em seguida, verificamos o comportamento de sua execução para uma dada quantidade de países que adotam e não adotam o regime a fim de observar o diferencial conquistado em algumas de suas variáveis como taxas de inflação, crescimento do produto e desemprego. Por fim, apresentamos as conclusões alcançadas a fim de evidenciar se há vantagens no uso de uma política monetária como o regime de Metas de Inflação, que priorize a manipulação de uma variável, ou se políticas monetárias mais ativas, que levem em conta a instrumentalização de outras variáveis, poderão alcançar resultados mais satisfatórios para a política econômica como um todo. O principal resultado obtido é que, ao mesmo tempo em que não podemos afirmar que o regime de Metas de Inflação é o modo mais eficiente para controlar a elevação do nível de preços, ele parece penalizar o desempenho de outras variáveis macroeconômicas, tais como crescimento do produto e nível de emprego, sobretudo para o caso dos países em desenvolvimento.

PALAVRAS-CHAVE: Metas de Inflação; Política Monetária; Produto; Emprego.

The inflation target regime: an empirical verification of its efficiency

ABSTRACT: *The main purpose of this paper is to verify the efficiency of Inflation Target regime proposed by the dominant theoretical approach of the mainstream. To do this, we reviewed the historical path of development of the theoretical structure from that emerged this proposal of Monetary Police. After that, we verified the behavior of its execution for a given amount of countries that adopted and did not adopted this regime in order to testify the difference between some of your variables such as inflation, output growth and unemployment. Finally, we presented the conclusions reached in order to show if it is necessary the use of a Monetary Police as the Inflation Target Regime, that prioritizes manipulation of only one variable or if more active Monetary Policies, that take into account others variables, can achieve more satisfactory results for economic policy as a whole. The main result is that, while we cannot say that the Inflation Targeting regime is the most efficient way to control the rise in the price level, it seems to penalize the performance of other macroeconomic variables, such as product growth and level of employment, especially for developing countries.*

KEYWORDS: *Inflation Target; Monetary Police; Output, Employment.*

1. INTRODUÇÃO

A partir da década de 1990, um crescente número de países tem adotado o regime de Metas de Inflação (“Inflation Targeting”) para conduzir suas políticas monetárias. Este regime surgiu como uma alternativa às políticas monetárias que vinham sendo adotadas anteriormente, como por exemplo, regimes de câmbio fixo e meta de agregado monetário. O regime de Metas de Inflação, criado dentro do arcabouço da economia novo clássica, está pautada na curva expectacional de Philips, taxa natural de desemprego, neutralidade da moeda e na existência inerente de um viés inflacionário, e tem como principal objetivo a ser perseguido a estabilidade dos preços no médio e longo prazo. Para seu funcionamento, o Banco Central é escolhido como o gestor único na condução desse regime e deve, portanto, centralizar seus esforços no alcance das metas inflacionárias anunciadas por ele anteriormente para um dado período. Nesse sentido, o Banco Central necessita pautar suas ações na transparência com o público a fim de adquirir credibilidade, reforçando dessa forma seu compromisso com a estabilidade econômica, combatendo o viés inflacionário.

Nesse contexto, este trabalho tem o objetivo, a partir da abordagem teórica dominante, do *mainstream*, explorar as principais características que fundamentam o regime de Metas de Inflação. Para isso, faremos uma breve investigação da estrutura teórica responsável pelo surgimento desse regime e as características de alguns regimes que o antecederam. Verificaremos, portanto, a evolução das políticas monetárias, principalmente após a segunda guerra mundial, quando as ideias keynesianas prevaleciam frente a um ambiente econômico aquecido pela reconstrução no pós-guerra. Veremos o ressurgimento das ideias monetaristas como crítica à economia keynesiana e também posteriormente o nascimento da escola novo-clássica que é a base para o nascedouro do regime de Metas de Inflação inserido num chamado “novo consenso macroeconômico”.

Assim, averiguar-se-á a importância de uma política monetária mais ativa, que persiga metas para diversas variáveis macroeconômicas (como emprego, produto etc.), ou se uma política monetária focada no desempenho de uma única variável (como é o caso do regime de Metas de Inflação) é o suficiente para se obter uma condução eficiente da economia como um todo. É crescente a visão, segundo Bernake e Mishkin (1997, p.9), de que uma economia que mire sua política monetária na estabilização dos preços crie um ambiente propício para o crescimento econômico e eficiência no longo prazo. Será verificado se o regime de Metas de

Inflação conduz a economia para um crescimento no seu produto e em paralelo, uma alteração no nível de emprego. E ainda, se este regime contribui de fato para uma redução no nível geral de preços nos países que o adotam.

Assim, será observado o comportamento dos dados de taxas de inflação, crescimento real do produto e taxa de desemprego para 24 países, sendo 12 que adotam e 12 que não adotam o regime, a partir dos dados do banco mundial. Desses 12 que adotam, 6 serão economias desenvolvidas e 6 em desenvolvimento¹ e o mesmo será feito para o conjunto de países que não adotam o regime. Procuraremos assim fazer uma análise comparada entre as diversas economias a fim de verificar as mudanças proporcionadas por essa política monetária em relação àqueles que não a utilizam. Dessa forma, obteremos um indício com relação à capacidade do regime de Metas de Inflação, que a cada dia ganha mais popularidade e adeptos, de ser tão eficiente quanto argumenta a teoria vigente.

Para cumprir os objetivos propostos, este trabalho está dividido em 5 seções, incluindo esta introdução. Na seção 2 será exposto os fundamentos teóricos que nos faz chegar ao regime de Metas de Inflação. Na seção 3 será entendida a abordagem teórica novo-keynesiana para concepção do regime e sua fundamentação a partir da visão de uma literatura dominante. Na seção 4 será realizada uma análise empírica de países que adotam e não adotam o regime de Metas. Na seção 5 serão realizadas as considerações finais alcançadas a partir da observação empírica do comportamento dos países selecionados.

2. COMO SURTIU O REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO

A busca por uma estabilidade econômica que proporcione o crescimento sempre foi um objetivo incansável para a execução das políticas monetárias nos diversos países. Nas décadas subsequentes à segunda guerra mundial, as políticas monetárias eram pautadas principalmente nas ideias keynesianas e a sustentação dos níveis de emprego era o cerne de todo o debate. Surgiu também nesse período a conhecida *Curva de Philips* em que se verifica uma relação inversa e estável entre inflação e taxa de desemprego. Ou seja, a taxas de desemprego muito baixas, a inflação tende a ser alta. As políticas monetárias nesse período foram conduzidas a fim de encontrar o melhor equilíbrio entre taxas de desemprego aceitáveis para uma inflação que não corroesse a economia.

¹ De acordo com classificação do Fundo Monetário Internacional(FMI) em 2009.

Nas décadas de 1960 e 1970, no entanto, foram verificadas elevações do desemprego e também da inflação em diversas economias e a teoria keynesiana se tornou alvo de críticas, pois já não sustentava os resultados da realidade. Reaparecem a partir desse contexto as teorias monetaristas para guiar as políticas monetárias a partir do controle de agregados monetários, sendo Milton Friedman seu maior expoente. Nesse contexto, Friedman sugere uma explicação para o insucesso da Curva de Philips que seria a não distinção entre salários nominais e salários reais e considera a hipótese de uma taxa natural de desemprego. Com isso, há um *trade-off* de curto prazo devido a um efeito de ilusão monetária que as pessoas sofrem, ao considerarem um aumento no salário nominal um aumento no salário real. No longo prazo, porém, há um ajustamento dessas percepções e a economia volta a operar como antes, à sua taxa natural de desemprego.

Nesse quadro, as ideias monetaristas ganharam força e passaram a influenciar o viés da política monetária em diversos países, já que a moeda foi vista como determinante fonte de distúrbio ou sucesso econômico. Os representantes dessa escola, principalmente Friedman, sugerem o uso de regras de crescimento constante da oferta monetária para conter o processo inflacionário, já que, segundo ele, é imperfeito o conhecimento teórico e empírico sobre o funcionamento da economia. Essas práticas de condução das políticas econômicas eram conhecidas como regime de metas monetárias. Contudo, elas não foram suficientes para conter o processo inflacionário fazendo com que a relação agregado monetário e inflação fossem instáveis.

Na década de 1970, surge então a escola novo-clássica, como uma vertente crítica ao monetarismo onde há neutralidade da moeda tanto no curto quanto no longo prazo. Essa escola deu uma nova interpretação ao comportamento dos agentes econômicos para a política monetária, de acordo com Oreiro (2008), eliminando o fator de ilusão monetária defendida pelos monetaristas para interpretar o comportamento da não neutralidade da moeda no curto prazo.

A partir dessas novas concepções teóricas surge o debate sobre a melhor forma de condução da política monetária, se por meio de regras ou com discricionariedade. No primeiro caso, as autoridades visam um comprometimento com regras claras a serem perseguidas. No segundo caso, utilizam os instrumentos levando em consideração a conjuntura econômica e os objetivos da política macroeconômica. Ou seja, por meio de regras a política econômica fica amarrada a perseguir os objetivos propostos, sem ser influenciada pelo ambiente político. Já

uma política discricionária, confere liberdade às autoridades monetárias para dar andamento aos seus objetivos, levando em consideração o meio ao qual está inserida.

Surge nesse contexto, o regime de Metas de Inflação que se apoia, na concepção de Freitas (2009), nos fundamentos teóricos da escola novo-clássica sustentada e pautada nos seguintes elementos: 1) equilíbrio do mercado, que afirma que a economia sempre tenderá a um estado de equilíbrio, onde oferta e demanda se igualam num processo de escolha individual dos agentes; 2) neutralidade da moeda, em que uma variação da quantidade de moeda não produz efeitos permanentes no nível de produção de emprego nem no curto nem no longo prazo, gerando somente um processo inflacionário; 3) expectativas racionais, onde os agentes tomam decisões baseadas no conhecimento que detêm sobre as variáveis econômicas, estando dessa forma livres de erros sistemáticos; 4) existência de viés inflacionário, que está associado à existência de ciclos políticos eleitorais, em que para garantir sua permanência no poder, os políticos adotam medidas como redução da taxa de juros e/ou ampliação da oferta de moeda para reduzir o desemprego que por fim, geram inflação.

A escola novo-clássica, a partir das expectativas racionais, defende que as políticas monetárias não devem ser utilizadas de forma discricionárias e sim a partir de regras claras visando a estabilidade de preços, de modo a evitar incertezas e desconfianças em relação ao comportamento do governo. Nesse sentido é defendida também a ideia de que o Banco Central deve ser independente em relação ao poder executivo, para que a condução das políticas monetárias possam ocorrer de forma neutra e técnica sem interferência política.

O regime de Metas de Inflação surge como o desenvolvimento dessas regras com uma meta de crescimento máximo da inflação e onde todas as demais variáveis macroeconômicas estariam subordinadas, sendo essa meta de inflação máxima uma âncora para as expectativas dos agentes racionais (FREITAS, 2009).

Diante desses desenvolvimentos teóricos, surge na década de 1980 a escola novo-keynesiana, como reação aos novos clássicos a qual, expõe Oreiro (2008, p.107), “tentava resgatar a efetividade das políticas macroeconômicas sob as proposições macroeconômicas keynesianas, com fundamento microeconômicos”. Assim, apesar de serem críticos ao equilíbrio walrasiano, não representam uma ruptura com a ortodoxia. Para eles, portanto, a política monetária tem efeito no curto prazo sob as variáveis reais, como produção e emprego, sendo a moeda neutra somente no longo prazo.

Em meio a essas formulações, com a adesão nos novos-keynesianos à concepção das expectativas racionais, surge na década de 1990 o chamado “novo consenso”. A partir desse desenvolvimento, tornou-se generalizado entre os economistas que a moeda tem impacto no curto prazo nas variáveis reais e neutra no longo prazo e assim com a existência do viés inflacionário, dada as atitudes políticas dos governos, o regime de Metas de Inflação é visto como a melhor alternativa de política monetária.

3. FUNDAMENTO DO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO

O regime de Metas de Inflação, resultado do debate sobre qual regime seria o melhor condutor da política monetária na década de 90, é visto como alternativa às estratégias anteriores de flexibilizações das políticas monetárias, tendo sido implantado inicialmente na Nova Zelândia em 1990. Nesse contexto, inserido na fundamentação da escola novo-clássica, o regime de Metas de Inflação é baseado, como já visto, na premissa da neutralidade da moeda no longo prazo. Isso significa que, para os defensores desse regime, uma atuação política que busque o crescimento via aumento da liquidez (ou redução dos juros) irá gerar somente efeitos no curto prazo. No longo prazo, o sistema econômico irá se reorganizar e o que restará será somente uma inflação gerada pelo crescimento do agregado monetário. Assim, argumentam Bernanke e Mishkin para expor a visão dos economistas neoclássicos: “[...] *using monetary policy for short-run stabilization of the real economy is undesirable, infeasible, or both*” (Bernanke e Mishkin, 1997, p. 4).

Nesse contexto, o regime de Metas de Inflação é organizado de forma que a política econômica tem como base e fundamento unicamente o controle da inflação. Controlando essa variável e mantendo-a estável, todo um ambiente econômico propício para o crescimento é realizado. Para que isso aconteça, o Banco Central deve ser o gestor da política monetária e deve ter liberdade para agir em busca do alcance da meta inflacionária. O Banco Central assim estabelece as metas que devem ser perseguidas no médio e/ou longo prazo. O período varia de acordo com a execução da política de cada país, assim como a autonomia dada para cada Banco Central.

Em grande parte dos países, o regime de Metas de Inflação é introduzido com uma alteração no marco legal, para conferir a medida da discricionariedade dada ao Banco Central. Quanto à fixação da meta, em alguns países ela é fixada pelo governo, enquanto em outros, pelo governo em conjunto com o Banco Central. Há ainda aqueles em que a responsabilidade

da meta cabe unicamente ao Banco Central. A escolha da meta é pautada em algum índice de preços usado no país. Em grande parte dos casos, um índice de preços do consumidor (IPC) é a medida da meta inflacionária.

O formato da meta também varia. Alguns adotam pisos e tetos, outros adotam intervalos de tolerância, enquanto para outros há uma meta pontual. Já o intervalo de tempo para o alcance da meta é um importante parâmetro que caracteriza a política monetária de determinado país. Isso porque ela mede a extensão da flexibilidade que há para a gestão da política conferida à autoridade monetária.

Outro aspecto existente na execução do regime de Metas de Inflação é a existência da cláusula de escape para a autoridade monetária em caso de descumprimento da meta. Por meio dessa alternativa, os países que adotam a cláusula em seus regimes de metas devem apresentar explicações ao governo dos motivos de descumprimento da meta e indicar os caminhos que serão perseguidos para se restabelecer a inflação para o nível definido anteriormente.

Essas são algumas das características técnicas e funcionais do regime de Metas de inflação. Há, no entanto, outros aspectos de extrema relevância para que seja implementado o regime de Metas de Inflação. Na visão de Mishkin (1999), são esses os elementos:

- Anúncio público de médio prazo para as taxas de inflação;
- Compromisso institucional de que a estabilidade dos preços será o principal objetivo da política monetária no longo prazo;
- Realização de uma estratégia abrangente de informações, com papel reduzido para as metas intermediárias, inclusive crescimento monetário;
- Aumento da transparência da estratégia de política monetária através de comunicação com o público e os mercados sobre os objetivos dos políticos;
- Aumento da responsabilidade do Banco Central em manter seus objetivos de inflação.

A principal característica do regime de Metas de Inflação é o anúncio público pelo governo, Banco Central ou os dois das metas estabelecidas e o período de tempo a ser alcançada. Ainda, é primordial o anúncio de que o Banco Central vai se esforçar e mirar suas atividades para o alcance da meta estabelecida. De forma a contribuir para sua transparência, é desejável que o Banco Central publique relatórios periódicos para informar avaliações da situação da inflação, incluindo previsões e discussões sobre a política necessária para manter a inflação na meta. Para Bernanke e Mishkin (1997), o uso desses relatórios é um objetivo

chave no regime de Metas de Inflação, pois melhora a comunicação com o público sobre a política econômica e isso tem implicações nas ações políticas de longo prazo.

A transparência proporcionada pelo regime de metas contribui para a construção de sua credibilidade com o público. Na visão de Oreiro (2008, p. 212), “o sucesso de um determinado regime monetário depende do nível de confiança que os agentes econômicos possuem nas autoridades monetárias”. A credibilidade é, portanto, um aspecto fundamental para que o regime de metas funcione. Sem a credibilidade na instituição gestora da política monetária, as expectativas dos agentes não corresponderão aos objetivos pretendidos pelo Banco Central. E dessa forma, a adoção das regras para viabilização do regime não funcionarão, pois a inflação persistirá devido à ausência de credibilidade nas autoridades monetárias. Assim, para o sucesso das regras do regime de metas é preciso também a construção e efetivação do trio transparência-reputação-credibilidade.

Essas atitudes reforçam a responsabilidade do Banco Central com seu compromisso primordial, que é combater a inflação. Isso confere uma maior credibilidade ao Banco Central, além de assegurar um maior comprometimento com a manutenção da estabilidade. O regime de metas combate o viés inflacionário associado às políticas governamentais, o que reforça o debate sobre sua independência, ao subordinar todos os demais objetivos macroeconômicos ao objetivo da política monetária, que é o combate à inflação.

À luz desses argumentos, o sistema de Metas de Inflação, não consiste puramente em regras rígidas como na abordagem de Friedman (1968) e sim, para seus defensores, como é o caso de Bernanke e Mishkin (1997), em toda uma estrutura que tende a influenciar a formulação das expectativas inflacionárias dos agentes:

We believe that it is most fruitful to think of inflation targeting not as rule, but as a framework for monetary policy within “constrained discretion” can be exercised. This framework has the potential to serve two important functions: improving communication between policy-makers and the public, and providing increased discipline and accountability for monetary policy (Bernanke e Mishkin, 1997, p. 12)

Por outro lado, a crítica ao regime de Metas, enfatiza que o uso da política monetária com foco exclusivo na inflação subestima importantes funções e contribuições que uma política monetária ativa poderia promover. Ela poderia, na visão de Sicsú (2002), estimular o desenvolvimento econômico e também reduzir o desemprego. Além disso, nos regimes de Metas, são sempre perseguidas metas de inflação muito baixas (em média 4% anual), o que se

alcança muitas vezes com um sacrifício para o crescimento e emprego. Isso porque, para garantir o cumprimento da meta de inflação estabelecida, faz-se uso principalmente da manipulação da taxa de juros. A uma taxa de juros alta para estabilizar os preços, há um desestímulo das atividades produtivas, numa própria abordagem keynesiana, que se prolonga no longo prazo.

Segundo os críticos, a taxa natural de desemprego, a curva de Philips e o viés inflacionário, base da teoria novo-clássica, são de fato, questionáveis. Não há evidências, na abordagem de Sicsú (2002), de que esses pilares da teoria ortodoxa sustentem a realidade. A própria economia americana, em exposição desse autor, na década de 90, foi capaz de contradizer tais aceitações da escola novo-clássica, quando as taxas de desemprego inferiores ao aceitável (pois poderia gerar um processo inflacionário) não provocaram qualquer inflação significativa. Uma política monetária eficiente, na abordagem crítica, deve ser utilizada conjuntamente com outras políticas (emprego, renda etc.) para que se crie todo um ambiente econômico e social favorável para um país.

Em meio a essas controvérsias, far-se-á imprescindível uma análise do comportamento de políticas monetárias com e sem o regime de Metas de Inflação para, desse modo, dar luz às argumentações sobre a eficiência ou não desse regime e assim ponderarmos sua prática na condução política das economias. A fim de atingir esse objetivo, a próxima seção nos responderá a essas questões.

4. EVIDÊNCIAS EMPÍRICAS DO REGIME DE METAS

Após a implantação do regime de Metas de Inflação em 1990 pela Nova Zelândia, muitos países desenvolvidos e em desenvolvimento também o adotaram, sendo de acordo com o FMI, Ghana em 2007 o último país a aderi-lo. São ao todo 26 países que utilizam o regime de Metas de Inflação (Scott, 2007) dentre os quais 7 são consideradas economias desenvolvidas e 19 economias em desenvolvimento, segundo classificação do FMI em 2009.

Nessa seção, serão analisados 24 países dos quais 12 adotam o regime de Metas de Inflação e 12 não adotam. A seleção dos países para análises foi primeiramente realizada em função da disponibilidade dos dados, o que leva em conta séries temporais completas para um dado período. Assim, 6 países desenvolvidos que adotam o regime foram escolhidos e em contrapartida 6 países em desenvolvimento que também adotam o regime de Metas de

Inflação foram selecionados. Para comparar a eficácia do regime, foram também selecionados 6 países desenvolvidos e 6 em desenvolvimento que não adotam o regime. Para esse segundo grupo, a escolha foi baseada nas características econômicas e geográficas do primeiro grupo (aqueles que adotam o regime de Metas de Inflação) a fim de aproximar a análise.

Essa seção, portanto, tem o objetivo de avaliar se o regime de Metas de Inflação é eficaz no combate a inflação, e ainda se uma política monetária focada exclusivamente na busca da estabilidade dos preços alcança consequentemente taxas desejáveis de crescimento do produto e desemprego, como sugerem alguns autores, tais como Scott (2007) e Bennake e Mishkin (1997). Para tanto, analisaremos as taxas de inflação desses países, assim como as taxas de crescimento do produto e as taxas de desemprego antes e depois do regime de Metas de Inflação para os países que adotam e num período similar para os países que não adotam, sempre considerando suas posições de economias desenvolvidas e em desenvolvimento.

Nas tabelas de 1 a 4 podemos observar as taxas de inflação, crescimento do PIB e desemprego nos países desenvolvidos e em desenvolvimento que adotam e não adotam o regime de Metas de Inflação. Para cada país que adota o regime, foi primeiramente verificada as taxas vigentes em exatamente 1 ano antes da implantação das metas e para os países que não adotam desenvolvidos foram verificadas as taxas para o ano de 1989, pois representa o ano que para todos os países desenvolvidos não havia o regime de Metas de Inflação. Já para os países em desenvolvimento que não adotam, esse ano é o de 1998 por também representar o ano que para o conjunto de países em desenvolvimento, nenhum ainda havia adotado o regime de Metas de Inflação. Posteriormente foram verificadas as taxas para o ano de 2010 para todos os países e a média no período de vigência das metas, para os países que adotam e a média da década de 2000 a 2010 para os países que não adotam o regime de metas.

Tabela1 – Taxas de inflação, crescimento do PIB e desemprego nos países desenvolvidos que adotam o regime de Metas de Inflação

Países desenvolvidos com Metas de Inflação	Ano de adoção	1 ano antes das metas			2010			Média anual*		
		Taxa de inflação	Taxa de crescimento real do PIB**	Taxa de desemprego	Taxa de inflação	Taxa de crescimento real do PIB	Taxa de desemprego	Taxa de inflação	Taxa de crescimento real do PIB	Taxa de desemprego
Austrália	1993	0,99	0,43	10,80	2,85	2,09	5,20	2,72	3,46	6,46
Canadá	1991	4,76	0,19	8,10	1,78	3,21	8,00	1,82	2,60	8,16
Islândia	2001	5,12	4,32	2,30	5,40	-4,10	7,60	6,25	2,13	3,94
Noruega	2001	3,09	3,25	3,40	2,40	0,48	3,60	1,90	1,56	3,62
Nova Zelândia	1990	5,72	0,53	7,10	2,30	0,24	6,50	2,20	2,63	6,38
Suécia	1993	2,28	-1,20	5,70	1,16	6,56	8,40	1,30	2,74	7,41
Total		3,66	1,25	6,23	2,65	1,41	6,55	2,70	2,52	5,99

Fonte: Banco Mundial.

Nota: *Média do período de adoção das metas até o ano de 2010. ** Baseado em moeda local constante a dólares de 2005.

Tabela 2 – Taxas de Inflação, crescimento do PIB e desemprego nos países desenvolvidos que não adotam o regime de Metas de Inflação

Países desenvolvidos sem metas de Inflação	Taxa de inflação	Taxa de Crescimento real do PIB	Taxa de desemprego	Taxa de inflação	Taxa de Crescimento real do PIB	Taxa de desemprego	Taxa de inflação	Taxa de Crescimento real do PIB	Taxa de desemprego
Áustria	2,56	3,89	3,10	1,81	2,05	4,40	2,08	1,74	4,33
Bélgica	3,11	3,47	8,30	2,19	2,42	8,30	2,24	1,62	7,65
Holanda	1,08	4,42	8,70	1,28	1,63	4,50	2,07	1,60	3,46
Irlanda	4,12	5,30*	16,10	-0,95	-0,77	13,60	2,77	2,76	5,99
Japão	2,28	5,37	2,20	-0,72	4,65	5,00	-0,30	0,93	4,68
Suíça	3,16	4,33	2,10**	0,70	3,03	4,50	0,87	1,92	3,68
Total	2,72	4,30	7,68	0,72	2,17	6,72	1,62	1,76	4,97

Fonte: Banco Mundial.

Nota: * Dados de 2001. **Dados de 1990.

Tabela3 – Taxas de inflação, crescimento do PIB e desemprego nos países em desenvolvimento que adotam o regime de Metas de Inflação

Países em desenvolvimento sem metas de inflação	Ano de adoção	Taxa de inflação	Taxa de crescimento real do PIB	Taxa de desemprego	Taxa de inflação	Taxa de crescimento real do PIB	Taxa de desemprego	Taxa de inflação	Taxa de crescimento real do PIB	Taxa de desemprego
África do Sul	2000	5,18	2,36	25,40	4,26	3,09	24,70	6,02	3,53	24,42
Brasil	1999	3,20	0,04	8,90	5,04	3,09	8,30**	6,72	3,41	8,69
Colômbia	1999	18,68	0,57	15,00	2,28	3,97	11,60	5,90	4,31	12,72
Koreia	2001	2,27	8,49	4,40	2,96	6,32	3,70	3,09	3,95	3,49
México	2001	9,50	6,60	2,60	4,16	5,28	5,20	4,49	2,38	3,73
Peru	2002	1,98	0,21	8,80	1,53	8,79	7,90	2,70	6,51	8,60
Total		6,80	3,04	10,85	3,37	5,09	10,62	4,82	4,01	10,27

Fonte: Banco Mundial.

Nota: * Média do período de adoção das metas até o ano de 2010. ** Dados de 2010.

Tabela4 – Taxas de inflação, crescimento do PIB e desemprego nos países em desenvolvimento que não adotam o regime de Metas de Inflação

Países em desenvolvimento sem metas de Inflação	1998			2010			2000-2010		
	Taxa de inflação	Taxa de Crescimento real do PIB	Taxa de desemprego	Taxa de inflação	Taxa de Crescimento real do PIB	Taxa de desemprego	Taxa de inflação	Taxa de Crescimento real do PIB	Taxa de desemprego
Argentina	0,92	3,85	14,10	8,83*	8,47	7,70	8,89	2,77	12,11
Bolívia	7,67	5,03	4,30	2,50	4,13	3,40	5,25	3,73	4,68
China	-0,84	7,80	3,10	3,31	10,40	4,10	2,26	10,30	3,96
Equador	36,10	3,27	14,00	3,56	2,85	5,00	15,52	3,80	8,10
Marrocos	2,75	7,66	13,90	0,99	3,64	9,10	1,74	4,64	10,78
Uruguai	10,81	4,52	11,30	6,68	8,95	6,80	8,38	2,62	11,63
Total	9,57	5,35	10,12	3,41	6,41	6,02	7,01	4,64	8,54

Fonte: Banco Mundial.

Nota: *Dados de 2007.

Com as informações encontradas nas Tabelas 1 a 4, podemos verificar que as taxas de inflação apresentaram uma média descendente para os países que adotam o regime de metas. Exceção para Austrália e Islândia dentre os países desenvolvidos, que no ano anterior à adoção do regime apresentavam uma taxa de inflação mais baixa do que a observada tanto no ano de 2010 quanto na média do período após a implantação do regime. Já para os países em

desenvolvimento, tanto a África do Sul quanto o Brasil apresentaram uma taxa de inflação mais baixa no ano anterior à adoção das Metas de Inflação se comparado com o ano de 2010 e ou com a média dos anos após implementação do regime. Contudo, deve-se assumir que para esses conjuntos de países, nos anos posteriores à adoção do regime de metas, houve uma queda média das taxas de inflação. No entanto, é importante notar que, para ambos os conjuntos de países, já havia uma trajetória descendente no curso das taxas de inflação, como pode-se verificar nos Gráficos 1 e 2. Os traços vermelhos nos gráficos demonstram o período que houve a adesão do primeiro país no regime de metas e a adesão do último. Nos países desenvolvidos é claro notar a trajetória descendente que já possuía a inflação. Autores como Mishkin & Posen (1997), em estudo realizado sobre as primeiras economias que adotaram o regime de metas, assumiram que a redução da inflação em três países analisados (Nova Zelândia, Canadá e Reino Unido) se deveu a um processo que já existia anteriormente à implementação do regime nessas economias. Embora, nessa análise haja alguns países divergentes aos verificados por esses autores, é possível supor essa mesma trajetória decadente das taxas de inflação. Ao analisar o mesmo período (1980-2010) da trajetória de inflação para as economias em desenvolvimento, as taxas de inflação já haviam iniciado a decadência a partir de 1994, ou seja, 5 anos antes de haver adesão dos primeiros países ao regime de metas, como pode ser notado o Gráfico 2.

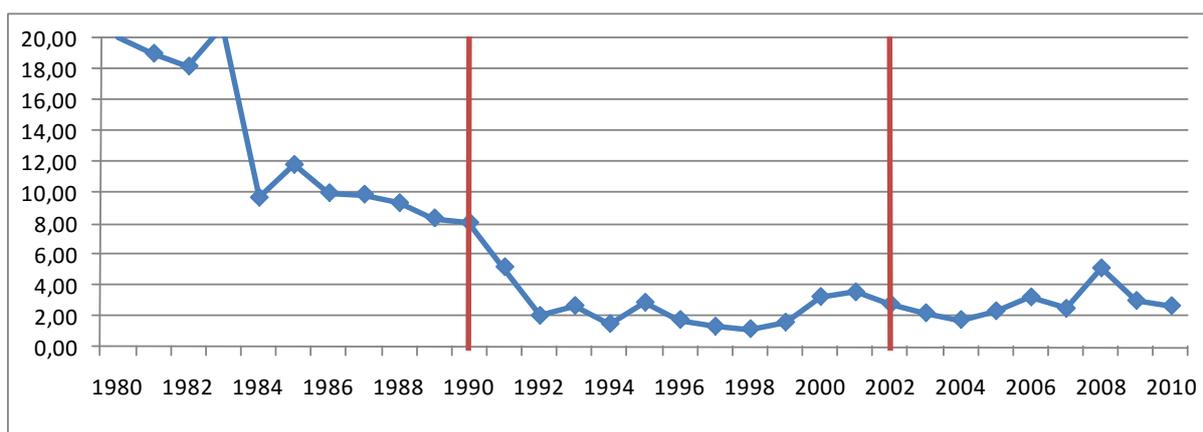


Figura 1 – Trajetória da inflação nos países desenvolvidos que adotam o regime de Metas de Inflação, 1980-2010

Fonte: Banco Mundial.

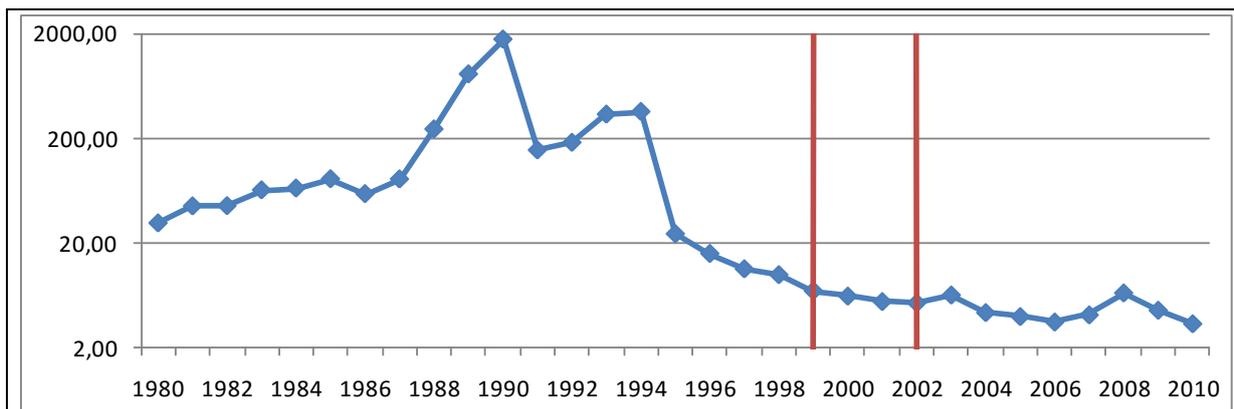


Figura 2 – Trajetória da inflação nos países em desenvolvimento que adotam o regime de Metas de Inflação, 1980-2010

Fonte: Banco Mundial.

Entretanto, quando comparado com países que não adotam o regime de metas, os países desenvolvidos que não adotam apresentaram uma média ainda menor de suas taxas de inflação para um período similar comparado. Essas evidências questionam argumentos tais como de Mishkin & Posen (1997) que afirmam ser o regime responsável pela manutenção de taxas inflacionárias em patamares aceitáveis. Ocorre que para as economias desenvolvidas, também aquelas que não adotam o regime, conseguem manter suas taxas de inflação a níveis baixos e até inferiores àqueles que adotam. Já para as economias em desenvolvimento que não adotam, o regime de metas se mostrou eficaz no combate a inflação quando comparada às economias em desenvolvimento que adotam.

As taxas de crescimento real do produto dentre as economias desenvolvidas apresentaram um melhor desempenho médio para o conjunto de países que adotam o regime de metas que para os países que não adotam o regime, apresentando, porém, uma pequena diferença na média de crescimento dentre os anos posteriores à adoção do regime para as economias que adotam entre o período 2000-2010 para os países desenvolvidos que não adotam o regime, com uma diferença inferior a 1 ponto percentual. Dentre os países em desenvolvimento, àqueles que não adotam o regime, assumem uma tendência superior de crescimento real do PIB, o que se mantém quando comparada com a média do período posterior à adoção das metas. As taxas de desemprego também revelam melhoras significativas para os países em desenvolvimento que não adotam o regime em relação aos países em desenvolvimento que adotam. Em 2010, já há uma taxa menor para esses países, o que se acentua quando verificada a média do período. Nas economias desenvolvidas, apesar da pequena a diferença, as taxas de desemprego são mais satisfatórias para o conjunto de

países que não adotam o regime de Metas de Inflação, mesmo eles apresentando taxas de inflação inferiores ao conjunto de países que adotam as metas.

A despeito das evidências indicadas nas Tabelas de 1 a 4 e Gráficos 1 e 2, não podemos supor que o regime de metas tenha contribuído verdadeiramente para a queda no nível geral de preços dentre os países desenvolvidos e em desenvolvimento. Países desenvolvidos que não adotam o regime também apresentaram queda na inflação e países em desenvolvimento que adotam o regime apesar de terem demonstrado uma menor taxa da inflação frente aqueles que não adotam, já vinham apresentando uma nítida queda no nível geral de preços em pelo menos 5 anos anteriores à adoção do regime pelo primeiro país analisado. Já quanto ao ambiente macroeconômico propício, é possível perceber favoráveis taxas de crescimento do PIB dentre os países que adotam o regime, embora nos países em desenvolvimento, as taxas de crescimento do produto tenham se mantido superiores para aqueles que não adotam. Para os indicadores de desemprego, os países que não adotam o regime de metas, tanto desenvolvidos como em desenvolvimento, se mostraram mais satisfatórios entre aqueles que não adotam o regime.

Diante desse quadro, não podemos assegurar, que o regime de Metas de Inflação seja o responsável por reduções no nível geral de preços assim como sua manutenção em níveis aceitáveis assim como não supõe que seja criado um ambiente macroeconômico favorável, já que verificamos indicadores como crescimento do PIB em situação de melhora e por outro lado, taxas de desemprego com comportamento desfavorável dentre os países com e sem o regime de metas.

Esta análise sugere que o regime de metas não seja significativo o suficiente para que políticas macroeconômicas sejam perseguidas visando o controle de uma única variável, no caso a inflação, com a possibilidade de subestimar a eficácia de políticas econômicas mais ativas que foquem em controles plurais das variáveis econômicas, principalmente no tocante às questões sociais, como emprego e renda.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este trabalho se propôs analisar a eficácia do regime de Metas de Inflação, tendo em vista que um crescente número de países, a partir da década de 1990 o tem aderido como alternativa de política monetária para condução de suas economias, visando principalmente

crescimento econômico como resultado da perseguição da estabilidade do nível geral de preços.

A fim de compreender as características desse regime, buscamos historicamente entender o desenvolvimento das correntes teóricas que propiciaram o surgimento dessa “nova” concepção de política monetária. Vimos que algumas décadas após a segunda guerra mundial, as políticas econômicas eram balizadas na manutenção de níveis satisfatórios de emprego em detrimento de uma taxa de inflação aceitável, de acordo com as ideias keynesianas. Nesse mesmo contexto, foi desenvolvida a curva de Philips, que supõe um *trade-off* entre taxas de inflação e desemprego, ou seja, para elevadas taxas de inflação, as taxas de desemprego tenderiam a ser menores. Nessa perspectiva, as políticas econômicas eram construídas dentro das curvas de Philips quando buscavam baixas taxas de desemprego e aceitavam conviver com razoáveis taxas de inflação.

Com o tempo, porém, essa estratégia de condução econômica não foi mais satisfatória, já que em várias economias, altas taxas de inflação conviviam com altas taxas de desemprego e na década de 70 a teoria keynesiana foi alvo de críticas, principalmente por parte dos monetaristas, que ressurgiram propondo uma nova forma de direcionamento das economias monetárias. Milton Friedman, o maior representante da escola monetarista, verificou que a curva de Philips não funcionava, pois não distinguia salários nominais e salários reais e considerava a existência uma taxa natural de desemprego. De acordo com os monetaristas, as políticas monetárias deveriam ser guiadas por regras claras de crescimento do agregado monetário como forma de combater a inflação. Essas eram as políticas de metas monetárias, que também não sustentaram por muito tempo as políticas econômicas já que nem sempre havia relação entre agregado monetário e inflação.

Surgiu na década de 1970 a escola novo-clássica como crítica ao monetarismo a partir da revolução das expectativas racionais, onde verificava-se a neutralidade da moeda tanto no curto quanto no longo prazo. Verificamos que inserido nos arcabouços dessa escola, surge o regime de Metas de Inflação, onde as políticas monetárias deveriam ser guiadas a partir de regras claras e não de forma discricionária, para garantir a estabilidade de preços.

Vimos que o regime de Metas de Inflação trata-se de uma política monetária guiada por um foco específico que é a busca pela estabilidade de preços. Assim o governo, a partir do Banco Central determina a inflação que será perseguida em dado período de tempo e comunica ao público. Nesse quadro, verificamos que o regime de Metas de Inflação é guiado:

por: 1) um anúncio prévio de uma meta numérica para a inflação em prazo determinado; 2) compromisso institucional com a estabilidade de preços; 3) transparência na condução da política monetária; e 4) liberdade ao Banco Central para execução da política monetária.

Procuramos, dessa forma, verificar a eficácia do regime de Metas de Inflação, comparando países desenvolvidos e em desenvolvimento que adotam e não adotam o regime. Verificamos que nas economias desenvolvidas analisadas, após o regime de metas, as taxas de inflação permaneceram baixas, embora já fosse essa uma tendência no conjunto desses países. Por outro lado, as economias desenvolvidas que não adotam o regime também garantiram uma estabilidade no nível geral de preços com uma média abaixo daquelas que adotam. Já para as economias em desenvolvimento, aqueles países que adotam o regime de metas resultaram em taxas de inflação mais baixas que aqueles que não adotam em média, porém quando observado o comportamento do conjunto das economias em desenvolvimento, identificamos que as taxas de inflação já haviam entrado em queda aproximadamente 5 anos anteriores ao primeiro país desse conjunto aderir ao regime de metas.

Também analisamos o comportamento do PIB e taxas de desemprego para as mesmas economias no mesmo período e vimos que não há uma relação clara entre o comportamento da inflação e adoção do regime de metas para satisfatórias taxas de crescimento do produto e desemprego. Nos países desenvolvidos, aqueles que adotam o regime de metas alcançaram uma taxa de crescimento do PIB um pouco maior que os que não adotam num período médio observado, porém para o ano de 2010, os que não adotam obtiveram uma taxa maior. Já a taxa de desemprego para esses mesmos países revelou-se em média 1 ponto percentual mais elevada do que a observada nos países que não adotam o regime.

Nas economias em desenvolvimento, as variáveis macroeconômicas apresentaram um melhor desempenho para o conjunto das nações que não adotaram o regime de metas de Inflação, com uma taxa de crescimento do PIB um pouco maior e uma taxa de desemprego reduzida em uma média de 2 pontos percentuais no período analisado.

Diante dessas análises podemos sugerir que o regime de Metas de Inflação não é garantia para que haja uma redução no nível geral de preços, já que para as economias em desenvolvimento a trajetória decrescente da inflação já havia ocorrido há ao menos cinco anos anteriores a adoção do regime de metas e também não assegura que ocorra uma manutenção de baixas taxas de inflação, pois verificamos para as economias desenvolvidas uma trajetória de baixas taxas de inflação mesmo para aqueles países que não adotam o regime de metas.

Também não é pertinente supor que o regime de Metas de Inflação ao utilizar a política monetária com o objetivo específico de garantir redução e manutenção do nível geral de preços a baixos patamares, garante uma convergência satisfatória para todo o ambiente macroeconômico. Ou seja, não é possível assegurar, dado a análise do comportamento das economias, que o regime de Metas de Inflação ao baixar as taxas de inflação, com a força do *laissez faire*, age sob as variáveis reais, gerando crescimento econômico, taxas de desemprego viáveis, etc.

A partir do conjunto analisado é viável propor que o regime de metas, ao se guiar por uma política que mire somente no combate à inflação, pode estar subutilizando uma das políticas econômicas governamentais que, ao ser utilizada com outras políticas, podem alcançar níveis satisfatórios de emprego e inflação. Para uma análise mais completa da eficácia do regime de metas faz-se necessário a análise de todos os países existentes que adotam e não adotam o regime, assim como o acompanhamento da trajetória de outras variáveis macroeconômicas, como distribuição de renda, educação, dentre outras. Assim obteremos conclusões mais seguras acerca do funcionamento desse regime. Essa, porém será tarefa para uma próxima empreitada.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BERNANKE, B. S.; MISHKIN, F. S. Inflation Targeting: a new framework for monetary policy. *Análise Conjuntural*, 1997.

FREITAS, M. C. P. Regime de Metas de Inflação em perspectivas comparadas. In: BIASOTO Jr, G.; NOVAIS, L. F.; FREITAS, M. C. P.. (Org.). *Panorama das economias internacional e brasileira*. 1ed.São Paulo: Fundap, 2009, v. 1, p. 98-112.

FRIEDMAN, M. The role of monetary policy. *American Economic Review*, v. 58, n. 1, p. 1-17, 1968.

MISHKIN, F. S. International experiences with different monetary policy regimes. *Journal of Monetary Economics*, vol. 43, n. 3, p. 579-605, jun. 1999.

MISHKIN, F.; POSEN, A. Inflation targeting: lessons from four countries. *Economic Policy Review*, vol.3 (3), p. 9-110, ago. 1997.

OREIRO, J. L. O regime de Metas de Inflação: uma abordagem teórica. *Ensaio FEE*, 2008.

SCOTT, R. Inflation targeting turns 20. *Finance and Development*, imf-ieo.org, Mar/2007.

SICSÚ, J. Teoria e evidências do regime de metas inflacionárias. *Revista de Economia Política*, v.22, n1, 2002.

ⁱ Doutoranda em Economia do Desenvolvimento no Programa de Pós-graduação em Economia pela UFRGS.

ⁱⁱ Professor do Departamento de Economia da UFES. Doutor em Economia do Desenvolvimento pela UFRGS.