

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

“INFLATION TARGETING”: ANÁLISE DE EXPERIÊNCIAS E LIÇÕES

APROVEITÁVEIS

Frederico Guilherme Lorentz Oliveira

No. de matrícula 9616371

Orientador: Rogério Werneck

Dezembro de 1999

“As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor”

## Índice

I. Introdução.....	5
II. “Inflation Targeting”.....	9
II.1 Importância da “Inflation Targeting”.....	9
II.2 Implementação da “Inflation Targeting”.....	12
II.3 “Inflation Targeting” na Prática. ....	15
III. Experiências .....	19
IV. “Inflation Targeting” no Brasil.....	39
V. Conclusão.....	52
VI. Bibliografia.....	55

## Índice de Tabelas

Tabela 1. Aspectos Operacionais de Metas de Inflação, 1997.....	16
Tabela 2. Taxa de Inflação, 1996.....	36
Tabela 3. Taxa de Crescimento Real da Economia.....	36
Tabela 4. Variação de Metas de Inflação.....	37
Tabela 5. Taxa de Desemprego, 1996.....	38
Tabela 6. Título de Longo Prazo do Governo, 1996.....	38
Tabela 7. Taxa de Inflação no Brasil, 1994 – 1999.....	49

## I. INTRODUÇÃO

Neste final do século XX existe um consenso de que prosperidade e crescimento econômico são criados , por empresas privadas, mercados livres e governos através da regulação fiscal, comércio, políticas ambientais e obras de infraestrutura, criam condições para o bom funcionamento do mercado. Embora política monetária seja determinada pelo Banco Central, o governo também tem grandes responsabilidades sobre sua condução.

Nos últimos anos vem surgindo um novo elemento para esse consenso, onde inflação estável é importante para o crescimento do mercado e que a política monetária é determinante da inflação. De todas as ferramentas que o governo dispõe para influenciar a economia , a política monetária é o instrumento mais flexível para estabilizar os objetivos, pois, pode se ajustar rapidamente a desenvolvimentos macroeconômicos. Frequentemente, o mercado financeiro antecipa mudanças na política monetária e, então, quando governos reagem a flutuações na produção ou no emprego , a política monetária é uma ferramenta favorável. Já, a política fiscal, que tem múltiplos objetivos, é lenta e incerta.

Bancos Centrais em países industrializados, geralmente, têm encontrado suas responsabilidades em anos recentes. A inflação tem sido menor na maioria dos países desde os anos 60, só existindo uma recessão global no começo dos anos 80, e as taxas de crescimento têm sido razoavelmente boas. O Estados Unidos têm sido capaz de combinar baixos níveis de inflação com baixos níveis de desemprego, mas uma boa performance hoje não garante uma boa performance no futuro. Então, os Bancos Centrais estão empenhados em desenvolver estratégias de condução da política monetária que levem a ganhos futuros.

Esta monografia detém-se sobre uma dessas estratégias : “inflation targeting”. “Inflation targeting” tem sido adotada por diversos países industrializados como: Nova Zelândia , Inglaterra, Canadá, Suécia, Finlândia, Israel, Espanha e Austrália. O Japão anunciou, recentemente, a sua intenção de adotar metas inflacionárias e a Suíça e a Alemanha apresentam elementos de metas inflacionárias em suas políticas monetárias.

A Meta inflacionária cria uma estrutura para a política monetária caracterizada por um comunicado ao público quanto ao alvo da taxa de inflação a ser atingida. Uma sendo inflação estável o objetivo de longo prazo de uma política monetária.. Um fator importante de metas inflacionárias, entre outros, é o esforço das autoridades monetárias em comunicar ao público os planos e objetivos a serem atingidos e, em muitos casos, os mecanismos que fortalecem o relato do Banco Central para atingir seus objetivos. “Inflation targeting” serve mais como estrutura do que como regra para a política monetária. Regras são políticas monetárias que são essencialmente automáticas , requerem pouco ou nada no caminho da análise macroeconômica ou do

juízo de valor das autoridades monetárias. Como exemplo de regra temos o padrão ouro que não precisa de muitos esforços para manter o preço na paridade oficial.

“Inflation targeting” tem dado um importante benefício para os países que o adotaram. Países com “inflation targeting” têm baixas taxas de inflação e melhor, baixas expectativas inflacionárias, suas experiências são as de que quando ocorrem choques nos níveis de preços o efeito na taxa de inflação é muito menor e eles, também, possuem taxas de juros nominais menores como resultado de uma baixa expectativa de inflação. Existe uma pequena evidência que “inflation targeting” reduz custos econômicos reais realizando uma inicial redução na taxa de inflação. Existe, também, uma evidência de que o uso da “inflation targeting” aumenta o entendimento do público quanto a política monetária, facilitando o relato das autoridades monetárias.

Um dos subprodutos mais interessantes da discussão das metas inflacionárias é a curiosidade dos agentes econômicos sobre como reagirá o Banco Central aos choques de demanda (aumento dos gastos do governo, por exemplo) e aos choques de oferta (aumento do preço dos produtos importados). Este interesse é muito saudável, porque coloca face a face a ação do Banco Central com o que dela esperam os agentes econômicos. Eles passam a entendê-la e a antecipá-la, o que facilita e dá maior eficácia à política monetária.

Trata-se de uma mudança metodológica na condução da política econômica que talvez seja a mais importante lição que nos deixarão os anos 90. Até os anos 80 a política econômica era entendida como um problema mecânico de controle: existiam os objetivos da política econômica (crescimento econômico, estabilidade de preços, ect.) e a autoridade que manejava os instrumentos (política fiscal, monetária, cambial,

ect.) de forma a atingí-los. Hoje a política econômica mudou, trata-se de um jogo entre autoridades e agentes, onde as autoridades devem dizer claramente o que e como pretendem; já os agentes aceitam ou não o objetivo e entendem como se vai atingí-lo. A seriedade e a eliminação de medidas oportunistas são fundamentais para a credibilidade da política econômica. É por isso que a formação das expectativas é um ingrediente básico da política bem sucedida.

Apesar da análise estatística sobre o impacto da “inflation targeting” ser um dos mais importantes acontecimentos da década, não temos como observá-la na prática, pois, esta análise está limitada ao curto espaço de tempo em que foi implementada. Perguntas como: -Qual a melhor forma de se implementar a “inflation targeting” e - Como as autoridades monetárias e o público respondem a “inflation targeting” não podem ser, ainda, perfeitamente respondidas por métodos quantitativos.

Este trabalho é organizado da seguinte forma: o capítulo II desenvolve o instrumental macroeconômico básico para a definição e entendimento de “inflation targeting”. O capítulo III analisa e compara a experiência dos países que adotaram metas inflacionárias; além de tentar fornecer dados para a comparação do desenvolvimento de variáveis consideradas determinantes no processo de metas inflacionárias. O capítulo IV analisa a implementação da “inflation targeting” no Brasil, mostrando as dificuldades e as características da meta inflacionária. E o capítulo V conclui o trabalho.

## II. “INFLATION TARGETING”

### II. 1 IMPORTÂNCIA DA “INFLATION TARGETING”

Em geral, a política macroeconômica tem muitos objetivos além de baixa inflação. Alta taxa de crescimento, baixo nível de desemprego, estabilidade financeira, entre outros são também seus objetivos. Metas inflacionárias visando a importância da estabilidade de preços a longo prazo e para a comunicação da intenção da política monetária para o público se apoiam em três argumentos:

Primeiro: o aumento no controle da inflação não é ocasionado, somente, pelo desemprego e outros problemas, pois estes, têm se tornado menos urgentes, mas, porque economistas e governantes são menos confiáveis hoje do que a trinta anos atrás e que a política monetária pode ser usada, efetivamente, para moderar flutuações de curto prazo, exceto talvez flutuações que sejam estritamente severas. Além disso, a maioria dos economistas concordam que no longo prazo a taxa de inflação é a única variável macroeconômica que a política monetária pode afetar.

Segundo, que existe um consenso que taxas moderadas de inflação são perigosas para a eficiência e para o crescimento da economia e que a manutenção de baixa e estável taxa de inflação são importantes, talvez necessárias, para se atingir outros objetivos macroeconômicos.

Terceiro: o estabelecimento do preço estável como objetivo primário de longo prazo da política monetária ajuda os governantes a comunicar suas intenções para o público e a impor algumas metas desejadas.

Outra razão para manter o preço estável no longo prazo, como objetivo primário, é, na opinião de economistas, que a baixa inflação ajuda a promover uma maior eficiência econômica e um crescimento no longo prazo, pois a alta inflação é extremamente prejudicial para países que estão tentando se recuperar economicamente. Países com experiências inflacionárias (500% a 1000% por ano) usualmente exibem uma pobre performance econômica.

Entre os custos de alta inflação estão: uma maior fragilidade do mercado financeiro, instabilidade no mercado de trabalho e na produção e maior desigualdade entre as classes sociais. Porém, obter dados a respeito da confirmação de que inflação afeta diretamente o crescimento econômico não é fácil. Inflação é, acima de tudo, determinada pela interação de muitas forças.

Nós raramente vemos variações na inflação que não são associadas a fatores como choques de oferta ou a instabilidade política. Consequentemente, é muito difícil conduzir testes que provem de maneira limpa o efeito direto da inflação na performance econômica real. Contudo, estudos econométricos associam alta inflação com baixa produtividade e com baixas taxas de crescimento.

Fischer fez um estudo comparando taxas de inflação e de crescimento e chegou a conclusão de que, em média, uma variação de um ponto percentual na taxa de inflação pode custar para a economia um pouco mais que um décimo na taxa de crescimento.

Então, estudos empíricos mostram que a taxa de crescimento varia significativamente com a taxa de inflação. Mas, pelo contrário, Bruno e Easterly argumentam que, somente, crises inflacionárias afetam significativamente o crescimento. Contudo, estudos recentes provam que mesmo baixas taxas de inflação podem afetar a taxa de crescimento no longo prazo; então é devido a este fato que autoridades devem focar suas metas na estabilidade de preços no longo prazo como objetivo de sua política.

Foram discutidas razões para o aumento da ênfase na estabilidade de preços de longo prazo, isto é, por exemplo, aumentar o interesse sobre os efeitos adversos de uma taxa de inflação moderada. Enquanto esses objetivos têm aumentado a receptividade dos Bancos Centrais para implementar metas inflacionárias, podemos observar que nenhuma dessas razões é absolutamente essencial para justificar tal implementação. O argumento mais forte para metas inflacionárias é que essas razões podem ajudar a fornecer uma política monetária com que economistas chamam de âncora nominal. Âncora nominal é você fazer com que os preços variem dentro de um determinado valor.

Conduzir a política monetária sem estabelecer uma firme âncora nominal é possível, porém, trás riscos. Suponhamos que não exista quantidade ou preço controlado na política monetária e que, por alguma razão, houve um aumento na taxa de inflação esperada. Tal mudança na expectativa de inflação causa um dilema para as autoridades monetárias: elas acomodam a mudança conduzindo uma política monetária que gera a expectativa correta por parte do público. Elas não só permitem o aumento da inflação, como dizem para o público que não há nada a ser feito devido a esse repentino aumento da inflação. Se, por outro lado, autoridades monetárias resistissem ao aumento da expectativa de inflação e mantivessem uma política

monetária rígida , o risco de uma recessão seria maior. Na ausência de uma âncora nominal, mudança na expectativa de inflação poderia ser induzida por inúmeros fatores.

Claramente, a política monetária é mais eficiente na presença de uma estabelecida âncora nominal e essa âncora, também permite um maior entendimento do público.

## II.2 IMPLEMENTAÇÃO DA “INFLATION TARGETING”

Transparência e flexibilidade são as duas maiores vantagens de metas inflacionárias. Transparência, significa clareza e oportuna comunicação de objetivos da política (planos e táticas para o público). Os objetivos de uma política transparente são que o público possa perfeitamente entender o que a política monetária pode ou não pode fazer. Flexibilidade, significa a habilidade que os Bancos Centrais possuem para reagir no, curto prazo, a mudanças na estrutura econômica.

O primeiro passo para implementar “inflation targeting” é decidir qual o índice de preços que deverá ser atingido. A meta inflacionária escolhida pelo Banco Central tem que ter a medida relacionada com alguma versão do índice de preços ao consumidor e, geralmente, este índice exclui certas volatilidades que são conhecidas como “core inflation”. Fazendo essa escolha o Banco Central pode explicar para o público como o índice de preços é construído; e para manter a credibilidade o Banco Central deve usar o índice escolhido, consistentemente, durante o período para o qual a meta foi determinada.

Na escolha de um valor numérico para metas inflacionárias, os Bancos Centrais tem dado ênfase a estabilidade de preços. Uma rigorosa definição de estabilidade de preços sugere uma inflação zero ou próxima a isso. Mas, meta de inflação zero pode causar sérios problemas. Recentes pesquisas sugerem que medidas de inflação podem ter tendências positivas. A razão é que índices fixos não refletem a possibilidade de consumidores mudarem de opinião em relação a determinados produtos. Outro argumento contra uma meta inflacionária muito baixa é que uma baixa inflação vai induzir um baixo nível de taxas de juros nominais, deixando o Banco Central sem mobilidade para diminuir a taxa de juros em uma eventual recessão. Porém, o argumento mais importante contra uma taxa de inflação zero é que uma deflação não esperada e persistente pode interferir no funcionamento do sistema financeiro, precipitando uma contração econômica. Ou seja, uma meta inflacionária abaixo de zero é potencialmente mais custosa que uma meta acima de zero ( para a mesma quantidade). Mas essa meta inflacionária é um ponto ou um intervalo? Para esse evento Bancos Centrais escolhem anunciar um intervalo como objetivo da inflação, tendo assim uma margem de erro para prever a inflação. Mas, anunciar um intervalo pode ser, também, uma desvantagem, pois, um erro na previsão desse intervalo gera uma perda muito maior da credibilidade das autoridades monetárias do que um erro no ponto percentual da inflação.

Surge, então, outra pergunta: Quando devemos abandonar a meta de inflação que deveria ser atingida? A decisão sobre a mudança da meta depende muito do tipo de choque que afeta a economia. Em geral, não existe nenhum conflito entre produção e estabilização inflacionária que um inesperado choque influa no gasto agregado, mas usar a política monetária para compensar o choque na demanda agregada é a maneira correta de combater as variações nas variáveis econômicas. Contudo, um choque de

oferta agregada, como um aumento no preço do petróleo, pode causar um conflito entre estabilização da produção e desemprego no curto prazo e estabilização inflacionária no longo prazo. Se esse choque for grande o suficiente, ou inesperado, ele pode causar uma perda preliminar na inflação anunciada. Então, aí sim, devemos abandonar a meta de inflação a ser atingida. Nesse caso, o Banco Central deve interferir junto ao público para que esse inesperado choque não abale a sua credibilidade. Com isso, o Banco Central deve fazer ajustes graduais, para minimizar flutuações na produção e manter uma inflação baixa e estável.

Para o Banco Central manter a credibilidade, na visão do público, ele precisa fornecer informações da economia como um todo, das suas intenções políticas e da política monetária dos bancos. Mais especificamente, o banco deve comunicar o que está por trás da “inflation targeting” e a estratégia política que ele vai adotar, a perspectiva da moeda para a economia e reportar e analisar os indicadores inflacionários. O Banco Central deve fornecer o sucesso ou não da meta inflacionária, com explicações de porque o alvo pode ser alterado ou perdido. Além de informações, o Banco Central tem a responsabilidade de educar o público sobre o que a política monetária pode ou não pode fazer; encorajando-o para se envolver no processo que as autoridades monetárias estão desenvolvendo.

Porém, alguns observadores acreditam que os Bancos Centrais não devem expor completamente suas políticas para o público. Eles acham que o Banco Central deve adotar uma política independente, já que a política monetária influencia o bem estar de toda a sociedade, diminuindo, assim, a pressão política. Por outro lado, existem muitas evidências de que política monetária trabalha melhor quando divulgada para o público. Um compromisso é sugerido por Fischer e Debelle que distinguem

independente objetivo, de independente instrumento; no qual o primeiro diz que o Banco Central é livre para escolher seus objetivos, e o segundo, o objetivo político é desenvolvido somente pelo governo ou é desenvolvido pelo governo consultando o Banco Central. “Inflation targeting” é completamente compatível com instrumento independente no qual existe o entendimento apropriado entre o Banco Central, ministros e legisladores. Assim, a responsabilidade de implementação da política monetária não fica, somente, nas mãos de um grupo, todos terão que responder pelo seu sucesso ou pelo seu fracasso.

### II. 3 “INFLATION TARGETING” NA PRÁTICA

A marca do contraste da “inflation targeting” é o anúncio feito pelo governo, pelo Banco Central ou pela combinação das duas partes, que, no futuro, o Banco Central vai empenhar-se em manter a inflação num nível específico. Como vemos na tabela 1 , é mais comum determinar a meta de inflação como intervalo do que como um ponto. E, em relação ao horizonte, vemos que é comum termos um intervalo de um a quatro anos. Contudo há exceções , como no caso da Alemanha, que determinou a meta de inflação como um ponto e com o horizonte de um ano. Inicial anúncios de “inflation targeting”, geralmente, permitem uma gradual transição do atual nível de inflação para um estado de equilíbrio (estabilidade de preço) onde esse país possa prosperar rumo a uma maior eficiência econômica. Estabilidade de preço nunca significa, na prática, inflação zero, mas, usualmente, algo dentro da casa de dois por cento ao ano.

Tabela 1. Aspectos operacionais de metas de inflação, 1997

Países	Definição de metas	taxa de inflação	Tempo
Austrália	IPC(excluindo frutas Petróleo e outros preços Voláteis	2-3	permanente
Canadá	IPC (excluindo comida, Energia,	1-3	18
Finlândia	IPC (excluindo subsídeo Do governo, imposto Indireto.	2	permanente
Israel	IPC	8-11	12
Nova Zelândia	IPC (excluindo imposto Indireto, mudanças importação Exportação e desastres naturais	0-2 até 1996 0-3	12
Espanha	IPC (excluindo mudanças do Imposto indireto	3	desde 1997
Suécia	IPC excluindo juros hipoteca	2	permanente

Fonte: Jornal de perspectiva econômica – Volume 11

IPC (Índice de Preço do Consumidor)

Taxa de inflação em percentagem ao ano

Tempo em meses

Em muitos regimes de metas inflacionárias , a publicação regular do Banco Central detalha a situação da inflação, incluindo a sua previsão e a discussão do efeito da política que é preciso para manter a inflação sob controle. Um bom exemplo é o do Banco da Inglaterra que reportou detalhes que contêm análises de fatores que afetam a taxa de inflação . A adoção de metas inflacionárias é, frequentemente, relacionada a mudanças nas leis ou no arranjo administrativo associado ao Banco Central. Tipicamente, reformas são feitas para aumentar a independência do Banco Central , particularmente, no que diz respeito às escolhas feitas dos seus instrumentos. Estas escolhas vão atingir o principal objetivo do Banco Central, que é a estabilidade de preços. Exceções existem na Inglaterra e no Canadá onde nas decisões de metas inflacionárias o governo , mais que o Banco Central, detêm o controle da política monetária. Contudo, no caso inglês, a adoção de metas inflacionárias tem aumentado a participação do Banco Central nas decisões e transmissões da política.

Para vermos “inflation targeting” na prática precisamos saber se a inflação é, suficientemente, previsível e controlável. Muitos autores dizem que é muito difícil prever, corretamente, a inflação em pequenos e grandes horizontes. Essa falta de previsão cria dois grandes problemas: o primeiro é extremamente operacional, e ocorre devido ao atraso entre a ação da política monetária e a resposta da inflação. O segundo é em relação a credibilidade do Banco Central , pois, é, extremamente, difícil julgar se o Banco Central tem se empenhado ao máximo para atingir a meta estipulada. Por exemplo, o Banco Central pode sempre arguir que o resultado é devido a má sorte e não a má fé. Quando a credibilidade do Banco Central está em questão, alguns economistas dizem que o Banco Central pode retomar sua credibilidade, mais rapidamente, atingindo metas intermediárias (como crescimento da moeda) pois, assim, o público perceberá que o Banco Central esta agindo com seriedade. A

utilização dessas metas intermediárias podem ser explicadas pois com elas os Bancos Centrais conseguem manter uma credibilidade importante para “inflation targeting”.

### III. EXPERIÊNCIAS

O maior objetivo desta seção é discutir as experiências que países tiveram ao adotar a “inflation targeting” como guia de condução da sua política monetária. Os países em questão são Canadá, Nova Zelândia, Suécia, Inglaterra, Alemanha, Suíça, Austrália, Espanha, Israel. Como esses países possuem diferentes metas e legislações vamos analisar cada um separadamente para vermos quão diferentes são os resultados obtidos.

Porém, pouco tempo se passou desde a implementação de metas inflacionárias e uma conclusão mais precisa poderá ser um erro, dado a pequena experiência que existe a respeito da condução de uma política monetária eficaz. Para uma melhor evolução da teoria de “inflation targeting” seria necessário uma maior experiência histórica.

#### Canadá

O Canadá adotou o regime de metas inflacionárias em fevereiro de 1991, onde o Banco Central junto com o governo anunciaram uma série de metas a serem cumpridas. Essas metas anunciadas em 1991 foram, inicialmente chamadas de bandas,

pois, possuía um intervalo de tolerância de 2 %. Os objetivos para a inflação eram de uma queda para 3 % em 1992, em 1994 cair para 2.5 % e chegar em 1995 com uma inflação de 2 %.

O índice de preços utilizado pelo Banco Central do Canadá para medir a inflação é o IPC (Índice de Preços ao Consumidor) excluindo alimentos, energia e mudanças nos impostos indiretos. Esses componentes são excluídos porque, frequentemente, sofrem alterações aleatórias.

O regime de metas inflacionárias no Canadá é, na prática, muito flexível com o crescimento da produção e com as flutuações da economia, em verdade, esse regime é visto como um caminho mais fácil para ajudar a diminuir as flutuações na atividade econômica do país. É, também, uma característica do Canadá o compromisso e a transparência do governo com o público em relação à estratégia da política monetária utilizada.

Da experiência do Canadá retiro três lições importantes: Primeira: O Banco Central obteve sucesso em manter a taxa de inflação baixa e de se prevenir de choques no nível de preços, incluindo choques de oferta e depreciação da moeda. Esse sucesso só foi possível devido a cooperação do Banco Central com o governo e da grande ênfase dada ao público o que permitia a este distinguir choques de aumento geral de preços. Segunda: Metas inflacionárias foram adotadas para manter a taxa de inflação baixa e estável, e erros na previsão da inflação não acarretam uma perda de credibilidade das autoridades monetárias, sendo assim um regime muito flexível. Essa flexibilidade permite que o Banco Central corrija as metas em um eventual choque na economia. Terceira: O Banco Central é capaz de justificar a condição da política

monetária no momento solicitado com a confiança de não gerar expectativas inflacionárias no futuro, mantendo assim a estabilidade da economia.

### Suécia

A adoção de metas inflacionárias na Suécia foi anunciada em janeiro de 1993. A meta a ser atingida era de 2 % ao ano, com tolerância de 1 % a 3 %. Essa taxa era para ser alcançada em 12 meses pelo IPC (Índice de Preços do Consumidor) excluindo os efeitos dos impostos indiretos e dos subsídios.

O plano de “inflation targeting” na Suécia não é altamente institucionalizado em comparação ao Canadá. A introdução de metas inflacionárias foi intencionalmente feita para aumentar a flexibilidade da política monetária em face da recessão doméstica que se encontrava. Porém, essa flexibilidade não se estende a todos os aspectos, pois, na Suécia não há a utilização da chamada “core inflation”, a inflação é determinada pelo IPC sem restrições a determinados produtos que venham a flutuar. Essa decisão pode causar uma instabilidade no sistema, já que um choque de oferta pode alterar toda a previsão feita pelas autoridades monetárias.

O governo sueco controla, legalmente, o Banco Central, só que é o Banco Central quem controla as metas inflacionárias e os instrumentos da política monetária. Sendo o controlador da política monetária o Banco Central é quem divulga as taxas de inflação e as suas expectativas três vezes por ano.

A adoção de “inflation targeting” na Suécia não foi uma indicação de que o Banco Central estava mostrando desinteresse sobre outras variáveis econômicas

como: produção, desemprego e estabilidade financeira, pelo contrário, o interesse por esses aspectos estavam claramente evidenciados na política cambial adotada, pois, caso contrário, a Suécia estaria indo contra a corrente que levaria a um Mercado Comum Europeu.

A evolução de metas inflacionárias na Suécia demonstra outros aspectos da relação entre flexibilidade e transparência. Justamente, por não adotar a “core inflation” o Banco Central se viu num problema de manter a estabilidade de preços e de manter, também, a sua credibilidade. O Banco Central, portanto, não sacrificou elementos importantes da flexibilidade para alcançar máxima transparência. Com isso a Suécia abriu mais uma discussão, pois, eles só consideram a inflação de longo prazo, ou seja, aquela alteração nos preços que não fosse temporária. Nesse método é extremamente importante a comunicação com o público, pois, divulgações precipitadas podem ocasionar enormes perdas de credibilidade do Banco Central.

### Alemanha e Suíça

A decisão de adotar metas monetárias na Alemanha e na Suíça veio depois do colapso do sistema “Bretton Woods” de taxa de câmbio fixo em 1973. De fato, o colapso de “Bretton Woods” gerou uma necessidade dos Bancos Centrais de estabilizar os preços e valorizar a moeda. Mas essa crise, não era do tipo que demandava uma resposta imediata.

Dois fatores foram decisivos para a adoção de metas inflacionárias na Alemanha e na Suíça. O primeiro era a convicção de que uma âncora nominal era fundamental para

a política monetária e o segundo era que o Banco Central necessitava de flexibilidade da sua política no futuro, ou seja, ele desejava coordenar a expectativa de inflação para o público.

Alemanha e Suíça adotaram metas monetárias em dezembro de 1974, e seus maiores interesses eram de manter a expectativa de inflação sob controle. De 1975 a 1980 os Bancos Centrais dos dois países aderiram à estratégia de fixar e anunciar metas monetárias. Ambos os Bancos têm acumulado sucessos na adoção desse sistema, como mudanças nas metas dos agregados monetários e da produção quando veem estes sofrerem algum tipo de pressão.

O Banco Central alemão anunciou metas para o crescimento da Moeda do Banco Central (MBC) que corresponde à moeda em circulação mais depósitos à vista, depósito com vencimento de até quatro anos, títulos, poupança. Mas desde de 1988 o Banco Central tem usado o M3 como referencial para a meta de crescimento.

O Banco Alemão determina, sempre, a meta monetária para o ano seguinte, no final do ano corrente. O Banco Central deriva a meta de crescimento estimando o potencial da produção no longo prazo e também o agregado monetário para avaliar o aumento do nível de preços. A medida de preço utilizada é o IPC. Os objetivos para a inflação são fixados antes de se fixar as metas monetárias, para se especificar ao público o que está sendo pretendido pelas autoridades monetárias.

Já o Banco Central da Suíça anuncia a meta de crescimento para o agregado monetário M1. Depois da apreciação cambial em 1978, o Banco Central decidiu fazer mudanças de metas monetárias para a taxa de câmbio, deixando, temporariamente, de

lado a meta de crescimento da moeda. De 1980 a 1988 a meta foi formulada tendo como referência a base monetária e de 1989 para cá a meta a ser atingida leva em conta a sazonalidade do ajuste da base monetária.

No final de 1990, o Banco Central suíço declarou que iria aumentar a base monetária sem especificar o ponto do tempo em que isto iria acontecer. O que ele queria com isso era aumentar a sua flexibilidade no curto prazo. Dado a credibilidade do Banco, a expectativa de inflação ao longo dos anos não irá se alterar quando se tem um objetivo claro. O Banco Central suíço sempre mantém a estabilidade de preços como seu principal objetivo da política monetária, ele pretende diminuir, gradualmente, a taxa de crescimento monetário, para baixar, ainda mais, a taxa de inflação. O compromisso do Banco com a estabilidade de preços é evidente pelo seu comportamento e pela sua credibilidade.

Vimos um pouco cada país, separadamente, e agora vou analisar as características de metas monetárias dos dois países em conjunto: Alemanha e Suíça.

Alemanha e Suíça possuem metas de taxas de crescimento de vários agregados monetários e anunciam estas todo ano. Contudo, o anúncio de objetivos numéricos para a inflação são feitos da derivação de metas monetárias e isso é considerado como sendo uma evidência de que os objetivos de estabilidade de preços vem em primeiro lugar. Isso nos tira a dúvida de que a Alemanha e a Suíça adotam metas monetárias e não metas inflacionárias como é conhecido em outros países.

Ambos os países adotam metas monetárias para estabelecer uma âncora nominal para a política monetária, com a esperança de aumentar a flexibilidade política através

da expectativa de inflação moderada pelo público. Na verdade, essas metas monetárias têm grande flexibilidade. Metas monetárias são perdidas, frequentemente, porque existe o interesse do Banco Central por outros objetivos como, produção e taxa de câmbio. Tanto na Alemanha quanto na Suíça a estabilidade de preços era definida como meta de medida da inflação que é maior que zero.

A Alemanha estabelece a sua meta de inflação em um intervalo e não em ponto percentual como é feito na Suíça. Porém isso não afeta a relação com o público, pois, ambos os países têm demonstrado um compromisso de comunicação de sua estratégia com o público em geral. As metas monetárias são utilizadas como instrumentos para esta explicação, com isso o público sempre estará a par das decisões das autoridades monetárias e poderá fazer suas expectativas corretamente.

Porém, há muitas diferenças no relatório do Banco Central alemão e do Banco Central suíço em relação à política monetária. Uma delas é que o Suíço discute o lado real do desenvolvimento econômico em detalhes, tanto na parte nacional quanto na internacional e o alemão, não. Para o Suíço fica claro que, em uma economia pequena e em desenvolvimento, o Banco Central não pode ter total responsabilidade sobre os agregados econômicos.

Da experiência da Alemanha e da Suíça com metas monetárias tiro duas lições que são aplicadas a qualquer regime de metas, que têm como prioridade a estabilidade do nível de preços.

Primeira: O regime de metas pode restringir a inflação no longo prazo, quando o regime permite perdas de metas em resposta a considerações de curto prazo. Segunda:

o elemento chave para o sucesso de metas monetárias é você possuir uma política monetária transparente, que é um objetivo político claro e explicações a respeito da utilização de determinado instrumento. O uso efetivo dessas metas pode aumentar a transparência da política, aumentando, assim, a comunicação com o público e promover um maior entendimento destes em relação a política adotada.

### Israel

Em dezembro de 1991, o governo e o Banco Central de Israel anunciaram que o Índice de Preços ao Consumidor de 1992 iria ficar em torno de 14 % e 15 %. Começava aí o primeiro caso de “inflation targeting” num país onde a inflação estava acima de 10 %, ou seja, uma inflação com dois dígitos. E, também, é o primeiro país a adotar metas para a inflação e para a taxa de câmbio.

A transição de “inflation targeting” em Israel se deu de maneira gradual , onde não houve nenhuma mudança aguda no regime. Mudanças de expectativa de inflação foram se estabilizando, assim como a transparência da política foi aumentando gradativamente. A responsabilidade de fixar as metas de inflação é primeiramente do governo, que, geralmente, faz consultas ao Banco Central e o índice que mede essas metas é o IPC só que sem restrições, ou seja , está sujeito a oscilações que podem ser provocadas por choques que não podem ser evitados pelas autoridades monetárias. A razão para isso é que ítems nos quais os preços são voláteis correspondem somente a 40 % no IPC.

Para manter a transparência da política o Banco Central publica regularmente um relatório da política monetária e da inflação, encorajando, assim, o público a ter

expectativas otimistas com respeito as metas adotadas. Assim, o Banco Central de Israel consegue obter a credibilidade suficiente para conduzir uma meta de inflação, que sempre esteja diminuindo ao longo do tempo.

Após a adoção de “inflation targeting”, Israel passou a ter uma política mais flexível pela mudança na taxa de câmbio através das metas inflacionárias. Uma flexibilidade que permitia, por exemplo, dar menos atenção para mudanças transitórias nos preços e horizontes mais largos que permitissem uma gradual alteração nas metas estipuladas. Passaram a ter grande credibilidade, mesmo quando existia alta expectativa de inflação e instabilidade na taxa de câmbio. O Banco Central aumentou sua comunicação com o governo e com o público, atingindo, com isso, uma maior participação destes nas políticas monetárias adotadas, podendo, assim, o público compreender as metas de desinflação que as autoridades monetárias estavam propondo.

### Austrália e Espanha

Agora nós vamos analisar a experiência de países com economias pequenas como é o caso da Austrália e da Espanha. Ambas as economias possuem histórias de inflação e adotaram a “inflation targeting” depois de passar por uma extensa desinflação. Apesar desses países diferirem em graus de dimensão, desenvolvimento e integração com a maioria dos países industriais, eles obtêm resultados similares aos demais países que adotaram metas inflacionárias.

A Austrália adotou o regime de metas inflacionárias em setembro de 1994, quando o Banco Central anunciou que a inflação ficaria em torno de 2 % a 3 % . A

adoção da “inflation targeting” na Austrália foi uma decisão unilateral por parte do Banco Central. O Banco Central enfatiza a flexibilidade em todos os aspectos, pois, ele estava com dificuldade de determinar a inflação exata que deveria ser alcançada.

A meta de inflação adotada pelo Banco Central australiano não possui um horizonte determinado; só se sabe que essa meta tem que ser acima de zero. O índice que mede a taxa de inflação é o IPC excluindo frutas, vegetais, petróleo, pagamentos de juros, e outros preços voláteis.

Já a Espanha adotou “inflation targeting” em novembro de 1994 especificando que, o objetivo de médio prazo da política monetária, era uma redução gradual e estável da taxa de inflação. A medida escolhida pelo Banco Central da Espanha para medir a inflação é o IPC como um todo, incluindo os preços voláteis. O objetivo de inflação anunciado é abaixo de 3 % ao ano para os próximos anos.

Austrália e Espanha possuem características semelhantes na implementação da “inflation targeting”. Ambos os países mudam de forma gradativa a taxa de inflação, mantendo, assim, por parte do público uma expectativa de inflação estável. Estes países adotaram metas inflacionárias devido as incertezas na economia externa, principalmente, em relação a taxa de câmbio. Estes, também, escolheram metas de inflação acima de zero. Em relação a política de salários os Bancos Centrais desses países determinaram que a mudança será feita aos poucos, conforme se dê a consolidação da política fiscal. Para enfatizar a importância da flexibilidade do mercado de trabalho e da política fiscal para a macroeconomia, as autoridades monetárias tentaram dar sinais claros sobre o que a política monetária podia ou não podia fazer.

Para manter a transparência da política , Austrália e Espanha publicam, regularmente, relatórios sobre a política monetária e sobre a inflação, prevenindo assim, que o público tenha expectativas pessimistas sobre a economia e encorajando-o a discutir problemas que se relacionam com a inflação.

Destas pequenas economias abertas há uma vantagem se de adotar metas inflacionárias em vez de metas para a taxa de câmbio, pois, uma banda cambial restrita pode deixar a economia mais vulnerável a choques externos e uma banda larga pode ser inadequada para a estabilização econômica. A Espanha, assim, obteve uma política mais flexível, devido a troca de metas de câmbio para metas de inflação e não registrou nenhuma perda de credibilidade, aumento de inflação ou instabilidade cambial com essa troca.

Essas economias tiveram um aumento da flexibilidade, da comunicação com o público, da credibilidade do governo, da transparência e ainda tiveram uma queda da taxa de juros de longo prazo o que ajuda a aumentar a atividade econômica. Países como Austrália e Espanha, com recordes negativos de preços e sérios problemas fiscais e estruturais, são capazes de manter uma taxa de inflação baixa depois da implementação da “inflation targeting”. Isto prova que uma combinação de transparência e flexibilidade associado com um regime moderno de metas inflacionárias pode dar mais variedade a um contexto de desenvolvimento econômico.

### Nova Zelândia

A “inflation targeting” foi implementada na Nova Zelândia com um Acordo de

Metas Políticas (AMP) entre o governo e o independente Banco Central os quais tinham que determinar uma meta específica para a inflação. As metas inflacionárias foram adotadas em fevereiro de 1990 e a expectativa de inflação para o país era entre 0 e 2 % ao ano. Porém, havia uma indefinição quanto ao índice de preços que definiria a “Inflation targeting”. Inicialmente, foi escolhido o IPC completo, mas, logo foi percebido pelo AMP que não seria possível manter esse índice para calcular a inflação, pois preços voláteis, mudanças nos impostos, crises econômicas e taxas de juros afetam diretamente o custo de vida da população.

Para alcançar a meta de inflação, o Banco Central fez ajustes na política monetária a fim de acabar com a discrepância entre a expectativa de inflação e a inflação real da economia. A principal alteração que o Banco Central faz para ajustar a política monetária é na taxa de câmbio que tem influência decisiva na taxa de inflação. Quando a inflação excede a meta, é feita uma apreciação na taxa de câmbio de maneira que a inflação volte para seu nível inicial.

O Banco Central da Nova Zelândia mantém o público bem informado em relação a política monetária. São publicados boletins, que dão informações sobre as metas que foram atingidas e sobre aquelas que pretendem atingir, para que o público faça as suas expectativas.

Vou falar agora de algumas características da “inflation targeting” na Nova Zelândia: a “inflation targeting” só foi adotada depois de um longo período de desinflação, pois, a economia precisava primeiro se estruturar, para depois promover uma política desenvolvimentista. Embora o regime de metas inflacionárias da Nova Zelândia seja um dos mais corretos, ou seja, que segue todas as normas, ele ainda

permite que o Banco Central seja flexível para corresponder a flutuações em outras variáveis como produção e desemprego.

Para se atingir a meta de inflação num horizonte de um ano e uma meta com estreito intervalo as autoridades monetárias se defrontam com dois problemas: um problema é a dificuldade de manter a inflação naquele pequeno intervalo estipulado e o segundo problema é devido a instabilidade dos instrumentos da política monetária , ou seja, variações na taxa de juros e na taxa de câmbio da economia.

Após nove anos de “inflation targeting” a experiência do Banco Central da Nova Zelândia nos traz importantes lições.

Primeiro, é que conseguir uma tendência de inflação baixa e manter essas expectativas por um tempo é bem mais difícil quando se tem um estreito intervalo de metas para a inflação (principalmente numa economia pequena), pois, o Banco Central pode ser incapaz de alterar a política monetária a fim de corrigir a instabilidade econômica. A segunda lição é que a credibilidade e a flexibilidade aumentam quando o Banco Central estabelece direta comunicação com o público, aumentando, assim, a transparência da política monetária e tornando possível alcançar seus objetivos.

A “inflation targeting” na Nova Zelândia tem tido um sucesso enorme, pois, antes de adotá-la , o país possuía uma inflação alta e instável. Agora, tem emergido um país com inflação baixa e estável e que vem sustentando uma modernização e um crescimento econômico.

## Inglaterra

A Inglaterra anunciou a implementação da “inflation targeting” em outubro de 1992. Na Inglaterra, o Banco Central é pouco independente, ficando assim toda a responsabilidade do anúncio para o governo.

A meta de inflação determinada a ser atingida era de 1 % a 4 % ao ano até 1997 e de 2.5 % ao ano ou menos depois de 1997. O índice que mede a inflação é o IPC, excluindo o pagamento de juros. Porém, desde 1992 houveram importantes mudanças no que se refere a adoção de metas inflacionárias na Inglaterra.

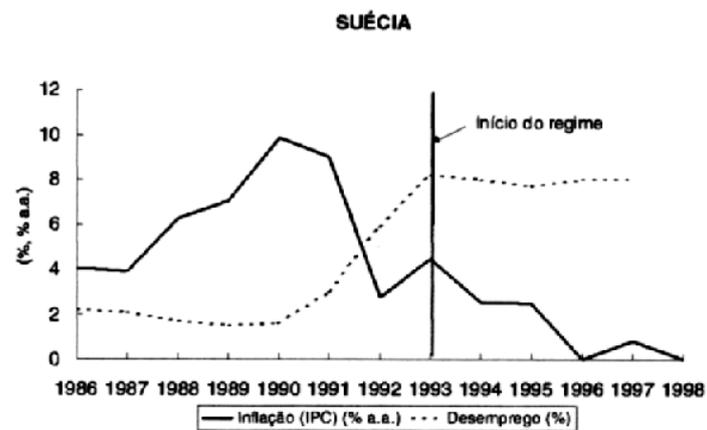
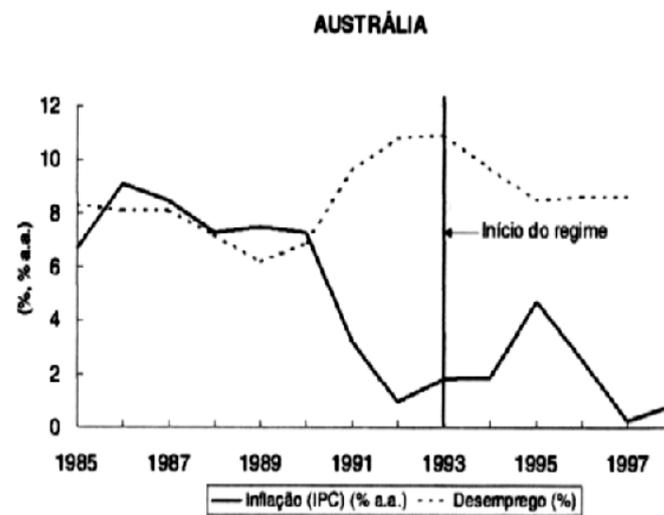
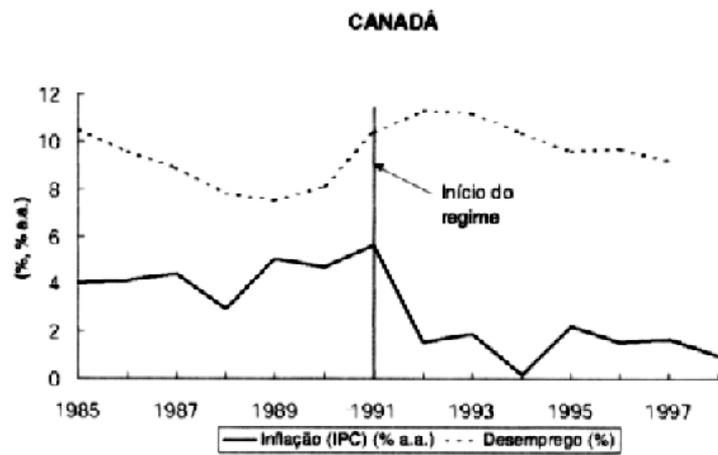
Primeiro, encontros mensais são feitos entre o Chanceler e o governo para decisão na mudança da taxa de juros, só que a decisão final é do Chanceler, que depois de ouvir a opinião do governo dá um parecer final. Segundo, o Banco agora publica um relatório oficial reportando a tendência da inflação. Terceiro, em 1994 foi resolvido que a publicação desse encontro mensal se daria duas semanas após a decisão de uma eventual variação da taxa de juros, evitando, assim, uma precipitação por parte do Chanceler.

A política monetária na Inglaterra é relativamente flexível, ela foi adotada depois do país passar por uma grande crise cambial e por um período de desinflação, isto, então, facilitou que a primeira meta de inflação fosse atingida. Antes do Banco Central da Inglaterra alcançar sua independência na eleição de 1997, ele tinha pouca influência na política monetária, podendo assim esta perder um pouco da eficiência.

A experiência da Inglaterra nos fornece lições interessantes : até 1997 os

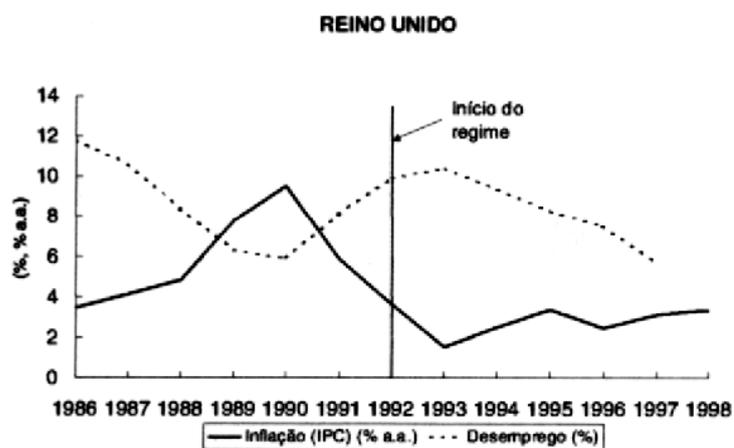
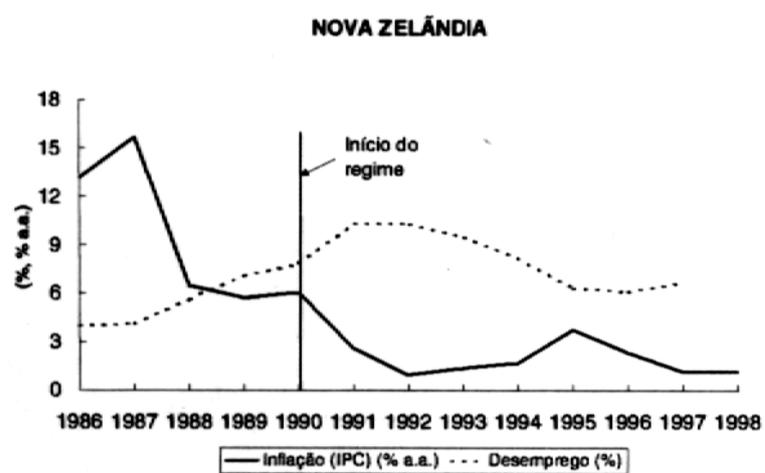
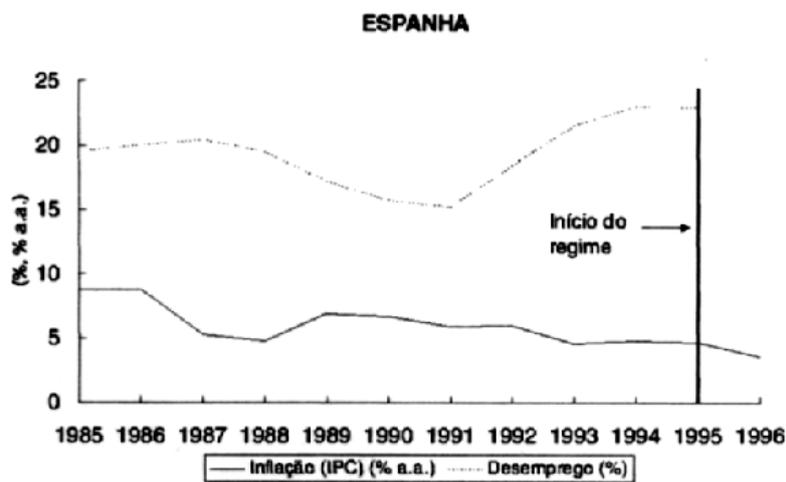
instrumentos das metas inflacionárias eram determinados pelo Chanceler, o resultado disso era que não sabíamos se a taxa de juros seria ou não alterada. O sucesso da “inflation targeting” na Inglaterra pode ser atribuído à transparência e a estratégia do Banco Central inglês. O Banco trouxe inovações na comunicação com o público, especialmente, através dos relatórios de inflação.

## Inflação e Desemprego nos Países com Metas Inflacionárias



Fonte: International Financial Statistics (1998).

## Inflação e Desemprego nos Países com Metas Inflacionárias



Fonte: International Financial Statistics (1998).

Tabela 2. Taxa de Inflação, 1996

	1977-86	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Canadá	7.5	4.4	4.0	5.0	4.8	5.6*	1.5	1.8	0.2
Nova Zelând.	13.1	15.7	6.4	5.7	6.1*	2.6	1.0	1.3	1.7
Suécia	9.2	4.2	5.8	6.4	10.5	9.3	2.3*	4.6	2.2
Inglaterra	9.5	4.1	4.9	7.8	9.5	5.9	3.7*	1.6	2.5
Países Indust.	7.3	3.1	3.4	4.4	5.0	4.5	3.3	3.0	2.4

\* ano a qual a "inflation targeting" foi introduzida

IPC ao ano

Fonte: FMI

Tabela 3. Taxa de crescimento real da economia, 1996

	1977-86	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Canadá	3.1	4.2	5.0	2.4	(0.2)	(1.8)*	0.6	2.2	4.5
Nova Zelândiæ	1.6	(1.7)	3.0	(0.5)	(0.1)*	(2.1)	(0.2)	4.1	4.8
Suécia	1.7	3.1	2.3	2.4	1.4	(1.1)	(1.9)*	(2.1)	2.2
Inglaterra	2.1	4.8	5.0	2.2	0.4	(2.0)	(0.5)*	2.2	3.8
Países Industr	2.7	3.2	4.4	3.3	2.4	0.8	1.5	1.2	3.0

\* ano a qual a "inflation targeting" foi introduzida

Fonte: FMI

Tabela 4. Variação das metas de inflação

	Canadá*	Nova Zelândia"	Suécia'	Inglaterra''
1989.1	4.8	3.8	6.6	
.2	4.9	3.6	6.6	
.3	5.0	3.9	6.4	
.4	4.7	3.4	6.6	
1990.1	4.3	3.5	9.6	
.2	3.8	4.0	10.0	
.3	3.7	3.7	11.1	
.4	3.8	3.4	11.2	
1991.1	4.4	3.5	11.5	8.4
.2	4.0	2.6	10.5	6.7
.3	3.4	2.1	8.7	6.2
.4	2.7	1.7	8.1	5.6
1992.1	1.6	1.3	3.6	5.7
.2	1.7	1.4	2.3	5.3
.3	1.4	1.5	2.4	4.2
.4	1.5	1.8	2.0	3.8
1993.1	1.9	1.8	4.9	3.4
.2	1.4	1.6	5.0	2.8
.3	1.8	1.5	4.6	3.0
.4	1.8	1.3	4.4	3.4
1994.1	1.6	1.1	1.9	2.6
.2	1.7	1.1	2.2	2.4
.3	1.7	1.2	2.8	2.2
.4	1.6	1.5	2.5	2.2
1995.1	2.0	1.9	2.9	2.9
.2	2.5	2.2	3.2	2.8

\* IPC excluindo alimento, energia, imposto indireto

" IPC excluindo impostos indiretos, mudanças na importação e exportação

IPC excluindo impostos indiretos e subsídios

'' IPC excluindo taxa de juros da hipoteca

Tabela 5. Taxa de desemprego, 1996

	1977-86	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Canadá	9.3	8.8	7.8	7.5	8.1	10.4*	11.3	11.2	10.4
Nova Zelând.	4.3	4.4	6.8	7.3	9.2*	10.8	10.4	9.4	8.2
Suécia	2.6	1.9	1.6	1.4	1.5	2.9	5.3*	8.2	7.9
Inglaterra	7.8	10.0	8.0	6.3	5.8	8.1	9.7*	10.3	9.3
Países Indust.	6.7	7.3	6.8	6.2	6.0	6.8	7.7	8.1	8.1

\* ano a qual a "inflation targeting" foi intorduzida

Fonte: FMI

Tabela 6. Título de longo prazo do governo, 1996

	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Canadá		5.8	6.1	4.7	4.8	3.4	3.3	3.8	3.4
Nova Zelândia		12.2	9.3	7.6	5.8	3.6	2.4	2.6	2.2
Suécia		7.6	7.2	6.0	6.4	4.3	4.5	4.5	4.1
Inglaterra		5.4	5.2	4.4	4.4	3.6	3.7	3.8	2.8

\* ano a qual a "inflation targeting" foi intorduzida

Fonte: FMI

#### IV. “INFLATION TARGETING” NO BRASIL

É desejável adotar metas inflacionárias no Brasil?

Por adotar o regime de metas inflacionárias como instrumento da política monetária, o Brasil passou a fazer parte de um grupo de países que movem metas inflacionárias coincidentemente com a mudança no regime de taxa de câmbio, como, Inglaterra, Finlândia e Suécia. Outra similaridade com a Inglaterra é que o Brasil entra nesse novo regime com uma economia em retração. Por outro lado, o Brasil faz parte do grupo de países que adotou metas inflacionárias junto com um programa de reforma econômica, como a Nova Zelândia. Embora existam óbvias diferenças entre o Brasil e esse grupo de países, começamos pelo fato que o Brasil é ainda uma nação em desenvolvimento com uma história de inflação crônica; esse momento parece apropriado para movimentos de metas de inflação.

Similarmente ao caso do Brasil, Nova Zelândia e Canadá adotaram metas inflacionárias quando a inflação estava relativamente alta (aproximadamente 7 % ao ano). Esta similaridade então pode ser uma influência para o Brasil, já que a sua situação não é mais confortável que a desses dois países.

É importante distinguir a diferença entre processo inflacionário e aumento temporário da inflação como num choque. No primeiro caso, existe uma contínua

aceleração no nível de preços e no segundo, pode ser apenas uma alteração passageira ou não de alguns preços. Brasil é claramente o segundo caso: a corrente desvalorização do Real em janeiro deste ano foi um choque que forçou uma alteração relativa dos preços. Antes disso ocorrer, de 1994 para cá nós tínhamos uma estabilidade dos preços, onde o índice de preços ao consumidor era de 1.7 % ao ano, embora a economia não estivesse crescendo. Mas devido a desvalorização do Real a expectativa de inflação para 1999 é de 8 %.

Como não existe indicações da presença de um processo inflacionário no Brasil, uma estratégia gradual de desinflação é recomendada. O Índice de Preços ao Consumidor deve retornar aos níveis de 1998, onde preços eram mais estáveis, para que em 2000 o governo já possa adotar metas inflacionárias mais baixas. A combinação de altas taxas de juros, política fiscal apertada e flutuação do câmbio vai levar a uma taxa negativa de crescimento nesse ano. Existe agora uma condição favorável para reduzir a taxa de juros da economia enquanto ao mesmo tempo se realiza uma inflação baixa e um maior crescimento econômico.

Enquanto o Brasil estiver num período de transição para um almejado estado de equilíbrio, é recomendável que seja adotado para a meta de inflação a ser atingida um intervalo tolerável para que não se crie expectativas precipitadas em torno da política implementada. Então para esse ano é razoável que tenhamos uma inflação (IPC) em torno dos 10 % , já que a meta estipulada é de 8 %.

É mais consensual que metas devem ser em termos de taxas de inflação e não em níveis de preços. Meta de taxa de inflação é mais flexível quando ocorrem choques que estão fora do controle do Banco Central. Adicionalmente, meta de nível de preço

requer uma política monetária mais ativa pois ela provoca uma maior instabilidade política. Em relação ao intervalo de tolerância que a inflação pode ser estimada justificamos essa margem de 2 % devido a previsão de diferentes modelos durante o inicial período de “inflation targeting”, e a incerteza sobre a mudanças na estrutura da economia. Um processo efetivo de comunicação deve ser estabelecido para que a sociedade seja capaz de entender as decisões do Banco Central e conhecer as razões de uma eventual mudança na meta de inflação.

Aqui no Brasil ainda existe uma controversia em relação a que índice de preços deve ser utilizado para medir a taxa de inflação. Entre os mais concorridos estão o IPCA (Índice de Preços do Consumidor Amplo) e o IPC-DI (Índice de Preços do Consumidor). O IPCA é um índice de custo de vida ampliado construído mensalmente pelo IBGE, sem nenhuma correção. Ele é certamente o maior índice de cobertura geográfica e de renda. Talvez seja a melhor solução para a credibilidade do processo de metas inflacionárias. E quanto mais credibilidade maior será o aperfeiçoamento do processo, que conseguirá atingir todas as suas metas previstas inicialmente. O IPC também é um bom índice porque ele é facilmente aceito e compreendido pelo público. Porém nada impede que o Banco Central tenha seu próprio indicador para uso interno. Existem ainda outros índices de preços como o INPC e o IPC-FIPE mas que são menos cotados para servir de base para as metas de inflação. Ainda não se sabe qual realmente é o melhor índice mas há uma maior tendência para o IPC-DI da Fundação Getúlio Vargas por ser uma instituição independente e ter sua credibilidade inquestionada.

Recentemente o Brasil divulgou as metas inflacionárias para os próximos dois

anos. Para 2000 foi anunciada uma meta de 6 % e para 2001 de 4 % ambos com um intervalo de variação de mais ou menos 2 %. Essas metas parecem apropriadas e já incorporam alguns choques como aumento de tarifas, modificação da taxa de juros americana e as incertezas associadas à percepção do desempenho econômico ao longo de 1999.

Outra importante escolha é em relação a taxa de inflação, se ela é completa ou se utilizamos a chamada “core inflation” que mede a inflação sem considerar algumas variáveis que sofreram alterações devido a choques na economia. Nesse caso, medindo um índice completo da inflação podemos colocar em risco os resultados da política monetária implementada. Essa discussão, de fato, se adequa ao Brasil pois choques exógenos induziram um grande impacto na taxa de câmbio e alteraram os níveis da inflação. Com isso o Banco Central precisa usar cláusula de escape, que é a justificativa imediata feita pelas autoridades monetárias da perda da inflação alvo. O Comitê de Política Monetária (COPOM) é o responsável pelos instrumentos da política monetária, especialmente em relação a taxa de juros no curto prazo. Os membros do COPOM se reúnem de cinco em cinco semanas e a decisão a ser tomada é decidida pelo voto da maioria. Assim que terminada a reunião, a decisão é anunciada para o público esclarecendo também o motivo pelo qual foi feita a mudança. Finalmente, há um esclarecimento contendo a performance do regime de metas inflacionárias , incluindo detalhes a respeito dos resultados alcançados e da expectativa sobre o futuro da inflação.

A economia internacional é, neste momento, a principal fonte de incertezas na determinação das taxas futuras da inflação doméstica. Quando se altera, aos olhos dos mercados internacionais, a percepção de risco de um país, mudam muito rapidamente

os movimentos de capitais de e para esse país, o que pode acarretar perigosas distorções macroeconômicas, como se viu nos últimos dois anos com as crises asiática e russa. E, em regime de câmbio flutuante, movimentos bruscos de capitais provocam ajustes igualmente bruscos na taxa de câmbio. Esses ajustes , por sua vez, repercutem na inflação doméstica, pois mudam os preços relativos entre os bens comercializáveis e não comercializáveis com o exterior. Pela experiência recente do Brasil, o repasse de mudanças cambiais para os preços internos provou ser relativamente baixo no curto prazo, ao contrário do que se imaginava inicialmente.

Na análise da conjuntura internacional, cabe destaques para dois choques adversos com efeitos sobre o prêmio do risco do Brasil e, conseqüentemente, sobre a trajetória da taxa de câmbio. O primeiro, tem origem nos Estados Unidos, com a possibilidade de elevação das taxas de juros básicas. Essa pode ser, na opinião dos analistas de mercado, a reação do Banco Central americano caso sejam confirmados os indícios de pressões inflacionárias futuras (devido ao aumento do preço do petróleo e da euforia de consumo). Por esses motivos, os preços de ativos financeiros já incorporam a expectativa de um aumento nos juros básicos americanos. Vale a pena lembrar que a política monetária americana tem sido conduzida nos últimos dois anos com um olho nos seus efeitos sobre o resto do mundo. E assim deve continuar , pois continuam fracas as perspectivas de crescimento das economias asiáticas e os principais países da União Européia (Alemanha , França e Itália) enfrentam problemas para reduzir suas taxas de desemprego e acelerar seu crescimento. O segundo choque identificado teve origem na percepção, por parte de investidores internacionais, de maiores riscos associados aos países emergentes, uma conseqüência do primeiro choque descrito acima.

Após isto, analisamos a pergunta se é desejável adotar metas inflacionárias no Brasil. Para isso, vamos analisar a experiência de estabilização no Brasil desde o lançamento do Plano Real. E depois sim vou discutir as vantagens e desvantagens de uma mudança de regime.

O Plano Real, lançado em julho de 1994, é um programa de estabilização que tem como âncora nominal a taxa de câmbio. Até a crise cambial mexicana, a valorização nominal do câmbio foi usada , em conjunto com a abertura comercial, para evitar o retorno da indexação na presença de choques de oferta e da rápida expansão da demanda agregada. Depois da desvalorização associada com o ataque especulativo de 1995 , a política cambial vem combinando a flexibilidade das bandas com a baixa volatilidade do sistema de paridades ajustáveis. Desde 1996, esta política vem produzindo uma desvalorização nominal acumulada que flutua em torno de 7 % ao ano até a mudança de regime para câmbio flexível em 1999.

A política monetária do Plano Real não conduziu a um maior controle dos agregados monetários. De fato, a instabilidade da demanda pelos ativos financeiros domésticos , que refletiu o comportamento do público e dos bancos diante das oscilações das taxas de juros e da dívida pública e dos efeitos da reestruturação do sistema financeiro em ambiente de baixa inflação, dificultou a previsão dos movimentos dos agregados monetários e limitou o seu papel como metas intermediárias da política monetária.

Os impactos da utilização dos instrumentos de política monetária e cambial no período pós Real sobre a inflação, sobre o nível de atividades e sobre as contas externas foram uma redução na inflação de 22 % em 1995 na inflação, de 9 % em

1996 e de 4 % em 1997; o crescimento acumulado do PIB, mostrou um comportamento cíclico, desde zero em 1996 até quase 8 % em 1995. A balança comercial vem apresentando uma tendência deficitária, enquanto o déficit em conta corrente do balanço de pagamentos ampliou-se desde 1994, até atingir o nível de 4.2 % em 1997. Entretanto, não obstante os efeitos das crises cambiais de março de 1995 e de outubro de 1997, as reservas internacionais se mantêm num nível suficiente para sustentar a política cambial.

Uma redução mais acentuada das taxas de juros e a recomposição de condições de crédito adequadas para a retomada do crescimento econômico em bases sustentadas também foram perturbadas pelo comportamento recente das contas públicas. O superávit primário de 5.2 % do PIB obtido em 1994 deu lugar a um déficit de 0.7 % do PIB em 1997 e a modesta redução do déficit operacional de 4.9 % do PIB em 1995 para 4.1 % do PIB em 1997 foi inteiramente devida à queda das despesas com juros reais. Este desempenho desfavorável pelo lado dos fluxos refletiu-se na revolução da dívida pública, cuja queda, que se observava desde 1991, foi revertida em 1995.

Em síntese, a política monetária após o Plano Real foi bem sucedida na estabilização da inflação mas, dadas as significativas flutuações da taxa de crescimento do PIB, provavelmente pode ser aperfeiçoada na busca da estabilização do produto em torno do nível potencial.

Os efeitos resultantes das decisões de política monetária somente materializam-se sobre o nível de atividade econômica e a taxa de inflação após um certo intervalo de tempo. Decisões diferentes surtem resultados distintos e com defasagens diferentes. Por esse motivo, quando o objetivo principal do Banco Central é atingir uma meta

para a inflação, sua política monetária deve ser guiada pela avaliação prospectiva da inflação. O horizonte analisado é de seis meses a dois anos.

Quando a demanda agregada força a economia a operar perto dos limites de sua capacidade produtiva, surgem pressões inflacionárias. Portanto, a política monetária deve ser calibrada para manter a demanda em níveis compatíveis com o aumento da capacidade produtiva. No atual cenário da economia brasileira, não foram detectados sinais significantes de pressões pelo lado da demanda.

Dissipadas as maiores incertezas em relação aos rumos da economia brasileira após a desvalorização cambial ocorrida em janeiro, há agora condições mais favoráveis para o planejamento estratégico dos indivíduos, o que deve se traduzir em aumento gradual do produto, sem pressões significativas sobre o nível de preços. Contudo, é importante observar como reagirão os preços à medida em que a economia retome, de forma mais rigorosa, sua trajetória de crescimento, o que deve acontecer a partir deste semestre. Dentro da nova estratégia de metas para a inflação, o Banco Central estará atento a qualquer desequilíbrio que ameace concretizar-se dentro do horizonte considerado. Isso exigirá ação preventiva e rápida por parte da autoridade monetária. É importante observar que, devido aos efeitos defasados da política monetária sobre os níveis de atividade e preços, pequenos sacrifícios que, podem não parecer necessários, evitam custos maiores no futuro, quando a inflação já estaria estabelecida, caso o Banco Central não agisse preventivamente.

Neste contexto, o que significaria a introdução de metas inflacionárias implícitas? O regime de metas inflacionárias pode ser perfeitamente compatível com a política de estabilização correntemente adotada no Brasil. Diferentemente de outros países que

adotaram metas inflacionárias em substituição a metas para taxa de câmbio ou metas monetárias, o Brasil não se comprometeu com nenhuma regra excessivamente rígida para a taxa de câmbio ou para expansão monetária. De fato, como discutido acima, a escolha dos instrumentos desde o Plano Real esteve subordinada à busca prioritária da estabilidade de preços. Outros objetivos só foram buscados na medida em que eram consistentes com a manutenção da estabilidade dos preços. Nesse sentido, a introdução de metas inflacionárias no Brasil tende a reforçar e a aprofundar a estratégia de estabilização iniciada com o Plano Real.

Adicionalmente, a introdução de metas quantitativas para a inflação tenderia a aumentar a eficiência da política monetária no Brasil, já que: metas inflacionárias permitiriam que a política monetária se concentrasse na busca do objetivo prioritário de inflação baixa e estável; incentivariam o Banco Central a aperfeiçoar os seus modelos da economia, as previsões de inflação, a análise de indicadores e a comunicação com os mercados e o público; tenderiam a aumentar a eficiência da política monetária na busca de objetivos adicionais, como a estabilização do produto, da taxa de juros ou da taxa de câmbio; facilitariam o monitoramento do desempenho do Banco Central e contribuiriam para o aumento da credibilidade e da transparência da política monetária.

A análise acima sugere que o regime de metas inflacionárias pode ser adequado para o caso brasileiro. Esta conclusão é bastante lógica, uma vez que metas inflacionárias foram a solução adotada por países com desempenho relativamente precário na estabilização da inflação e com baixa credibilidade da política monetária.

Uma vez adotada o regime de metas inflacionárias no Brasil, alguns aspectos práticos merecem destaque: a economia normativa e a experiência internacional sugerem que é desejável aumentar a independência de instrumentos do Banco Central sob metas inflacionárias. Isto significa que, dados os objetivos da política monetária fixados em lei ou pelo governo, o Banco Central deve ter a capacidade de escolher sem restrições os instrumentos requeridos para a busca daqueles objetivos. O Banco Central, também deve ser capaz de prever a inflação um ou dois anos à frente, combinando técnicas econométricas, análises de indicadores antecedentes, pesquisas de expectativas, entre outros. É importante que o Banco Central use a sua própria previsão de inflação nas decisões de política monetária e não as previsões de observadores externos. O foco na previsão da inflação não requer a interrupção das atuais previsões de demanda por moeda feitas pelo Banco Central, mas a sua utilização na medida em que ajudem a prever a inflação.

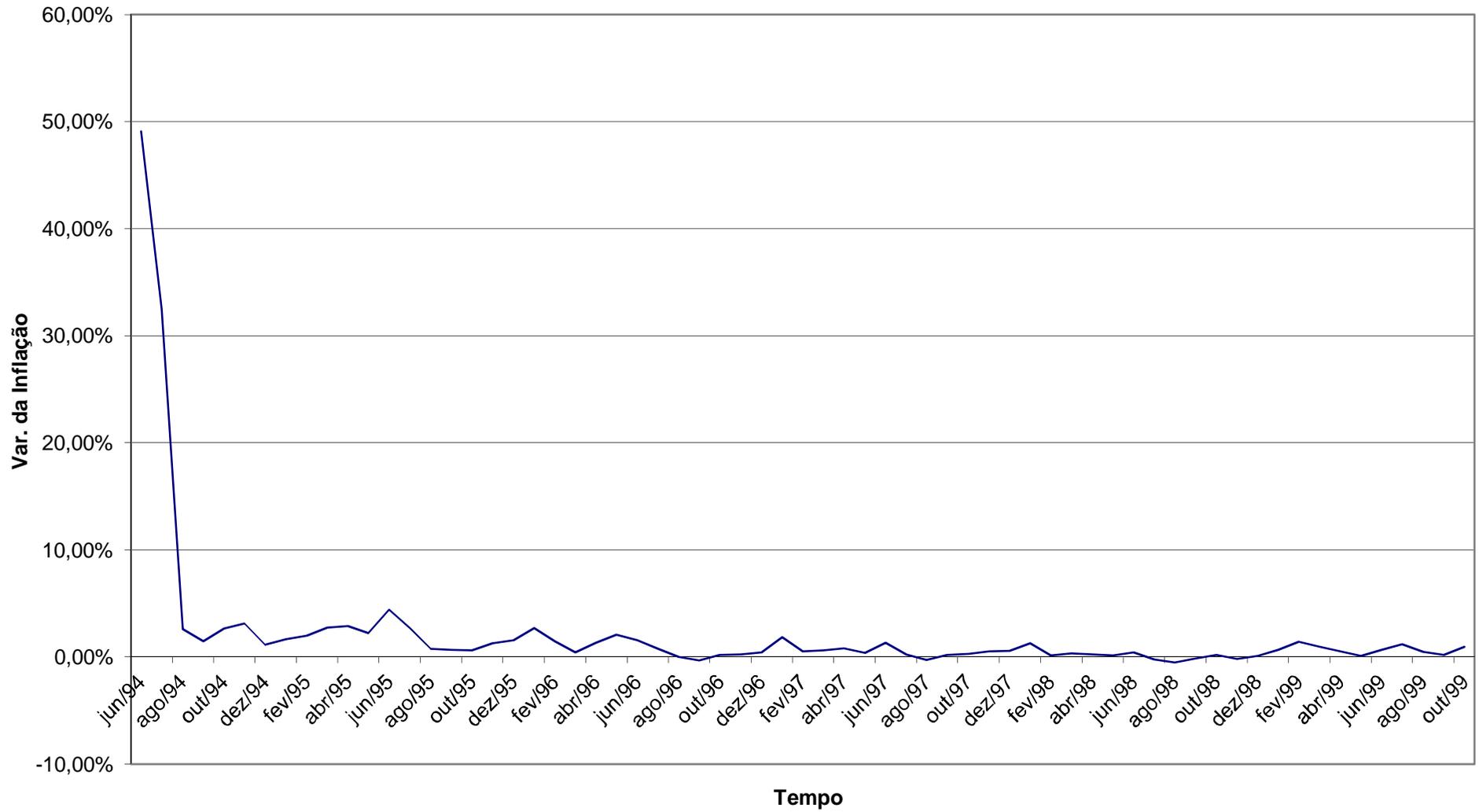
Tabela 7. Taxa de inflação no Brasil

Período	IPC		
	Índice (Jun 94=100)	Varição Mensal	índice mensal
Jun/94	100,00	49,10%	1,4910
Jul/94	132,45	32,45%	1,3245
Ago/94	135,89	2,60%	1,0260
Set/94	137,88	1,46%	1,0146
Out/94	141,53	2,65%	1,0265
Nov/94	145,93	3,11%	1,0311
Dez/94	147,55	1,11%	1,0111
Jan/95	149,96	1,63%	1,0163
Fev/95	152,91	1,97%	1,0197
Mar/95	157,10	2,74%	1,0274
Abr/95	161,66	2,90%	1,0290
Mai/95	165,23	2,21%	1,0221
Jun/95	172,48	4,39%	1,0439
Jul/95	177,02	2,63%	1,0263
Ago/95	178,33	0,74%	1,0074
Set/95	179,53	0,67%	1,0067
Out/95	180,66	0,63%	1,0063
Nov/95	182,91	1,25%	1,0125
Dez/95	185,79	1,57%	1,0157
Jan/96	190,80	2,70%	1,0270
Fev/96	193,59	1,46%	1,0146
Mar/96	194,42	0,43%	1,0043
Abr/96	196,97	1,31%	1,0131
Mai/96	201,06	2,08%	1,0208
Jun/96	204,22	1,57%	1,0157
Jul/96	205,77	0,76%	1,0076
Ago/96	205,79	0,01%	1,0001
Set/96	205,11	-0,33%	0,9967
Out/96	205,48	0,18%	1,0018
Nov/96	206,00	0,25%	1,0025
Dez/96	206,90	0,44%	1,0044
Jan/97	210,73	1,85%	1,0185
Fev/97	211,85	0,53%	1,0053
Mar/97	213,18	0,63%	1,0063
Abr/97	214,89	0,80%	1,0080
Mai/97	215,73	0,39%	1,0039
Jun/97	218,53	1,30%	1,0130

Período	IPC		
	Índice (Jun 94=100)	Varição Mensal	índice mensal
Jul/97	219,06	0,24%	1,0024
Ago/97	218,46	-0,27%	0,9973
Set/97	218,84	0,17%	1,0017
Out/97	219,47	0,29%	1,0029
Nov/97	220,63	0,53%	1,0053
Dez/97	221,87	0,56%	1,0056
Jan/98	224,66	1,26%	1,0126
Fev/98	224,98	0,14%	1,0014
Mar/98	225,72	0,33%	1,0033
Abr/98	226,24	0,23%	1,0023
Mai/98	226,56	0,14%	1,0014
Jun/98	227,49	0,41%	1,0041
Jul/98	226,92	-0,25%	0,9975
Ago/98	225,74	-0,52%	0,9948
Set/98	225,35	-0,17%	0,9983
Out/98	225,80	0,20%	1,0020
Nov/98	225,38	-0,19%	0,9981
Dez/98	225,58	0,09%	1,0009
Jan/99	227,02	0,64%	1,0064
Fev/99	230,22	1,41%	1,0141
Mar/99	232,41	0,95%	1,0095
Abr/99	233,62	0,52%	1,0052
Mai/99	233,81	0,08%	1,0008
Jun/99	235,33	0,65%	1,0065
Jul/99	238,15	1,20%	1,0120
Ago/99	239,29	0,48%	1,0048
Set/99	239,75	0,19%	1,0019
Out/99	241,95	0,92%	1,0092

Fonte: Gazeta

## Varição da Inflação



## V. CONCLUSÃO

“Inflation targeting” nos fornece um conceito útil para reflexão e implementação da política monetária. Mas para se obter sucesso com metas inflacionárias, a experiência de países nos mostra, que, é preciso levar em conta alguns detalhes como: a escolha correta da meta, o significado da comunicação com o público, o compromisso que assegure a responsabilidade do Banco Central. Estes detalhes diferem de país para país e tais diferenças podem trazer perspicácias que não estão dentro da estrutura de metas inflacionárias.

Qual é a melhor época para se introduzir metas inflacionárias? A melhor época, sem dúvida, para se implementar metas inflacionárias é quando a inflação está sob controle, ou seja, o país só deve adotar esse novo regime depois de obter um inicial sucesso com a taxa de inflação.

Essa decisão, está ligada a uma ação tática das autoridades monetárias pois uma vez acertado o tempo de implementação da meta inflacionária o governo já inicia o novo processo com credibilidade. Isso é muito importante pois aumenta a probabilidade do governo conseguir atingir a meta estipulada.

Uma clara conclusão que podemos tirar de metas inflacionárias, em relação as experiências internacionais citadas, é que esta levou a uma significativa redução na taxa de inflação. Em todas estas experiências, países que adotaram “inflation targeting” conseguiram derrubar tanto a taxa de inflação quanto a expectativa do público em relação a esta, e o que é mais importante, estes países conseguem manter a inflação baixa.

Evidências e teorias econômicas provam que uma inflação baixa e estável pode promover um crescimento econômico no longo prazo, então “inflation targeting”, junto com uma política fiscal adequada, pode ajudar a criar um ambiente para a prosperidade da economia.

Enquanto uma inflação baixa e estável trás benefícios para a economia no longo prazo, benefícios e custos da “inflation targeting” no curto prazo são ambíguos. A teoria sugere que o compromisso do Banco Central em diminuir a inflação aumenta a sua credibilidade e por consequência reduz a expectativa de inflação e a perda de produção associada com a desinflação. Contudo, experiências não permitem esta previsão, pois, as expectativas de inflação não se reduzem imediatamente, ou seja, no curto prazo, elas só vão se reduzir depois que a inflação estiver menor. Isto é fácil de se entender porque o público só vai alterar suas expectativas depois de ver o resultado na prática.

Consistente com a redução de longo prazo da expectativa de inflação, está a redução da perda de produção associada com a desinflação, ambas demoram um bom tempo para reagir. Este longo tempo de reação destas variáveis é chamado de taxa de sacrifício entre os países que adotam a “inflation targeting”.

No início do processo de metas inflacionárias, a redução da inflação está associada com uma queda da atividade econômica. Porém, quando a inflação já tiver alcançado um nível baixo, produção e emprego voltam a crescer e atingir um nível ideal para o crescimento. A conclusão é que, alcançada uma inflação baixa, “inflation targeting” não é prejudicial para a economia real. Na verdade, dados mostram um forte crescimento econômico dos países que adotaram “inflation targeting” no final desta década, então, vemos que o controle da inflação promove um crescimento real da economia.

Em sua vida curta, “inflation targeting” é uma política monetária de sucesso. Ela é prontamente entendida pelo público e altamente transparente. Transparência, é quando todos os meios de comunicação são usados pelo Banco Central para explicar decisões políticas. Não só as decisões políticas mas também as limitações da política monetária.

Bancos Centrais não podem controlar a inflação diretamente, eles devem ter atitudes e ações que previnam indesejáveis mudanças na inflação pois elas podem gerar distúrbios na economia.

Transparência, credibilidade e responsabilidade são inseparáveis no sistema de metas inflacionárias. Eles fornecem os meios para que as autoridades monetárias conduzam de forma competente e profissional uma política monetária.

## VI. BIBLIOGRAFIA

Andersson, K. e Berg, C. “The Inflation Target in Sweden”. Working Paper, Sveriges Riksbank, 1995.

Bernanke, B. e Mishkin, F. “Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?”. *Journal of Economic Perspectives*, volume 11, 1997.

Bernanke, B. , Laubach, T. , Mishkin, F. e Posen, A. “Inflation Targeting. Lessons from the International Experience”, 1999.

Christiano. L. J., Eichenbaum, M., e Evans, C. “The Effects of Monetary Policy Shocks”. Working Paper, 1994.

Debelle, G. e Fisher, S. “How Independent Should a Central Bank Be?”. Boston: Federal Reserve Bank, 1995.

Debelle, G. “The Ends of Three Small Inflation: Australia, New Zealand and Canada”. Working Paper, 1997.

Delfim Netto, A. "Inflation Targeting". Consultoria Capres, 1999.

Fisher, Andreas (1993). "Inflation Targeting: The New Zealand and Canadian Cases." Cato Journal, volume 13.

Giambiagi, F. e Rigolon, F. "É Desejável Adotar Metas Inflacionária no Brasil?" BNDES, 1998.

Goodhart, Charles. "On Inflation Targeting in the United Kingdom." Scottish Journal of Political Economy, 1997.

Haldane, A. e Salmon, C. "Three Issues on Inflation Targets." Working Paper, Bank of England, 1995.

King, M. "Changes in UK Monetary Policy: Rules and Discretion in Practice." Working Paper, 1995

McCallum, B. "Inflation Targeting in Canada, New Zealand, Sweden, The United Kingdom, and in General." National Bureau of Economic Research. Working Paper 1996.

McCallum, B. "New Zealand's Monetary Policy Arrangements: Some Critical Issues." Reserve Bank of New Zealand Discussion Paper, 1995.

Mishkin, F. e Posen, A. "Inflation Targeting: Lessons for four Countries." Federal Reserve Bank of New York Economy, 1997

Research Department Central Bank of Brazil. “Operational and Technical Issues in the Adoption of an Inflation Targeting Framework in Brazil.” 1999.

Dados macroeconômicos conseguido junto aos Bancos Centrais e institutos estatísticos dos respectivos países, além de publicação de organismos internacionais, como FMI.