

Regime de metas para a inflação: algumas lições a partir da experiência internacional

Giuliano Contento de Oliveira*

Introdução

O artigo discute o regime de metas para a inflação a partir da experiência internacional, buscando extrair lições que possam se aplicar especialmente ao caso brasileiro. Observou-se que os países que utilizam ‘desenhos’ mais flexíveis de *inflation targeting* (IT) em geral, apresentaram melhor desempenho do que aqueles que usam sistemas mais rígidos, em termos de redução da inflação, crescimento econômico, variabilidade do produto e preços.

Além desta introdução, o artigo contém mais três itens. Inicialmente, discute-se brevemente a concepção do regime de metas para a inflação, bem como os possíveis ‘desenhos’ para a sua operação. Em seguida, analisa-se a relação entre formatos de IT, comportamento da inflação e crescimento econômico em âmbito internacional, analisando-se de forma um pouco mais detida os casos da Nova Zelândia, do Chile, da Austrália e do México¹⁶. À guisa de conclusão, discorre-se sobre as lições que a experiência internacional oferecem para melhor operacionalizar o regime de metas para a inflação.

Regime de metas para inflação: concepção e formatos

A ocorrência de seguidas crises cambiais nos anos noventa ensejou um movimento crescente dos países em direção ao uso do regime de câmbio flutuante, em substituição aos regimes de câmbio fixo ou semi-fixo (Eichengreen, 2000). Logo, a taxa de câmbio deixou de funcionar enquanto âncora nominal de expectativas, passando a constituir mais um risco ao processo de tomada de decisão dos agentes. Isso, aliado à dificuldade dos bancos centrais em controlar os agregados monetários num contexto de mercados financeiros crescentemente liberalizados, atuou no sentido de estimular a difusão do uso do IT pelo mundo (Mishikin, 2000; Blejer e Leone, 1999).

O regime consiste no compromisso da autoridade monetária com uma meta quantitativa preestabelecida para a inflação, a partir de condutas transparentes, para um ou mais horizontes de tempo. Parte-se da idéia de que a estabilidade monetária requer credibilidade, que por seu turno exige uma conduta consistente, transparente e comprometida

* Doutorando em Economia pela UNICAMP. Endereço eletrônico: giulianoliveira@uol.com.br

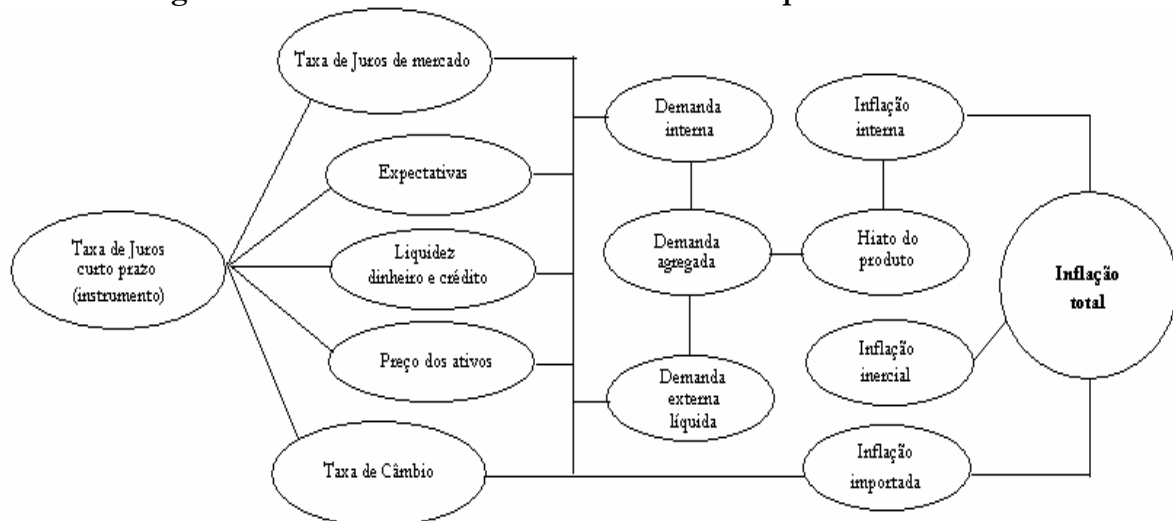
¹⁶ Os primeiros países foram escolhidos por se tratarem de experiências precursoras quanto ao uso do regime, o que atua no sentido de permitir um horizonte mais dilatado para avaliá-lo. Já a escolha da Austrália resultou da experiência bem-sucedida da operação do regime que pode ser considerado altamente flexível, enquanto a do México derivou das similaridades importantes em relação à experiência brasileira.

do banco central quanto ao controle da inflação (Bernanke *et al.*, 1999; Blejer e Leone, 1999). A sinalização e o comprometimento de uma meta para a inflação atuaria, assim, no sentido de coordenar as expectativas dos agentes, balizando o processo de tomada de decisão e criando um ambiente propício para o cálculo econômico.

Neste sistema, a estabilidade dos preços dos bens e serviços passa a constituir o objetivo e o guia da política monetária, ficando os demais objetivos de política econômica subordinadas ao cumprimento da meta estipulada para a inflação¹⁷. De acordo com Leiderman e Svensson (1995), a ênfase na estabilidade de preços enquanto objetivo primário da política monetária decorre da percepção de que: a) no longo prazo a política monetária se mostra incapaz de controlar sistematicamente as variáveis reais; b) a estabilidade de preços gera um ambiente adequado para a alocação eficiente de recursos e minimiza redistribuições arbitrárias sobre a riqueza e a renda e; c) a utilização da política monetária para reduzir o desemprego no curto prazo é ineficiente e provoca mais inflação¹⁸.

A Figura 1 apresenta um mecanismo básico de transmissão da política monetária. Embora a política monetária compreenda um amplo leque de instrumentos, assume-se que o instrumento de primeira ordem corresponde ao manejo da taxa de juros de curto prazo. Com mudanças nesta taxa, o banco central aciona os canais de transmissão e consegue atuar sobre o hiato de produto da economia e, ao cabo, sobre a inflação.

Figura 1. Mecanismo básico de transmissão da política monetária



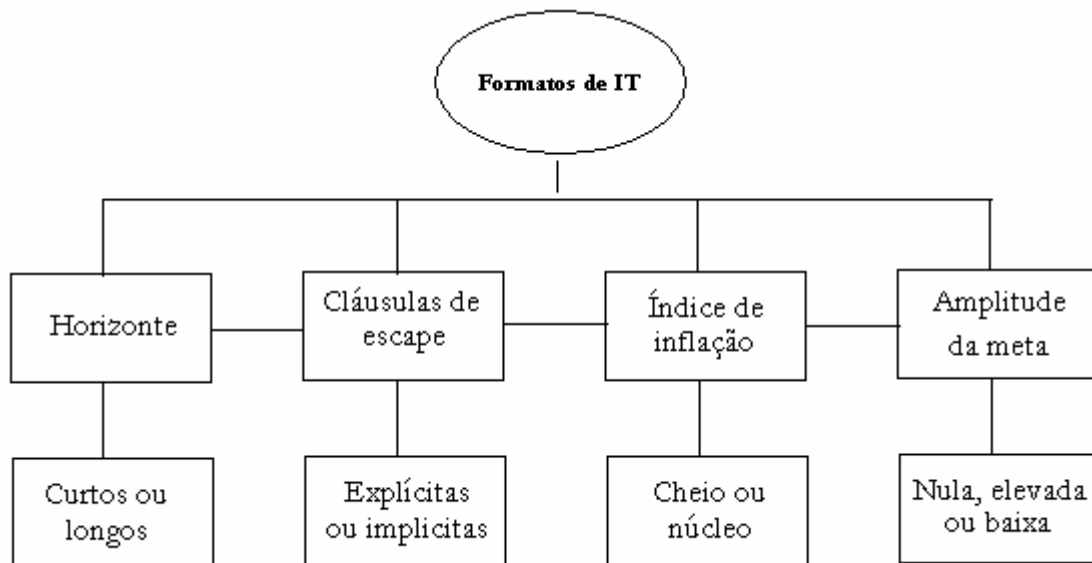
Fonte: elaboração do autor.

¹⁷ Conforme será discutido, no entanto, a subordinação dos demais objetivos deve ser compreendida enquanto uma questão de grau, cuja intensidade irá variar de acordo com o desenho de IT adotado.

¹⁸ Evidentemente que as hipóteses a e c podem ser refutadas à luz do referencial pós-keynesiano, haja vista a pressuposição da não neutralidade da moeda. Sobre a escola pós-keynesiana, ver Carvalho (1999).

A Figura 2 apresenta as possíveis combinações para a configuração do IT. O regime será desenhado a partir dos seguintes expedientes: i) estabelecimento do horizonte de tempo para o processo de avaliação da trajetória dos preços e de apuração dos resultados do sistema; ii) uso ou não de cláusulas de escape contra circunstâncias particulares que coloquem em risco o cumprimento da meta original; iii) utilização de índices cheios ou de núcleos para operar o sistema; e iv) amplitude da meta utilizada como guia para a operação da política monetária. As conexões os expedientes indicam a possibilidade de diferentes combinações para a operação do sistema, que conforme observado, deverá refletir as especificidades de cada país.

Figura 2. Formatos de *inflation targeting* (IT)



Fonte: baseado em Mishkin *and* Schmidt-Hebbel (2001). Elaboração do autor.

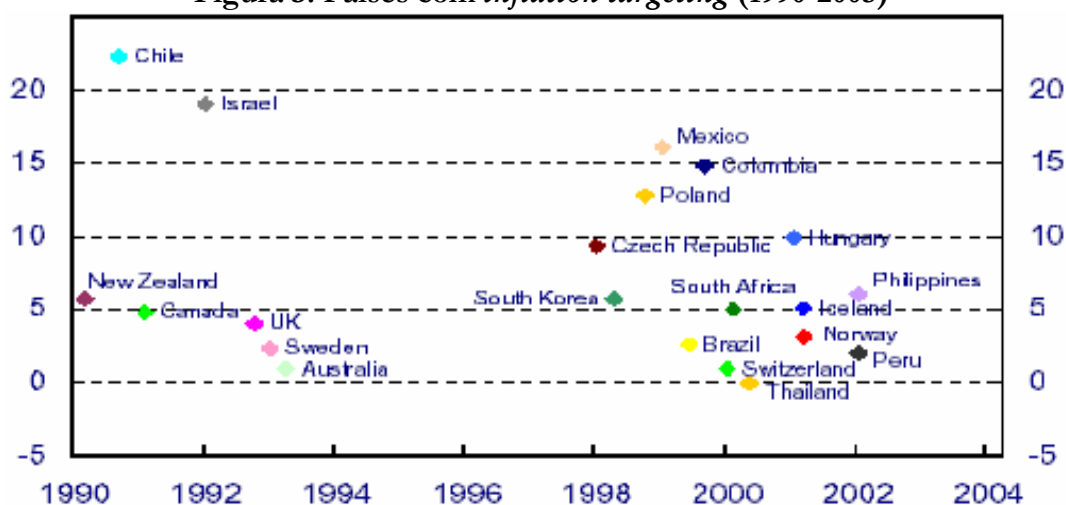
O grau de maleabilidade do regime dependerá do tipo de formato adotado. Quanto maior for a utilização de expedientes que busquem acomodar choques que concorram para desviar os preços em relação à trajetória preestabelecida para a inflação, maior será a flexibilidade do regime. Conseqüentemente, a resposta da política monetária para fazer com que os preços convirjam para a meta estipulada poderá ser menos imediata e menos traumática em termos de produto e emprego. Neste intento, podem ser utilizados horizontes mais dilatados para a convergência dos preços à trajetória da meta; índices de inflação que excluam os itens mais voláteis e sensíveis a choques; cláusulas que permitam o desvio temporário dos preços à trajetória da meta preestabelecida sob condições de instabilidade; e piso e teto em torno do centro da meta de sorte a permitir a assimilação de desvios temporários dos preços ante a meta estipulada (Figura 2).

Não obstante, um regime muito flexível pode afetar o binômio reputação-credibilidade, já que os agentes podem não acreditar no compromisso da autoridade monetária quanto ao cumprimento da meta para a inflação, o que exigiria uma política monetária ainda mais restritiva para conter a inflação. Por outro lado, a utilização de um formato muito rígido também pode afetar os referidos pilares do regime, uma vez que o não cumprimento da meta reduz a credibilidade do Banco Central, ensejando a prática de uma política monetária ainda mais restritiva para manter a inflação ao nível pretendido. Conclui-se, portanto, que o desenho do regime, conforme já sinalizado, deve se adequar às especificidades do mecanismo de transmissão da política monetária e às características do processo de formação dos preços de cada país, de sorte a potencializar os seus benefícios e minimizar os seus efeitos colaterais.

O regime de metas pelo mundo

O IT vem ganhando cada vez mais adeptos pelo mundo, tendo se constituído num regime monetário de crescente popularidade nos últimos anos. Depois das experiências precursoras na Nova Zelândia e no Chile no início da década passada, muitos países passaram a fazer uso do sistema, com forte intensidade a partir da segunda metade dos anos noventa. A Figura 03 apresenta os países que fazem uso do IT, apontando o ano de sua adoção e a taxa de inflação acumulada nos últimos 12 meses quando de sua implementação. Nota-se que em diversos países a inflação acumulada nos últimos 12 meses quanto da adoção do regime superava a barreira dos 10% ao ano, com uma inflação corrente anualizada não raro também ultrapassando a barreira dos dois dígitos, o que indica a utilização do regime enquanto instrumento de desinflação em vários casos.

Figura 3. Países com *inflation targeting* (1990-2005)

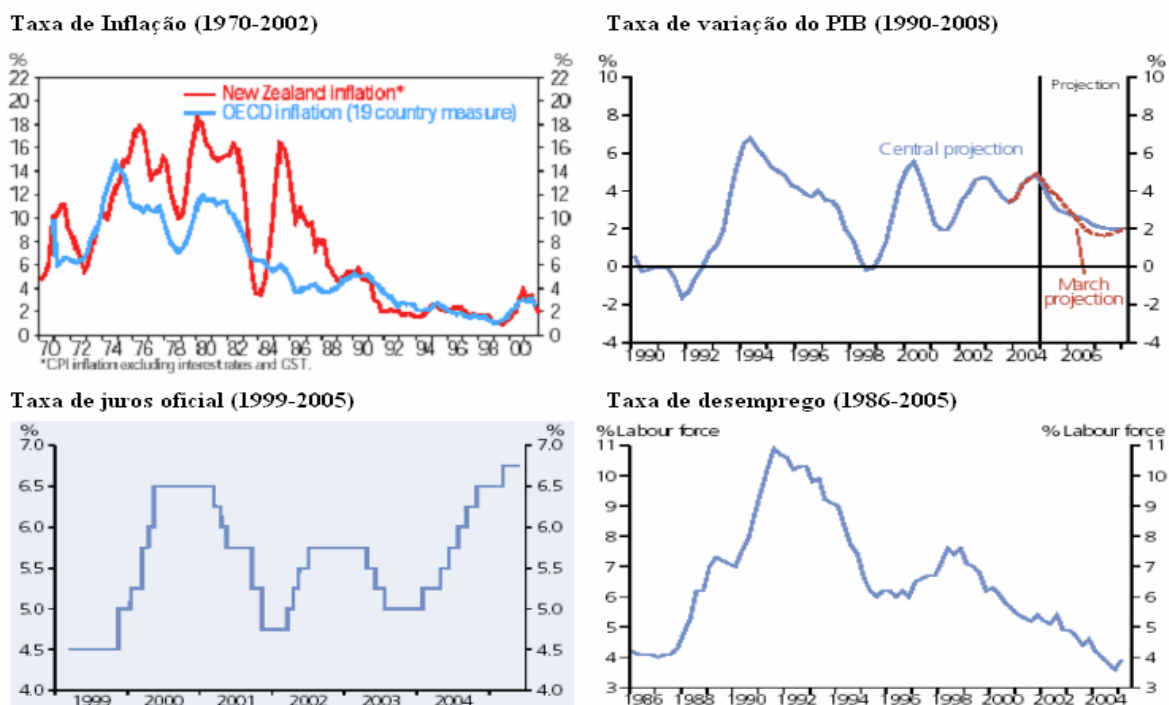


Fonte: Gjedren (2005, p.2).

Países como Nova Zelândia e Austrália optaram por um formato de IT que pode ser considerado bastante flexível. O primeiro país fez uso de cláusulas de escape, permitiu desvios em relação ao centro da meta e utilizou um horizonte maleável para a operação e avaliação do sistema, além de utilizar um índice de preços que exclui itens referentes ao pagamento de juros. O formato faz com que o país dificilmente descumpra a meta estipulada para a inflação, permitindo ao mesmo tempo um alto grau de discricionariedade no manejo da política monetária. De maneira similar, o regime australiano faz uso de um índice de inflação que exclui itens referentes a pagamentos de juros, permite desvios temporários em relação à banda preestabelecida e faz uso de horizonte dilatado para o cumprimento da meta (Debelle, 1999; Sherwin, 1999). No mais, em ambos os casos o patamar da inflação quando da adoção do regime se mostrava semelhante ao dos países da OECD (Figura 4).

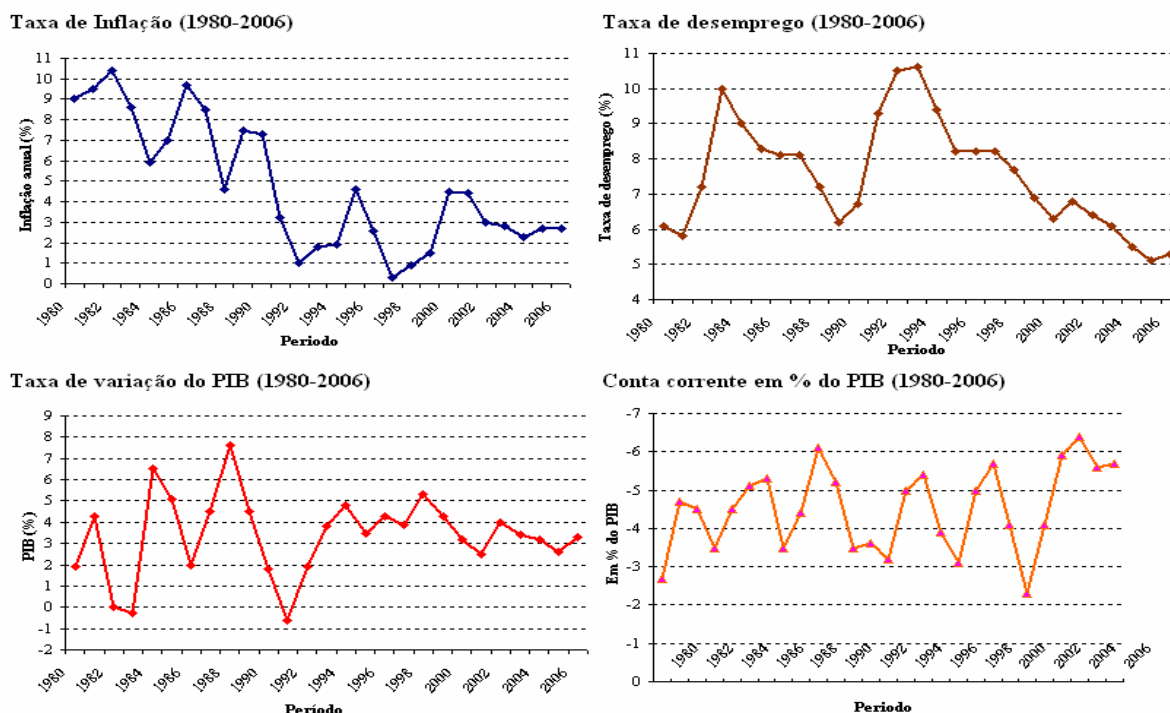
As experiências da Nova Zelândia e da Austrália mostram que o uso de um formato de IT que contemple dispositivos capazes de absorver choques, de modo a lidar com movimentos inesperados, permite uma operação harmônica do sistema com outros objetivos de política econômica, não penalizando os níveis de produto e emprego da economia, vez que não exige a prática de uma política monetária inter-temporalmente restritiva (Figuras 4 e 5).

Figura 4. Indicadores selecionados da Nova Zelândia



Fonte: Brash (2004) e RBNZ (2005)

Figura 5. Indicadores selecionados da Austrália



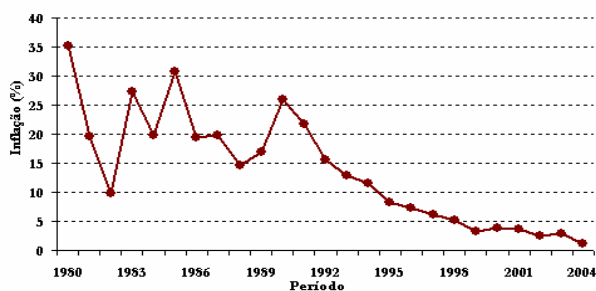
Fonte: Database IMF (2005)

O Chile adotou o regime em 1991, sendo a primeira economia subdesenvolvida a adotar o sistema no globo, e a segunda em âmbito mundial, quando o termo IT não havia sido estabelecido ainda. A experiência chilena pode ser considerada singular em razão do manejo alternativo do sistema dentro dos padrões atuais. O país fez uso de metas intermediárias e estabeleceu metas para a inflação iniciais elevadas, conduzindo o regime de maneira gradualista, além de ter apresentado um entorno macroeconômico altamente favorável no decorrer da década passada, expedientes que concorreram para permitir a convergência da inflação ao patamar observado nos países desenvolvidos (Figura 6).

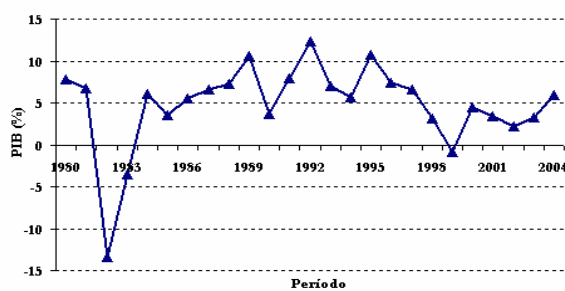
A administração da taxa de câmbio, associada a outras metas intermediárias, permitiu a neutralização do componente importado da inflação, tornando os preços aos consumidores mais comportados. Este procedimento, aliado ao processo gradual de desinflação, livrou o Banco Central de ter que praticar uma política monetária inter-temporalmente rígida para cumprir as metas estabelecidas para a inflação, o que se traduziu em efeitos altamente positivos sobre o crescimento econômico do país (Figura 6).

Figura 6. Indicadores selecionados do Chile

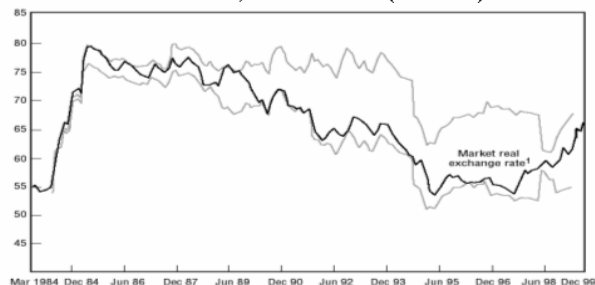
Inflação no Chile (1980-2004)



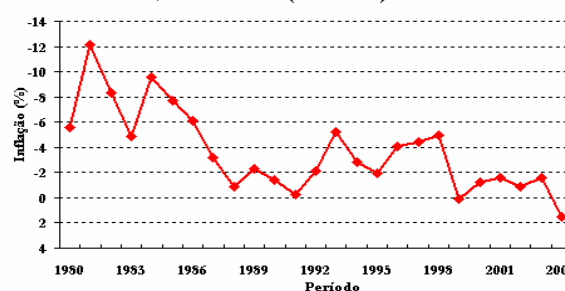
Evolução do PIB no Chile (1980-2004)



Taxa de câmbio real no Chile, base 1980 = 100 (1984-1999)



Conta-corrente / PIB no Chile (1980-2004)



Fontes: IMF (2005), elaboração do autor; Mondaré and Schmidt-Hebbel (1999)

A condução da inflação para o patamar observado nos países desenvolvidos foi realizada em torno de dez anos. Revela-se, portanto, que a redução gradual da inflação sob um formato de IT que considere as especificidades do país concorre no sentido de potencializar os benefícios do regime e minimizando os seus malefícios. Nos termos de Morandé (2000, p.48), *“El apego a parámetros estrictos del régimen de metas de inflación no implica una ‘manía antiinflacionaria’. En la transición desde una inflación moderada-alta hacia una baja, el gradualismo em la fijación de metas es um aspecto chave.”*

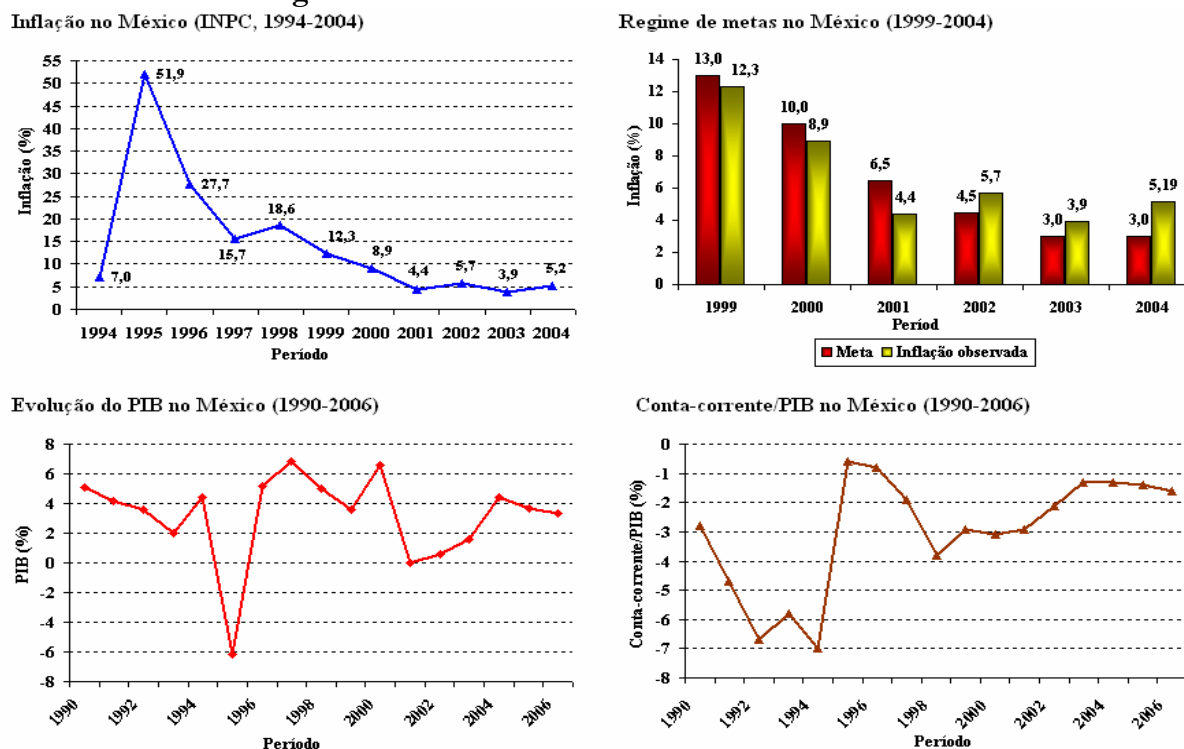
Já o caso mexicano ilustra um movimento que condicionou muitos países a adotar o regime de IT, a saber: a flutuação cambial, ao suprimir a âncora nominal até então vigente, condicionou a autoridade monetária a adotar o regime de IT no intuito de recompor a credibilidade e preservar a estabilidade. Importante destacar que as autoridades mexicanas, não obstante a realização de políticas voltadas à redução da volatilidade cambial e ao aumento das reservas internacionais do país, empenharam um forte ajuste ortodoxo na economia, substanciado na redução do nível de absorção interna a partir da prática de uma política fiscal e monetária restritiva (Francia e Garcia, 2005; Carstens e Werner, 1999).

Diferentemente do Chile, o processo de desinflação pode ser considerado ligeiro, considerando que a brusca desaceleração do ritmo de crescimento dos preços observada no interregno 1995-99 foi condicionada principalmente pela perda de força dos impactos da desvalorização cambial sobre os preços, o que permitiu uma reacomodação dos preços

relativos da economia. Após ter atingido 51,9% em 1995, em 1998 o INPC, índice que passaria a ser utilizado para operar o regime, fechou em 18,6%. Deste patamar, até alcançar uma inflação inferior a 5%, o país levou três anos, quando o CPI fechou em 4,4% (Figura 07).

O formato do regime mexicano pode ser considerado rígido, uma vez que faz uso de um índice cheio para a inflação, não contempla cláusulas de escape e na prática trabalha com metas anuais, a despeito da autoridade monetária ter discricionariedade para definir o período de convergência dos preços em relação à meta. Até 2002 a autoridade monetária trabalhava com metas pontuais para a inflação, sendo que a partir de 2003 o regime passa a admitir o desvio de mais ou menos 1 ponto percentual (p.p.) em relação à meta central. A inflação ficou abaixo da meta estabelecida nos três primeiros anos do regime. A partir daí, no entanto, a operação do IT já se mostra mais problemática: em 2002 a inflação foi de 5,7%, ante a meta de 4,5%; em 2003, de 3,9%, ficando na margem do limite superior da meta que passa a ser admitido e; em 2004, novamente a meta é descumprida, superando em mais de 1 p.p. a banda superior da meta estabelecida para o período (Figura 7).

Figura 7. Indicadores selecionados do México



Fonte: IMF (2005); Francia and Garcia (2005); Mishkin and Schmidt-Hebbel (2001). Elaboração do autor

A experiência mexicana evidencia que o uso de um formato rígido de IT, coadunado a um processo célere de desinflação e ao estabelecimento de metas ambiciosas, dificultam a operação do regime. Ao invés de ter a credibilidade aumentada, o descumprimento da meta

acaba acarretando efeito contrário, exigindo-se uma política monetária inter-temporalmente contracionista, o que prejudica o lado real da economia. Um formato rígido de IT pode, portanto, desconfinar o papel a ser cumprido pela âncora de expectativas.

O Quadro 1 apresenta o formato de IT para cada um dos 16 países listados. Observa-se que diversos países fazem uso de formatos que contemplam mais de um expediente que atribui maior discricionariedade da autoridade monetária.

Quadro 1. Características de IT em países selecionados

Países	Introdução	Índice de preço	Amplitude da meta	Horizonte	Cláusulas de escape
Nova Zelândia	Mar. 1990	Até 1999: núcleo CPI	1990: 3-5%; 1991: 2,5-4,5% 1992: 1,5-3,5%; 1993-1996: 0-2% Desde 1997: 0-3%		Sim
Canadá	Fev. 1991	Núcleo CPI	1991: 3-5%; 1992: 2,4% 1994: 1,5-3,5% Desde 1995: 1-3%		Sim
Irsael	Jan. 1992	CPI cheio	1992: 14-15%; 1993: 10%; 1994: 8%; 1995: 8-11%; 1996: 8-11%; 1997: 7-10%; 1999: 4%; 2000-01: 3-4%	22 meses (até 1991) Multi-anual (após 1992)	Não
Reino Unido	Out. 1992	CPI exclui juro hipoteca	1992-95: 1-4% Desde 1995: 2% (+/-1%)	1 ano	Não
Suécia	Jun. 1993	CPI cheio	Desde 1995: 2% (+/-1%)	Multi-anual (até 1995) Indefinido (após 1996)	Não
Austrália	Set. 1994	Núcleo CPI	2-3%	Ciclo de negócios	Não
Coréia	Jan. 1998	-	1998: 9% (+/-1%) 1999: 3% (+/-1%) 2000: 2,5% (+/-1%) Após 2001: 2,5%	1 ano (1998-2000) Indefinido (após 2001)	Não (até 2000)
Suíça	Jan. 2000	CPI cheio	<2%	3 anos	Sim
Chile	Jan. 1991	CPI cheio	1991: 15-20%; 1992: 13-16% 1993: 10-12%; 1994: 9-11% 1995: +/-8%; 1996: +/-6,5% 1997: +/-5,5%; 1998: +/-4,5% 1999: +/-4,3; 2000: +/-3,5% 2001: 2-4%	1 ano (1991-2000) Indefinido (após 2001)	Não
República Tcheca	Jan. 1998	Núcleo CPI	1998: 5,5-6,5%; 1999: 4-5% 2000: 3,5-5,5%; 2001: 2-4%	1 ano	Sim
Polônia	Out. 1998	CPI cheio	1998: <9,5%; 1999: 6,6-7,8% 2000: 5,4-6,8%; 2003: <4%	1 ano (até 2000) Multi-anual (até 2003) Indefinido (após 2003)	Não
México	Jan. 1999	CPI cheio	1999: 13%; 2000: 10% 2001: 6,5%; 2002: 4,5% 2003: 3% (+/-1%)	1 ano (até 2000) Indefinido (após 2000)	Não
Brasil	Jun. 1999	CPI cheio	1999: 8%; 2000: 6% 2001: 4% (+/-2%)	1 ano	Não
Colômbia	Set. 1999	CPI cheio	1999: 15%; 2000: 10% 2001: 8%; 2002: 6%	1 ano	Não
África do Sul	Fev. 2000	Núcleo CPI	2003: 3-6%	Multi-anual	Sim
Tailândia	Abr. 2000	Núcleo CPI	2000: 0-3,5%	Indefinido	Não

Fonte: Mishkin and Schmidt-Hebbel (2001)

Em relação aos países desenvolvidos contemplados na amostra, destacam-se Nova Zelândia, Canadá, Reino Unido e Austrália. Importante destacar que mesmo sendo economias menos vulneráveis, todos os países do grupo fazem uso de ao menos um expediente para acomodar choques. Já no âmbito dos países em desenvolvimento, pode-se afirmar que trabalham com desenhos mais flexíveis notadamente República Tcheca, Polônia, África do Sul e Tailândia. Vale observar que o Chile, embora faça uso de um formato menos flexível, fez uso de metas intermediárias e de uma política altamente gradualista no período inicial do regime, condição que o coloca numa situação singular.

A seguir, a tabela 1 apresenta a média, a mediana e o desvio-padrão (medida de volatilidade) para cada um dos países contemplados no Quadro 1, tanto para o PIB, quanto para a inflação, para os seguintes períodos: i) década de 1980; ii) interregno anterior ao regime de metas e; iii) momento seguinte à adoção do regime, até 2004. Considerando a década de 1990, a comparação entre os períodos anterior e posterior à implantação do sistema permite aferir que todos os países cujos formatos de IT podem ser considerados mais flexíveis apresentaram menor taxa e variabilidade da inflação, bem como maior crescimento econômico e, apenas com exceção do Chile e do Canadá em função do número de observações no período prévio à adoção do IT ($n=1$), menor variabilidade do produto.

Tabela 1. Países selecionados com *inflation targeting* (1980-2000)

Países ¹	Década de 1980						Década de 1990 (Pré IT) ²						Década de 1990-2000 (Pós IT)					
	PIB			Inflação			PIB			Inflação			PIB			Inflação		
	M	Med.	DP	M	Med.	DP	M	Med.	DP	M	Med.	DP	M	Med.	DP	M	Med.	DP
Países desenvolvidos																		
Nova Zelândia (mar.90)	2,7	1,9	2,2	11,9	14,2	7,8	-	-	-	-	-	-	2,9	3,6	2,2	2,4	2,3	1,1
Canadá (fev.91)	3,0	3,1	2,3	6,5	4,7	3,1	0,2	0,2	0,0	4,8	4,8	0,0	2,8	2,8	1,9	2,1	1,9	1,2
Israel (jan.92)	3,3	3,4	1,5	129,7	118,6	115,6	6,4	6,4	0,7	18,1	18,1	1,0	4,0	3,7	2,9	6,5	5,7	4,5
Reino Unido (out.92)	2,4	3,1	2,3	7,0	5,2	4,1	-0,1	0,2	0,9	6,2	7,0	1,5	2,9	2,9	0,7	1,7	1,5	0,6
Suécia (jun.93)	2,4	2,7	1,2	8,3	7,8	3,8	-0,4	-1,1	1,0	7,8	9,5	3,9	2,5	3,0	1,8	1,9	2,0	1,1
Austrália (set.94)	3,6	4,4	2,5	8,1	8,6	1,7	2,3	1,9	1,9	3,0	1,9	2,2	3,8	3,7	0,7	2,7	2,7	1,4
Coréia (jan.98)	7,6	7,7	3,7	8,4	4,6	8,7	7,5	7,8	1,7	6,1	5,6	1,8	4,2	4,6	5,1	3,5	3,5	1,9
Suíça (jan.00)	2,4	2,4	1,9	3,3	3,1	1,7	1,3	1,1	1,5	2,3	1,6	2,0	0,7	0,7	0,8	0,8	0,7	0,2
Demais países																		
Chile (jan.91)	3,7	6,4	6,7	21,4	19,8	7,2	3,7	3,7	0,0	26,0	26,0	0,0	5,7	5,9	3,3	7,5	5,6	5,7
Rep. Tcheca (jan.98)	-	-	-	-	-	-	1,9	1,2	2,5	11,4	9,6	4,3	2,1	2,6	1,7	3,7	2,8	3,1
Polônia (out.98)	0,1	2,8	5,0	59,9	23,7	70,0	2,4	4,8	5,3	93,5	32,2	174,9	3,3	3,9	1,5	4,9	4,5	3,2
México (jan.99)	2,3	2,2	4,2	69,1	62,2	36,7	3,3	4,4	3,6	20,8	20,6	9,4	2,8	2,6	2,3	7,8	5,7	4,3
Brasil (jun.99)	3,0	3,4	4,4	431,7	189,6	573,5	2,6	3,0	1,5	9,7	7,4	7,8	2,3	1,6	1,7	8,7	8,3	2,0
Colômbia (set.99)	3,4	3,4	1,5	23,4	24,3	3,7	2,9	3,9	2,8	22,2	21,7	5,4	2,9	2,9	1,0	7,3	7,1	1,2
África do Sul (fev.00)	2,2	2,3	2,8	14,7	14,5	2,1	1,4	1,8	2,0	9,9	8,8	3,3	3,4	3,6	0,6	5,5	5,7	2,5
Tailândia (abr.00)	7,4	5,8	3,0	5,8	4,2	5,6	5,3	8,1	6,2	5,0	5,7	2,0	5,1	5,3	1,6	1,7	1,7	0,7

¹ Considerando o interregno dos efeitos da política monetária sobre a economia, fez-se o seguinte corte: IT implantado a partir de setembro de qualquer ano, considerou-se o período corrente enquanto período pré IT. Já períodos de implantação anteriores ao mês de setembro foram incorporados ao período pós IT.

² Para Brasil, período pré IT contempla os anos de 1995-1998, interregno posterior ao Plano Real.

Fonte: Mishkin and Schmidt-Hebbel (2001); IMF (2005), para a obtenção dos dados primários.

Nos casos do Chile, do Canadá e da Nova Zelândia, cuja comparação com o período posterior à adoção praticamente só pode ser feita com a década de oitenta, os mesmos resultados podem ser encontrados. Já o México, que conforme discutido, mesmo tendo adotado gradualmente o sistema, faz uso de um desenho que pode ser considerado bastante rígido. Embora o país tenha apresentado menor taxa e variabilidade da inflação no período posterior ao regime ante o anterior, apresentou uma média de crescimento menor e apenas uma ligeira redução do grau de volatilidade do produto.

Com isto não se quer dizer que inexistem outras variáveis, além do formato do regime de IT, que exercem influência sobre o crescimento econômico. A análise sugere, no entanto, que os países que fazem uso de desenhos mais maleáveis do regime são mais capazes de conciliar a redução da inflação com o crescimento e menor variabilidade do produto, vez que não se exige a prática de uma política monetária inter-temporalmente contracionista para fazer os preços convergirem para a trajetória da meta estabelecida. Ao permitir um maior grau de discricionariedade para a autoridade monetária, o regime acaba desempenhado mais apropriadamente o seu papel, a saber: coordenar as expectativas dos agentes em prol da estabilidade monetária e do crescimento econômico.

À guisa de conclusão: lições da experiência internacional

A experiência internacional mostra que uma estratégia gradualista, tanto na adoção do regime, quanto no processo de desinflação, quando se tratar do caso, é mais recomendada. Evidencia que há a possibilidade de se trabalhar com metas intermediárias, desde que concorram para auxiliar o cumprimento das metas estipuladas para a inflação, donde o caso chileno, no interregno 1991-99, constitui uma experiência bem-sucedida neste sentido. No mais, deixa claro que o regime permite a utilização de diferentes formatos.

Desde que a utilização dos mecanismos de flexibilização seja bem calibrada e expresse as especificidades do mecanismo de transmissão da política monetária e o processo de formação dos preços de cada país, um desenho mais maleável de *inflation targeting* tende a maximizar os benefícios do sistema e minimizar os seus potenciais efeitos colaterais. Isto porque a utilização de formatos rígidos dificulta a operação do regime, requerendo a prática de uma política monetária inter-temporalmente contracionista, cujos reflexos negativos se fazem sentir notadamente sobre o crescimento econômico. Logo, ao invés de consolidar o binômio reputação-credibilidade, pode-se colocar em risco a credibilidade já conquistada pela autoridade monetária, ou então obstaculizar a sua obtenção para os bancos centrais que ainda não a detêm, desconfigurando o papel a ser cumprido pela âncora de expectativas.

Embora transcenda o propósito deste artigo, as lições da experiência internacional sugerem que a coexistência de um formato rígido de IT com o estabelecimento de metas ambiciosas para a inflação atua no sentido de problematizar a operação do regime, tornando-o dependente de expedientes exógenos que concorrem para minimizar o grau de consistência da política econômica, como a valorização prolongada da taxa de câmbio, que se por um lado contribui para a convergência dos preços à trajetória da meta preestabelecida, por outro exerce impactos deletérios sobre a estrutura produtiva interna e potencialmente sobre as contas externas. Semelhanças com o caso brasileiro não são meras coincidências!

Referências Bibliográficas

- BERNARKE, B. [et al.] *Inflation targeting: lessons from the international experience*. Princeton University Press: 1999.
- BLEJER, M.; LEONE, A. Introduction and overview. *Inflation target in practice: strategic and operational issues to emerging markets economies*. International Monetary Fund: IMF, 1999.
- BRASH, D. Inflation targeting 14 years on. *Bulletin Reserv Bank of New Zeland*, v.65, n.1, 2004.
- CARSTENS, A.; WERNER, A. Mexico's monetary policy framework under floating exchange rate regime. In: BLEJER, M. [et al.]. *Inflation target in practice: strategic and operational issues to emerging markets economies*. International Monetary Fund: IMF, 1999.
- CARVALHO, F. J. C. de. Fundamentos da escola pós-keynesiana: a teoria de uma economia monetária. In: AMADEO, E. J. (Org.). *Ensaio sobre economia política moderna: teoria e história do pensamento econômico*. São Paulo: Marco Zero, 1989. p. 179-194.
- DEBELLE, G. *Inflation targeting and output stabilization in Australia*. In: BLEJER, M. [et al.]. *Inflation target in practice: strategic and operational issues to emerging markets economies*. International Monetary Fund: IMF, 1999.
- EICHENGREEN, B. *A globalização do capital: uma história do sistema monetário internacional*. São Paulo: Editora 34, 2000.
- FRANCIA, M. R.; GARCIA, A. T. Reducing inflation through inflation targeting: the mexican experience. *Working Paper*, n.º 2005-01, Banco de México, jul. 2005.
- IMF. *World economic outlook: database*. IMF, 2005. Disponível em: [<http://www.imf.org>]. Acesso em: 15 jun. 2005.
- LEIDERMAN, L.; SVENSSON, L. *Inflation targets*. London: CEPR, 1995.
- GJEDREN, S. *Experiences whit inflation targeting in Norway and other countries*. Norges Bank, 2005.
- MISHKIN, F. Inflation targeting in emerging market countries. *NBER Working Paper Series*, n.7618, 2000.
- MISHKIN, F.; SCHIMDT-HEBBEL, K. One decade of inflation targeting in the world: what do we know and what do we need to know. *NBER Working Paper Series*, n.8397, 2001.
- MORANDÉ, F. Una década de metas de inflación en Chile: desarrollos, lecciones y desafíos. In: *Revista Economía Chilena*, vol.4, n.º 1, abr. 2000.

MORANDÉ, F.; SCHIMDT-HEBBEL, K. Monetary policy and inflation targeting in Chile. In: BLEJER, M. [et al.]. *Inflation target in practice: strategic and operational issues to emerging markets economies*. International Monetary Fund: IMF, 1999.

RESERV BANK OF NEW ZELAND. *Policy Targets Agreement*, RBNZ, Sept. 2005.

SHERWIN, M. Strategic choices in inflation targeting: the New Zeland experience. In: BLEJER, M. [et al.] *Inflation target in practice: strategic and operational issues to emerging markets economies*. International Monetary Fund: IMF, 1999.

