

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

METAS INFLACIONÁRIAS E CAMBIAIS: A EVIDÊNCIA EMPÍRICA  
CONFIRMA UM CONFLITO?

Leonardo Moutinho de Andrade Botelho

Nº de Matrícula 9615520-7

Orientador: Dionísio Dias Carneiro

Novembro de 1999

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

METAS INFLACIONÁRIAS E CAMBIAIS: A EVIDÊNCIA EMPÍRICA

CONFIRMA UM CONFLITO?

"Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor."

---

Leonardo Moutinho de Andrade Botelho

Nº de Matrícula 9615520-7

Orientador: Dionísio Dias Carneiro

Novembro de 1999

"As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor."

## ÍNDICE

I. INTRODUÇÃO.....	7
II. POLÍTICAS.....	10
II.1 METAS PARA A TAXA DE CÂMBIO.....	10
II.2 METAS PARA A INFLAÇÃO.....	14
III. TEORIA: UM CONFLITO?.....	18
IV. ESTUDOS DE CASOS.....	24
IV.1 ISRAEL.....	24
IV.2 CHILE.....	31
V. CONCLUSÃO.....	39
VI. BIBLIOGRAFIA.....	43

## ÍNDICE DE TABELAS

Tabela 1 - Israel: Indicadores Macroeconômicos, 1990 - 1998.....	25
Tabela 2 - Chile: Indicadores Macroeconômicos, 1990 - 1998.....	32

## ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1 (Israel) - Evolução da Taxa de Câmbio e Bandas Cambiais: 1989 - 1999.....	27
Gráfico 2 (Israel) - Evolução das Taxas de Inflação e de Câmbio: 1994 - 1999.....	28
Gráfico 3 (Israel) - Evolução da Taxa de Juros: 1997 - 1999.....	29
Gráfico 4 (Chile) - Câmbio: Taxa Efetiva x Banda Cambial: 1989 - 1999.....	33
Gráfico 5 (Chile) - Evolução da Balança Comercial: 1997 - 1999.....	34
Gráfico 6 (Chile) - Taxa de Juros: 1997 - 1999.....	35
Gráfico 7 (Chile) - Taxa de Cambio: 1997 - 1999.....	36
Gráfico 8 (Chile) - Reservas Internacionais: 1997 - 1998.....	37

## I. INTRODUÇÃO

Recentemente foi implementado no Brasil o regime de metas inflacionárias (*inflation targeting*). Visto que o Brasil é um país que esteve envolvido durante boa parte de sua história econômica com altas taxas de inflação, qualquer instrumento ou política voltados para esse tema sempre têm grande repercussão dentro do meio econômico nacional.

Diversos países no mundo tem estipulado metas para a inflação. Não só os países industrializados, mas também os em desenvolvimento, vêm se utilizando deste instrumento como objetivo principal a nortear suas políticas econômicas. Porém, o propósito deste trabalho não será simplesmente analisar casos de países que estabelecem metas para a inflação. Será feito um estudo sobre países cujos governos ou bancos centrais, além de estabelecer metas para a inflação, exercem alguma forma de controle sobre a taxa nominal de câmbio.<sup>1</sup>

A taxa de câmbio, em teoria, é uma importante variável que afeta o nível de preços. Tentar-se-á analisar como se dá a coexistência entre as políticas cambial e de controle inflacionário nesse ambiente. Historicamente, a taxa de câmbio tem sido um

---

<sup>1</sup> Este controle mencionado será, doravante, chamado de meta para o câmbio.

instrumento muito importante na condução da política econômica dos países. Muitas vezes, ela não é só instrumento, mas também um objetivo. Muitos países têm exercido, ao longo do tempo, alguma forma de controle sobre a taxa de câmbio na condução de suas políticas, por exemplo nos casos de estabilização inflacionária.

Mas como convivem estas duas prioridades de política econômica? Será que um Governo ou Banco Central consegue sucesso, atingindo ambas as metas, ou será que existe um conflito de interesses que resulta no fracasso de uma ou ambas as políticas? Espera-se, a nível de teoria econômica, um conflito entre essas duas formas de controle de agregados macroeconômicos quando aplicadas simultaneamente. Tentar-se-á averiguar se, nos países analisados, de fato houve um conflito.

Ao longo do presente trabalho, o estudo enfocará países que mantiveram controle sobre as taxas nominais de inflação e de câmbio. Como forma de atingir os resultados esperados, será feita uma análise dos principais indicadores macroeconômicos desses países, tais como crescimento do PIB, índice de preços, taxa de câmbio, taxa de juros e reservas internacionais. Com isso, pretende-se saber se é possível aplicar as duas metas simultaneamente e como mudanças de políticas ou choques afetam os objetivos.

A monografia será composta pelas seguintes seções:

O Capítulo II buscará dar noções das diferentes formas de atuação que um Governo, ou Banco Central, dispõe em relação as políticas de metas para a inflação e para o câmbio. A análise se dará de forma separada. Serão vistos o conceito de metas para a inflação, e suas questões de construção, medida e execução. No caso da taxa de câmbio serão mostradas as diversas políticas que podem ser usadas por um país,



mostrando os pontos favoráveis e desfavoráveis de cada uma.

No Capítulo III será analisada como se dá a coexistência entre estas duas políticas. Segundo a teoria econômica, quais seriam os resultados esperados dessa situação? Nesta seção serão apresentadas opiniões sobre o que pode gerar conflitos e em que grau isso ocorrerá.

No Capítulo IV serão estudados os países que estabelecem metas para a inflação e ao mesmo tempo exercem controle sobre a taxa de câmbio. Os países em questão são Israel e Chile. Será apresentado de forma breve o histórico de cada um e a forma com que eles estabeleceram suas políticas. Baseados nos dados dos países será feita uma análise objetivando saber como de fato se comportaram suas economias na vigência das duas políticas de metas.

No Capítulo V serão apresentadas as conclusões dos estudos de casos supracitados. Será feita uma análise contrapondo os resultados empíricos obtidos nessa pesquisa com o que, por teoria, se esperava encontrar.

No Capítulo VII será apresentada a Bibliografia da presente monografia.

## **II. POLÍTICAS**

### **II.1 METAS PARA A TAXA DE CÂMBIO**

No mundo de hoje, um dos indicadores mais importantes da situação de um país é a taxa de câmbio. Devido a globalização e a liberalização comercial, dificilmente um país se encontra isolado e independente de tudo o que está acontecendo ao seu redor. Uma das formas, e talvez a mais direta, com que um país se relaciona com os outros é através da sua taxa de câmbio. Esta taxa, fator de troca da moeda local pela estrangeira, influenciará fortemente diversos aspectos da economia. Inflação, exportações e importações, fluxo de capitais, e dívida externa estão entre os fatores diretamente afetados por ela.

Tradicionalmente, para todos os países do mundo, um acompanhamento do que acontece com essa taxa se faz útil e necessário. Diversos são os regimes cambiais estipulados pelos países. Pode-se fazer uma diferenciação inicial entre dois regimes: câmbio flutuante ou livre (sem intervenção do Governo ou Banco Central) e câmbio administrado ou sob intervenção (existe alguma forma de controle).

No regime de câmbio flutuante, o mercado é quem escolhe, a cada momento, a taxa de equilíbrio. Isso se dá pela interação entre oferta e demanda no mercado de câmbio

(também conhecido como mercado de moedas estrangeiras ou de divisas). Nesse regime se espera que, pelo fato de não haver intervenção que torne a taxa artificial, o mercado de divisas e a balança comercial estejam sempre em equilíbrio. Mas nem sempre isso se verifica, como em um caso onde em resposta a algum choque externo ocorra um overshooting da taxa de câmbio, isto é, ela ultrapassa o nível de equilíbrio de longo prazo e, a partir disso, gradualmente vai caindo até atingir o equilíbrio. Além disso, o país fica sujeito aos choques externos, especulativos ou não, o que pode afetar o desempenho da economia criando ou ampliando flutuações. Não é muito comum, nos dias de hoje, a ocorrência desse regime. Em maior ou menor grau, os governos costumam atuar no mercado de câmbio, mesmo que só para amenizar as flutuações de curto prazo.

Já o regime do câmbio administrado pode ser dividido em vários sistemas diferentes. Em comum entre eles: a autoridade responsável estará sempre controlando a flutuação da taxa de câmbio. Outros motivos para isso, além da tentativa de suavizar as flutuações que podem ser instáveis e desnecessárias (além de afetar a produção), seriam uma tentativa de afetar os fluxos de comércio de acordo com seus interesses e evitar que mudanças (desvalorizações) na taxa de câmbio aumentem a inflação doméstica. Os nomes dados a esses sistemas são diversos, mas serão vistas brevemente algumas das formas como esta intervenção ocorre.

O que se chamaria de flutuação suja seria algo semelhante ao regime de câmbio livre, exceto que o Governo eventualmente atuaria para modificar o equilíbrio alcançado pelo mercado. Por exemplo, o Governo pode intervir sempre que considerar que a volatilidade do mercado, em um determinado dia, está fazendo com que a taxa se torne artificial ou especulativa. Assim, esta seria uma forma de evitar que as flutuações

prejudiquem a economia ou que a taxa de câmbio venha eventualmente assumir valores que interessariam a determinado segmento, ou agentes do mercado, mediante manipulação da oferta e demanda. É possível considerar esse regime como tendo vários graus de intervenção, dependendo da forma, frequência e características com que o Governo atua, ainda assim isso seria alguma forma de controlar o câmbio.

Uma outra forma de controle do câmbio usada por alguns países é a taxa de câmbio fixa. Até o final do século XIX (período conhecido como padrão ouro), espaço de tempo entre as duas Guerras Mundiais e após a Segunda Guerra Mundial até 1973 (período conhecido como Sistema Bretton Woods), para a maioria dos países, as taxas de câmbio entre as moedas eram fixas.<sup>2</sup> Nesse regime, é estipulado um valor para a moeda estrangeira em termos da moeda local, ou, em outras palavras, uma paridade entre elas. Este regime seria um objetivo final em termos de política econômica, uma vez que grande parte da preocupação e dos recursos do Governo seriam catalisados para manter sua defesa. Nestas condições, o país fica muito vulnerável a choques e ataques especulativos externos, precisando manter um nível de reservas suficientemente grande para defender a paridade da moeda. Também é argumentado que o país fica 'dependente' dos outros, pois está sujeito aos choques externos e mudanças de suas moedas, e com isso, ele perde parte da sua capacidade de exercer políticas internas, que ficam dependentes das externas. Na América Latina, um exemplo de país que adota esse sistema é a Argentina que mantém a paridade de 1 peso para cada dólar americano. Esse sistema foi muito importante nos processos de estabilização inflacionária de diversos países, como foi no caso da própria Argentina.

---

<sup>2</sup> Dornbush (1991).

Outro regime usado recentemente por muitos países é o de bandas cambiais. Várias modalidades poderiam ser encontradas dentro deste regime. Normalmente, estabelece-se um intervalo para variação do câmbio ao longo de um período. A partir disso, o Governo usaria as suas reservas internacionais para manter a taxa dentro do intervalo da banda. Dentro desse regime de bandas, também é comum criar-se as minibandas, ou intra-bandas. Elas consistiriam de faixas em que o câmbio poderia flutuar em intervalos de tempo menor (por exemplo minibandas diárias ou semanais que acompanhariam a tendência da banda mensal) e poderiam variar em torno de uma taxa central, para cima e para baixo, que seria a paridade desejada a cada momento (por exemplo, uma meta para a cotação no valor de 10, com intervalos de 20% corresponderia a uma banda de variação entre 8 e 12). O Governo atuaria quando pressões no câmbio fizessem com que o teto ou piso da banda fossem alcançados (sendo que ele pode ainda atuar dentro das intra-bandas para evitar oscilações muito grandes da taxa, mesmo que os limites da banda não tenham sido alcançados - este tipo de intervenção é denominado intra-marginal). Com esse regime, o Governo pode implementar uma política de valorização ou desvalorização controlada ao longo do tempo, realinhando seguidamente os valores do teto e do piso da banda para atingir seu objetivo. Da mesma forma que no caso do câmbio fixo, o Governo atua insistentemente para fazer com que a taxa se mantenha no intervalo programado. Também é preciso um volume suficientemente grande de reservas para poder fazer frente às intervenções, e este mercado cambial também fica vulnerável a choques e ataques especulativos externos (por ser artificial, especula-se sobre eventuais necessidades de mudanças no câmbio, o que poderá antecipar ou forçar essas mudanças). Desde a implantação do Plano Real e até recentemente (quando devido a fortes pressões sobre as reservas internacionais foi preciso permitir uma desvalorização do real) o Brasil utilizou este sistema, e muitos países ainda o adotam.

O regime de bandas e o de câmbio fixo poderiam ser exemplos de metas para a taxa de câmbio. O primeiro, uma meta representada por uma banda que pode se mover ao longo do tempo (em outras palavras, um intervalo onde a taxa de câmbio pode variar), e o segundo uma meta em cima da manutenção de um valor (*point target*) estabelecido pelas autoridades. Neste trabalho se dará ênfase principalmente aos últimos dois regimes cambiais citados.

Cabe ainda salientar que essas políticas cambiais podem se referir não só a uma moeda específica, mas também a uma cesta de moedas (*currency basket*). No caso da Argentina e no do Brasil pós-Real, dentre outros, a atuação no mercado cambial se dava em cima de uma única moeda, o dólar americano. Mas muitos países, como Israel e Chile, têm suas políticas cambiais orientadas por uma cesta de moedas. Para escolher a ponderação destas cestas pode-se levar em conta a importância de cada país, ou moeda, no comércio de bens e serviços ou no fluxo de capitais.

## **II.2 METAS PARA A INFLAÇÃO**

Não se discute a relevância da inflação, a taxa em que crescem os preços, no cenário econômico. É ainda mais unânime que ela deve ser suficientemente baixa e previsível para não tornar a ordem econômica um ambiente extremamente conturbado e com os preços relativos em desordem permanente. Por outro lado, a presença de inflação pode prejudicar todas as áreas e agentes da economia como os trabalhadores (via defasagem salarial), Governo (via defasagem nas receitas), dentre outros, se não houver um sistema de indexação suficientemente bom para manter os preços relativos estáveis. Mesmo com indexação, não seria preciso ir muito longe para provar que os

males e custos que a inflação traz são grandes. A alocação dos recursos, o bem-estar social, a distribuição de renda e o crescimento ficam extremamente afetados em um ambiente inflacionário.

Para comprovar a relevância da inflação no cenário econômico, basta olhar para a forma com que governos e bancos centrais, na maior parte dos países e nas últimas décadas, têm se dedicado ao desafio de manter as taxas de inflação baixas, previsíveis e sob controle.

Recentemente muitos países, industrializados ou não, têm utilizado o conceito de metas inflacionárias como diretriz de suas políticas econômicas. Este regime, caso haja credibilidade do gestor, é uma forma clara de sinalizar para todos as perspectivas (não só presentes como também futuras) da situação macroeconômica do país, criando assim um ambiente mais tranquilo para a atuação das autoridades em todos os campos da economia. Serão vistas, agora, algumas características e requisitos comuns nos regimes de metas inflacionárias.<sup>3</sup>

- Independência do Banco Central: Em países com tradição inflacionária, e que esperam ganhar credibilidade durante, ou após, períodos de estabilização com a política de metas para a inflação, seria aconselhável que o Banco Central fosse efetivamente independente. A independência do Banco Central sinaliza a todos que ele não está sujeito aos desejos do Governo ou do Tesouro, muitas vezes com tendências inflacionárias. Com isso, o regime de metas ganha credibilidade por serem menores as pressões políticas (pressões essas que governos poderiam exercer no sentido de suportar aumentos da inflação para impulsionar crescimento do produto).

---

<sup>3</sup> Ver Goodfriend (1999); Berg (1999)

- Medindo a inflação: Normalmente, deve ser escolhido um índice de preços ao consumidor. É desejável que esse índice seja medido por alguma agência sem ligação com o Governo ou com o Banco Central, de forma a se evitar manipulações ou especulações sobre os dados. Esse índice deve ainda ser adaptado de forma a excluir preços voláteis, pois estes podem ter influência no curto prazo, mas não devem afetar a trajetória de inflação no longo prazo.<sup>4</sup> Em países com maior tradição inflacionária, há uma maior variedade de índices, e é também mais natural para os agentes acompanhar a evolução da inflação através do crescimento desses índices.

- Valor ou intervalo para a meta: Esse é um tema difícil de tratar, pois vários fatores podem afetar esse valor. Deve-se esperar que o valor objetivado seja aquele em que a inflação não prejudique os agentes econômicos e nem a indicação dos preços relativos. No processo para atingir índices menores de inflação uma boa idéia seria impor metas de inflação decrescentes a cada ano. Se essa política tiver credibilidade, a política monetária do Governo ficará mais clara e fácil de se acompanhar, no sentido de se alcançar as metas de estabilidade. Uma forma muito usada, é indicar um valor para a meta e uma banda de flutuação para a mesma. Com isso, pode-se caminhar para o valor, mas esse intervalo de atuação permite a acomodação de pequenos choques em torno da meta. Um exemplo disso, seria o caso do Brasil, onde os valores para as metas nos três primeiros anos do regime são: 8% (1999), 6% (2000) e 4% (2001) ao ano, com um intervalo de 2 p.p. (pontos percentuais) como margem de tolerância para cada um dos anos.<sup>5</sup>

- Horizonte ou prazo para meta: Países com inflação baixa e sob controle

---

<sup>4</sup> No Brasil o índice escolhido foi o IPCA (Índice de Preços ao Consumidor Amplo) medido pelo IBGE.

<sup>5</sup> Fonte: Banco Central do Brasil



normalmente podem não ter prazos definidos para as metas. Isto porque eles já estão com a inflação em seus níveis de longo prazo (steady state), então só precisam sinalizar que vão continuar com seu engajamento em manter a taxa de inflação baixa. Já países com taxas tradicionalmente mais altas de inflação, ou em processo de estabilização, devem estabelecer metas decrescentes para o valor da mesma. Normalmente devem fazer isso estabelecendo esses valores para períodos mais curtos, geralmente em termos anuais. Este é o caso do Brasil, que estabeleceu metas para três anos, sendo elas decrescentes a cada ano. Com isso, acredita-se que o Banco Central estará fazendo esforços para que a taxa de inflação caia continuamente até os valores desejados para a sua taxa de longo prazo.

- **Transparência:** Com o estabelecimento de uma meta para a inflação, fica mais claro para o público a forma de atuação do Banco Central. Através das metas, o Banco Central pode ganhar credibilidade a partir do momento em que os agentes reconhecem que ele realmente está se esforçando e deve conseguir atingir seus objetivos. Ele teria condições de, através de relatórios (trimestrais no caso brasileiro) sobre a inflação, ou outros instrumentos de comunicação, informar a todos o que tem sido feito para alcançar as metas, mostrar como está se adaptando às mudanças nas expectativas dos agentes e como responderá a eventuais choques ou mudanças de cenário. O grau de independência do Banco Central é fator importante nas políticas de meta inflacionária e monetária, no sentido de garantir maior ou menor transparência e credibilidade a ela.

### III. TEORIA: UM CONFLITO?

O questionamento principal a ser feito neste trabalho é se é possível a coexistência de duas metas nominais como objetivos de política econômica de um país. Dentre as muitas metas que podem ser objetivadas pelas autoridades monetárias, a ênfase se dará nas metas para a inflação e para o câmbio.<sup>6</sup>

Observa-se ao longo da história que o estabelecimento de metas para a taxa de câmbio tem sido em muitos casos o principal ou um dos principais instrumentos dentro de uma política de combate à inflação. É inegável que em um país com inflação alta, crônica e crescente, a volatilidade da taxa de câmbio acaba alimentando e perpetuando o processo inflacionário. A lógica nesta política é, ao fixar o câmbio, criar uma âncora e dar credibilidade aos seus gestores, visando com isso romper com a inércia inflacionária. Também é unânime que esta política é eficaz no primeiro momento do processo de estabilização, mas ela não pode vir sozinha nem durar eternamente. De uma forma geral, ela acabará levando a uma apreciação da taxa de câmbio real e a uma piora na competitividade externa, através de queda nas exportações e aumento das importações, além de trazer custos para o país, pois exigirá constante defesa das

---

<sup>6</sup> Poderíamos citar outras metas como aquelas para agregados monetários (como por exemplo o M1 ou M2), para o PIB real,...

cotações. O Governo pode considerar muito altos, em algum momento, os custos desta política, não só em termos de perdas das reservas internacionais, mas também de necessidades de mudanças nas políticas monetária e fiscal, e com isso forçar alguma mudança no regime. Esse fato simplesmente pode fazer com que a política perca sua credibilidade, que é, como foi visto, fundamental para o seu sucesso.

Se for considerada a existência de um regime de câmbio fixo (em seus diferentes graus), as dificuldades se tornam ainda maiores. Devido a inflexibilidade do regime, a resposta da taxa nominal a choques se dará muito lentamente. Assim, a taxa real de câmbio não se ajustará como deveria aos choques, o que simplesmente fará aumentar a instabilidade, gerar ainda mais transtornos à economia e trazer flutuações mais acentuadas ao ciclo de negócios. No mundo de hoje, não se observa a convivência deste regime com outras metas nominais. Esperaria-se que o conflito entre o câmbio fixo e outra meta nominal (para a inflação, por exemplo) fizesse com que a ambigüidade de objetivos levasse a segunda ao fracasso. Por não haver casos como este (Israel e Chile, que serão estudados, têm bandas cambiais que vão se ajustando ao longo do tempo, o que de certo modo facilita a absorção de choques) no cenário mundial atual, deixar-se-á de lado esta possibilidade.

O que têm sido proposto é que a fixação do câmbio é importante para a redução drástica e imediata da taxa de inflação. Mas outros instrumentos têm que ser criados para mantê-la baixa e decrescente, até alcançar os níveis desejados de longo prazo (ou de *steady state*). Para se alcançar esse objetivo com sucesso, além das medidas conhecidas e necessárias, como estabelecer de fato uma disciplina fiscal, tem sido comum os países adotarem um maior grau de liberdade para a flutuação da taxa de câmbio ou estabelecerem metas para a inflação.

A primeira política, como já foi visto, pode consistir em um regime de bandas cambiais, que se ajustam ao longo do tempo (*crawling exchange band*), ou em uma política de desvalorização ou valorização controlada e gradual da taxa nominal de câmbio sem limites preestabelecidos. Estes regimes têm a vantagem de permitir que o país absorva choques cambiais de curto prazo sem maiores prejuízos para a economia (como ocorreriam no caso do câmbio fixo), além de não ser tão afetado pela volatilidade nos fluxos de capitais internacionais. Já o estabelecimento de metas explícitas para a inflação, na presença de credibilidade das autoridades, tem se mostrado uma política eficiente na redução gradual e na direção do nível desejado de longo prazo da taxa de inflação.

Um outro ponto muito importante dentro desta discussão é como os outros objetivos de política econômica interagem neste ambiente. As políticas fiscais e monetárias não podem ser ignoradas neste contexto, não só por afetar diretamente o país através da produção ou renda, mas também através da inflação ou da própria taxa de câmbio.

Podem ser citados aqui dois conflitos teóricos facilmente verificáveis.<sup>7</sup> Primeiro, suponha-se que para combater uma possível tendência de alta da inflação o Banco Central aumente a taxa de juros. Como consequência se espera que ocorra um desaquecimento na economia fazendo com que a inflação se mantenha sobre controle; mas, por outro lado, isso levaria a uma apreciação na taxa de câmbio.<sup>8</sup> Essa apreciação cambial poderia fazer com que o piso da banda cambial fosse pressionado. Para manter

---

<sup>7</sup> Leiderman (1999)

<sup>8</sup> Este aumento da taxa interna de juros, deverá trazer um aumento do fluxo de capitais para o país, buscando uma remuneração maior que a conseguida no exterior. Essa entrada de recursos se traduzirá em aumento da demanda por moeda local, o que por sua vez levará a pressões por uma apreciação cambial.

a política cambial, não mexendo nas bandas, o Banco Central seria obrigado a intervir no mercado de moeda estrangeira, gastando tantas reservas internacionais quanto fossem necessárias para manter a cotação preestabelecida.

Segundo, suponha-se que a demanda por moeda estrangeira fosse grande. Neste caso, o teto da banda cambial estaria pressionado. Se o compromisso do Banco Central fosse não desvalorizar, esperaria-se que ele utilizasse outros mecanismos para defender a cotação. Imagine-se que, neste caso, ele aumentasse a taxa de juros. Este aumento, por sua vez, levaria a um aumento na entrada de capitais e o mercado cambial se equilibraria sem necessitar de maiores intervenções por parte do Banco Central. Mas, essa também não seria uma política livre de custos para o país, pois poderia levar a uma retração na atividade econômica, que a princípio não era necessária (se por exemplo, as metas inflacionárias já estavam sendo cumpridas sem problemas com a taxa de juros vigente até aquele momento). Então, ao se olhar para os objetivos em termos de inflação e de crescimento econômico, a nova taxa de juros, além de não ser necessária, pode vir a ser prejudicial. Observa-se, através destes exemplos plausíveis, que a manutenção simultânea destas duas políticas, pode até ser viável, mas certamente é custosa e envolve o uso de outros instrumentos e políticas que não precisariam ser usados caso só existisse uma das prioridades.

Mesmo assim, alguns países, sempre buscando os mesmos objetivos de estabilidade de preços, implementaram ambas as políticas. Entre os países que tiveram ambas as metas coexistindo estão Israel, Chile, Polônia e Colômbia.<sup>9</sup>

---

<sup>9</sup> Para uma lista completa de países que estabelecem alguma forma de metas para alguma variável nominal ver Schmidt-Hebbel (1999). Essas metas poderiam ser sobre a taxa de câmbio, a taxa de inflação ou sobre algum agregado monetário.

Para a maior parte dos teóricos, um dos principais preceitos para o sucesso de um programa de metas para a inflação é o de que não se deve estabelecer meta para nenhuma outra variável nominal.<sup>10</sup> Na ausência de outra meta nominal, os agentes econômicos reconheceriam que o Governo tem, de fato, um compromisso prioritário em manter a taxa de inflação dentro da meta estabelecida, o que reforça a credibilidade da política.

Ao estabelecer metas para as taxas de inflação e de câmbio, as prioridades do Governo podem parecer ambíguas ou até conflitantes. Além disso, pode ser extremamente perigoso, principalmente levando-se em consideração o mundo em que vivemos hoje, onde os capitais se movem livremente entre os países e ninguém está livre de choques externos. Se, por exemplo, o público considera que o Governo, em um momento de dificuldades ou durante um choque externo ou ataque especulativo, poderá privilegiar a meta cambial em detrimento da inflacionária, a política perde sua credibilidade e por isso fica fadada ao fracasso.<sup>11</sup>

Nesse contexto, Debelle (1998) tem uma visão extremamente pessimista sobre os países, especialmente aqueles em desenvolvimento, que têm ambos os regimes coexistindo. A simples presença de alguma forma de controle sobre o câmbio, somado às características estruturais dos países em desenvolvimento (como o fato da credibilidade das autoridades econômicas normalmente ser baixa) faria com que a tensão entre os objetivos levasse ambos ao fracasso pelos motivos já vistos. Schmidt-Hebbel (1999), por sua vez, diz que de fato os países em desenvolvimento costumam ter

---

<sup>10</sup> Ver Debelle et al. (1998), Leiderman (1999) e Schmidt-Hebbel (1999)

<sup>11</sup> Neste contexto, os agentes podem considerar que o governo não conseguirá manter sua política cambial e será forçado a desvalorizar. Então eles antecipam este movimento remarcando seus preços ou comprando moeda externa o que simplesmente agravará a crise e elevará a inflação.

alguma forma de controle sobre o câmbio, mas o que importa é saber se a meta inflacionária será considerada como prioritária ou não sobre a cambial. Ele mostra que a tendência, ao longo do tempo, tem consistido em considerar a meta cambial uma forma ou instrumento utilizado para atingir a inflacionária. Com isso, a perda de credibilidade poderia não ser tão grande, pois mesmo com a coexistência de metas, o público teria a visão que, de fato, o principal compromisso do Governo seria manter a inflação baixa. Toda e qualquer outra meta seria vista como secundária.

## **IV. ESTUDOS DE CASOS**

Foram escolhidos neste trabalho, como objetos de estudo, Israel e Chile. Outros países que aplicam ambas as metas serão apenas mencionados, entre eles a Colômbia, devido a dificuldade de se coletar dados, e Hungria, Polônia e República Tcheca, devido a terem seus regimes de metas inflacionárias implantados somente recentemente (em 1998).

### **IV.1 ISRAEL**

A política de estabilização de Israel pode ser separada em duas etapas. Primeiro, entre 1986 e 1991 a taxa de câmbio fixa, mas ajustável ao longo do tempo, foi usada como âncora inflacionária. Neste período a taxa de inflação esteve em torno de 20% ao ano. Desde 1992, a política econômica está baseada em bandas cambias, e metas anuais para a taxa de inflação (estabelecida em 1991 com a primeira meta para 1992). Neste período a taxa de inflação esteve próxima de 10%, caindo para algo em torno de 5% no fim da década.

Se fazendo uma rápida análise em termos de sucesso na redução da taxa de



inflação, ano a ano, os resultados foram extremamente satisfatórios. Como pode ser observado na Tabela 1, a taxa caiu de 18% em 1991 para níveis de 1 dígito no fim da década. Muitas previsões são feitas no sentido de que a inflação em 1999 esteja em torno de 4% (inclusive, a própria meta estabelecida pelo Banco Central é de 4% para este ano).<sup>12</sup>

Como foi visto, Israel tem hoje sua política cambial baseada em bandas de flutuação, em torno de uma paridade central, que mudam ao longo do tempo. Atualmente, a cotação pode variar 18% em torno da paridade central. O regime cambial através das bandas é orientado por uma cesta de moedas (*currency basket*) externas. Esse conceito de cestas foi implementado em Israel no ano de 1976, e desde então já sofreu diversas alterações. Hoje a cesta de moedas é formada por: Dólar americano, Libra Esterlina, Yen e Euro.<sup>13</sup>

Tabela 1 - Israel: Indicadores Macroeconômicos: 1990 - 1998

Ano	Inflação*	Meta Inflação*	PIB*	Câmbio*
1990	17,60	-	5,97	10,64
1991	18,00	-	5,45	10,19
1992	9,40	14 - 15	6,58	17,45
1993	11,20	10	3,41	6,29
1994	14,50	8	6,76	5,71
1995	8,10	8 - 11	7,05	6,32
1996	10,60	8 - 10	3,52	1,60
1997	7,00	7 - 10	2,25	4,15
1998	8,60	7 - 10	1,57	20,41

Fonte: Banco Central de Israel e Bureau Central de Estatísticas de Israel

Obs: \* Taxa de variação no ano (%).

Uma importante característica do regime israelense é que a tendência a ser seguida

<sup>12</sup> Ver Leiderman (1999). De fato, a inflação em 12 meses (outubro/98 a outubro/99) é de 2,89% (Fonte: Banco Central de Israel).

pela banda cambial depende da meta de inflação. Não só a tendência, mas também a velocidade da mudança nas bandas cambiais, em um dado ano, serão dadas pela diferença entre a meta de inflação para o ano seguinte e a previsão para a inflação em outros países. Isto pode ser considerado uma evidência de que, mesmo com metas para ambas variáveis, não há uma contraposição completa entre os objetivos inflacionários e os cambiais, uma vez que os primeiros afetam os últimos.<sup>14</sup> De fato, observa-se desde o início do processo de estabilização uma tendência em fazer com que a política cambial seja cada vez mais flexível, ao mesmo tempo em que a política de metas para a inflação ganha importância como principal objetivo.

Além disso, na experiência de Israel, pode-se ver a importância da política fiscal no processo de manutenção da inflação a taxas baixas. Em dois episódios (1994 e 1996) a inflação, medida pela variação no índice de preços ao consumidor (IPC), superou a meta inflacionária objetivada, conforme se pode observar na Tabela 1. Nestes dois episódios a economia se encontrava superaquecida, próxima do pleno emprego, devido a políticas fiscais expansionistas.<sup>15</sup> Para reverter esses resultados negativos, as autoridades israelenses precisaram praticar políticas contracionistas. Como resultado disso, pode-se observar que nos períodos seguintes o Produto Interno Bruto (PIB) do país cresceu a taxas menores que anteriormente.

Em outro momento, no fim do ano de 1998, as metas israelenses também foram ameaçadas. Assim como outros países em desenvolvimento, Israel foi afetado diretamente pelas crises asiáticas e russa. Como pode ser visto no Gráfico 1, houve

---

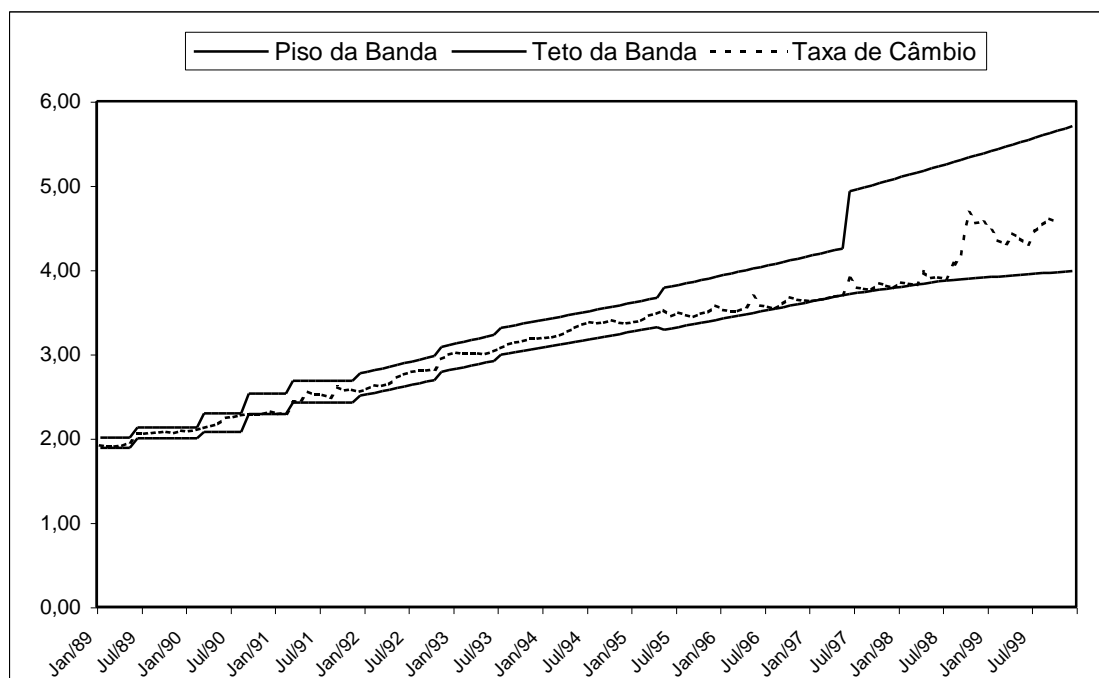
<sup>13</sup> O Dólar tem o maior peso na cesta, com mais de 60%. O Euro entrou na cesta substituindo o Marco alemão e o Franco francês (Fonte: Banco Central de Israel).

<sup>14</sup> Essa política cambial também tem a vantagem de ser previsível. Neste contexto, poderíamos considerar que Israel considera a política cambial como secundária e a inflacionária, como objetivo principal.

<sup>15</sup> Ver Schmidt-Hebbel (1999)

grande desvalorização do NIS em relação a cesta de moedas. Somente em quatro meses, entre julho e outubro, a desvalorização foi de 20%. Um pouco antes disso, em 1997, o Governo tinha decidido dobrar o intervalo de variação em torno da paridade central.

Gráfico 1 (Israel) - Evolução da Taxa de Câmbio e Bandas Cambiais\*: 1989 - 1999



Fonte: Banco Central de Israel e Bureau Central de Estatísticas de Israel

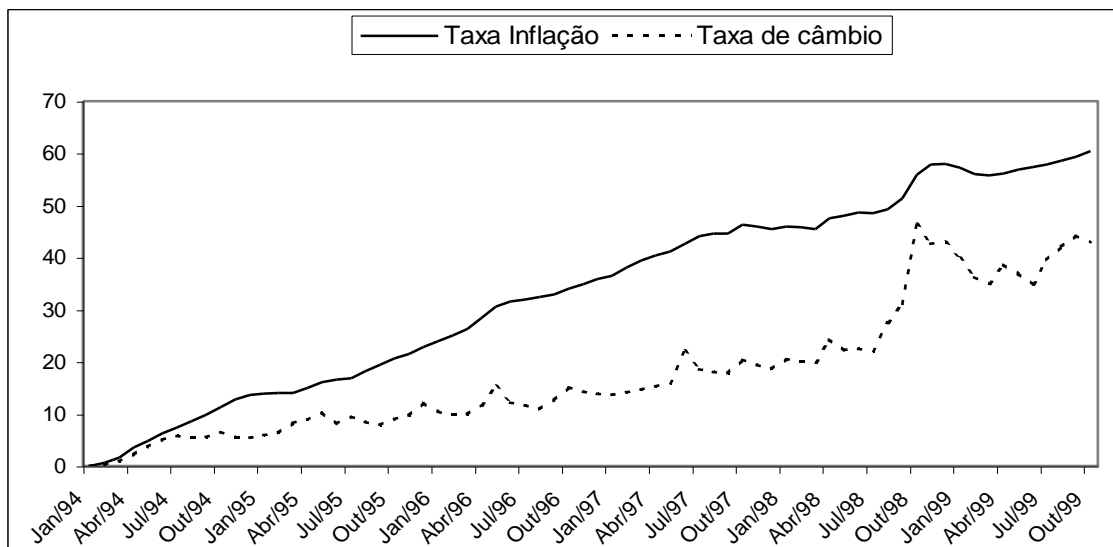
Obs: \* Cotação em NIS (Novo Shekel Israelense) / 1 cesta de moedas

Uma característica importante no regime cambial de Israel é que aproximadamente desde 1995 a taxa de câmbio tem estado próxima ao piso da banda.<sup>16</sup> Esse fato fez com que a defesa do câmbio, para evitar que ele apreciasse ainda mais e ultrapassasse o piso, gerasse substancial aumento das reservas internacionais de Israel. Até

<sup>16</sup> Talvez por isso, em 1997 o alargamento da banda tenha sido feito se aumentando somente o teto. A idéia seria fazer com que a taxa de câmbio se descolasse do piso da banda e se criasse um intervalo para maiores desvalorizações, ocasionando um aumento na competitividade externa.

aproximadamente o fim de 1994 a defesa da cotação (através das operações de intervenção intra-marginal) consistia em tentar fazer com que ela ficasse perto do centro da banda. Se o alargamento da banda visava dar um maior grau de liberdade à variação na taxa de câmbio, no rumo de uma desvalorização mais rápida, ele não teve sucesso, pois ela continuou sempre pressionando o piso (até a desvalorização de 1998).

Gráfico 2 (Israel) - Evolução das Taxas de Inflação e de Câmbio\*: 1994 - 1999



Fonte: Banco Central de Israel e Bureau Central de Estatísticas de Israel

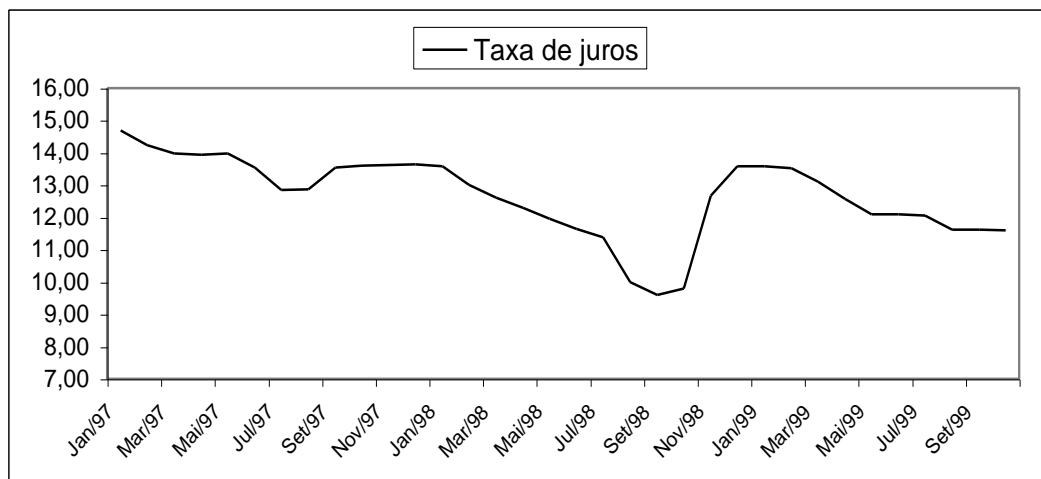
Obs: \*Taxas de variação do IPC e da cesta de moedas respectivamente. Taxas acumuladas no período.

Além disso, pode-se observar que a tendência seguida pela inflação e pelo câmbio ao longo do tempo tem sido semelhante. No Gráfico 2, estão as taxas acumuladas de inflação e de câmbio desde 1994. Pode ser observado que a tendência para elas é semelhante e de certa forma a taxa de câmbio antecipa efeitos na inflação. Um exemplo disso seria a desvalorização do fim de 1998, que teve seu auge em outubro, ao mesmo tempo em que a inflação aumentava, tendo seu auge em dezembro. Pouco depois do início da valorização da taxa de câmbio, em novembro, começou uma queda na

inflação, em janeiro.

Com o auxílio do Gráfico 2, pode-se observar também como a taxa de câmbio reagiu às pressões nos anos de 1994, 1996 e 1998. No início desses períodos conturbados, a taxa de câmbio se desvalorizou rapidamente (o episódio de maior amplitude é o de 1998), mas em seguida elas voltam a apresentar uma tendência de estabilidade, ou até de valorização como no último episódio.

Gráfico 3 (Israel) - Evolução da Taxa de Juros\*: 1997 - 1999



Fonte: Banco Central de Israel e Bureau Central de Estatísticas de Israel

Obs: \* Taxa de juros do Banco Central de Israel.

O Gráfico 3 mostra-se extremamente útil na análise de como se dá a intervenção do Governo para garantir o sucesso das metas. Observa-se que desde o início de 1997 a tendência da taxa de juros é declinante (pois em 1996, para enfrentar a crise cambial, o Governo manteve a taxa de juros a níveis muito altos para penalizar os que especulavam contra o NIS). Especialmente para a análise da crise de 1998 o Gráfico 3 é útil. A taxa de juros atinge o mínimo, no período, em setembro de 1998. Em outubro, ela começa a

subir rapidamente atingindo seu máximo em dezembro. Ao se observar o Gráfico 2, vemos que a taxa de câmbio começa a se desvalorizar em agosto, até atingir seu auge em outubro. Já a taxa de juros começa a subir em outubro, atingindo seu máximo em dezembro. À medida em que o câmbio começa a se apreciar, depois da grande desvalorização, a taxa de juros começa a cair. Conclui-se facilmente, que, neste episódio, a taxa de juros foi usada como instrumento para inibir a pressão especulativa sobre o NIS e evitar uma desvalorização excessiva, uma vez que se tornavam extremamente preocupantes os efeitos que essa desvalorização teria sobre a inflação.

Uma formula geral que Israel tem adotado para defender suas metas é a seguinte: quando o câmbio sofre pressões, o Governo atua no mercado de divisas para evitar valorizações ou desvalorizações consideradas excessivas; e quando aparece a possibilidade de que a meta de inflação não seja cumprida, rapidamente o Governo altera a política de juros para tentar reverter isso e garantir que tal meta seja alcançada. Observe-se que a primeira pode implicar a segunda, fazendo com que ambas as respostas se façam necessárias. Mas essas políticas não se dão sem custo. No primeiro caso, em que a meta de inflação não é instantaneamente ameaçada, o Governo incorre em ganho ou perdas de reservas internacionais.<sup>17</sup> Já no caso de mudança drástica nos juros, a economia sofre aquecimento ou desaquecimento além de todos os outros efeitos que mudanças nas políticas de juros trazem para a economia real.<sup>18</sup> Podemos observar que nos momentos em que a taxa de juros subiu para defender a meta de inflação, o PIB sofreu retração, como é o caso de 1998.

---

<sup>17</sup> Isso pode ser perigoso, pois, por exemplo, quanto se as reservas estiverem caindo continuamente, os agentes poderão observar isso como uma forma de fragilidade e pressionar mais a cotação, o que forçaria o Governo a usar ainda mais as reservas.

<sup>18</sup> Além disso, o aumento dos juros não pode durar muito tempo, senão os danos a economia seriam muito sérios, por exemplo, em termos de aumento do pagamento de juros da Dívida Pública.

## IV.2 CHILE

Duas grandes tentativas de estabilização fizeram parte da história inflacionária do Chile. Nos períodos de 1959-62 e 1979-82 foram implementados programas baseados na idéia de usar a taxa de câmbio como âncora da inflação.<sup>19</sup> Ambas fracassaram, tornando necessária a criação de outros métodos, ou teorias, para estabilizar a inflação.

Em 1984, a política cambial chilena passa a ser orientada por um sistema de bandas onde a taxa pode variar. Assim como em Israel, ela é orientada a partir de uma cesta de moedas<sup>20</sup> e tem sua tendência definidas de acordo com a política inflacionária. A idéia da banda cambial era orientar os agentes sobre a tendência desejada para a taxa de câmbio ao longo do tempo.<sup>21</sup>

A grande diferença na recente estabilização chilena, em relação as anteriores, foi a implementação de um regime de metas inflacionárias (em 1990, já estabelecendo a meta para 1991). Neste período o Banco Central do Chile tinha se tornado independente e acreditava-se que, ao usar somente o câmbio como âncora inflacionária, a política de estabilização não teria credibilidade, em função dos insucessos anteriores, e possivelmente fracassaria.

---

<sup>19</sup> Ver Schmidt-Hebbel (1999)

<sup>20</sup> A cesta é composta atualmente por: Dólar americano, 80%; Euro 15%; Yen 5%.

<sup>21</sup> Também poderíamos reconhecer aqui um compromisso de que a inflação seria a meta principal da política econômica.

Como podemos observar na Tabela 2, de fato o Chile obteve sucesso reduzindo a taxa de inflação. As metas são anunciadas a cada ano, e têm apresentado uma tendência decrescente ao longo do tempo. Com isso, foi possível fazer a taxa anual de inflação cair de 27,33% em 1990, para 4,67% em 1998 (a meta para este ano era 4,5%). A expectativa é que já no início da próxima década o Chile seja capaz de atingir uma taxa de inflação próxima a dos países desenvolvidos, entre 2% e 4% ao ano. A meta para este ano de 1999 é de 4,3% e tudo indica que ela será cumprida (a taxa em 12 meses, de outubro de 1998 a outubro de 1999, é de 2,5%. Fonte: Banco Central do Chile).

Tabela 2 - Chile: Indicadores Macroeconômicos: 1990 - 1998

Ano	Inflação <sup>a</sup>	PIB <sup>a</sup>	Câmbio <sup>a</sup>	Juros <sup>b</sup>
1990	27,33	3,70	13,71	8,21
1991	18,66	7,97	11,03	5,75
1992	12,70	12,28	2,23	5,44
1993	12,23	6,99	11,97	6,50
1994	8,95	5,71	-5,52	6,43
1995	8,20	10,63	1,68	6,14
1996	6,63	7,41	3,28	7,25
1997	6,04	7,57	3,76	6,79
1998	4,67	3,41	7,78	9,57

Fonte: Banco Central do Chile; Instituto Nacional de Estatísticas do Chile

Obs: a) Taxa de variação no ano (%).

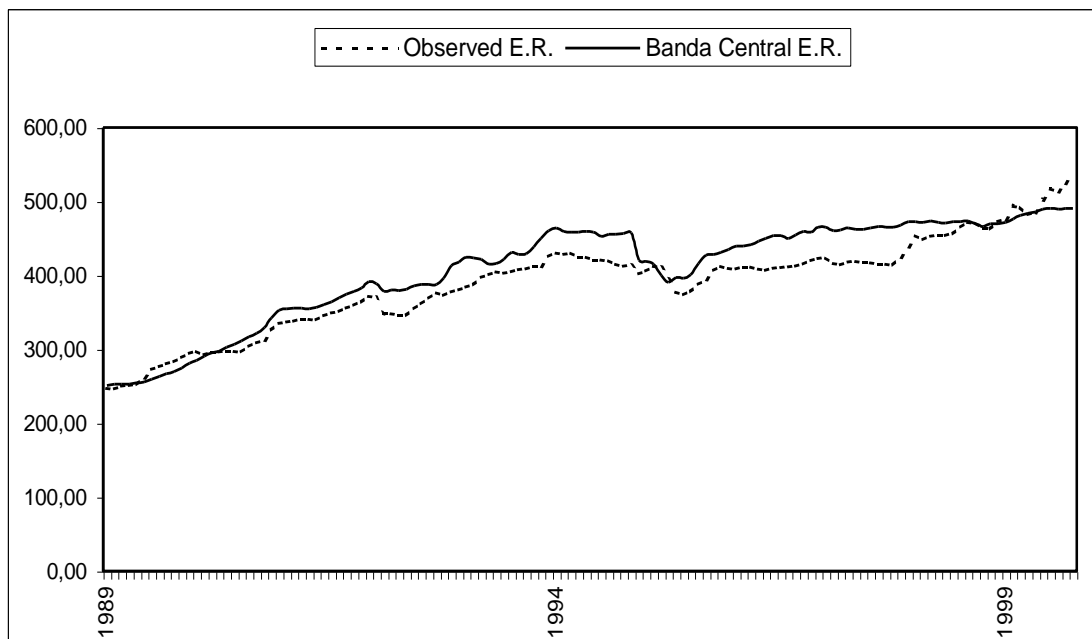
b) % ao ano. Taxa real. Títulos de 90 dias do BCC.

Ainda analisando a Tabela 2, observa-se que o Chile mesmo reduzindo gradualmente a taxa de inflação conseguiu sustentar uma alta taxa de crescimento, mantendo suas taxas de juros estáveis, até o ano de 1997. Durante todo este período, o Chile era considerado um fenômeno entre os países em desenvolvimento por seus resultados extremamente satisfatórios, em termos de crescimento econômico e bem-estar em pleno processo de estabilização de preços.



Como mostra o Gráfico 4, a política cambial do Chile tem consistido em oferecer ao mercado uma sinalização da trajetória desejada pelo Banco Central. Observa-se que de fato a taxa de câmbio tem estado de acordo com as metas preestabelecidas. Ao se analisar o Gráfico 4 junto com a Tabela 2, aparece outro aspecto interessante. Até o final de 1993, a taxa de câmbio teve uma desvalorização relativamente estável, em torno de 10% ao ano. Em 1994, há uma ligeira quebra nesta tendência, inclusive com pequena apreciação neste ano. O ritmo de desvalorizações caiu para quase a metade até o fim de 1998. Mas ao se observar os dados mensais para 1999, nota-se um aumento na desvalorização. Em outubro de 1999, a desvalorização em 12 meses é de 16%.

Gráfico 4 (Chile) - Câmbio: Taxa Efetiva x Banda Central\*: 1989 - 1999



Fonte: Banco Central do Chile e Instituto Nacional de Estatísticas do Chile

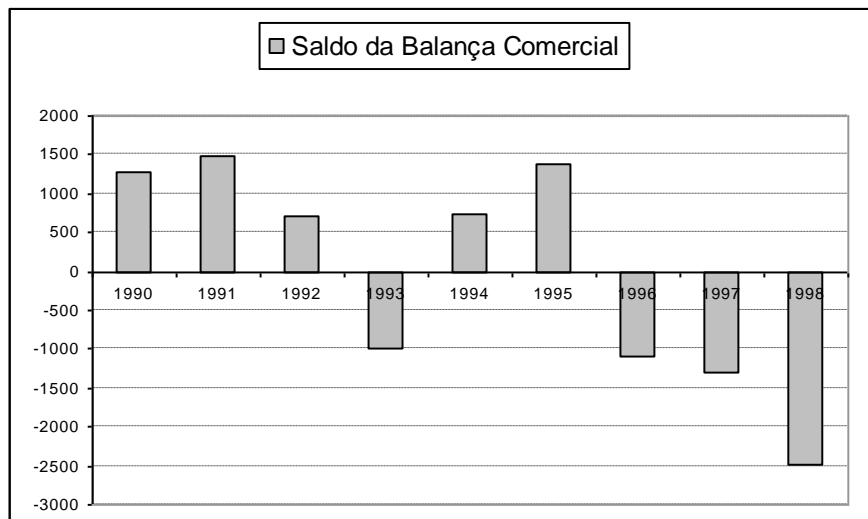
Obs: \* Cotação: Pesos / 1 Dólar americano.

Como foi visto, até o fim de 1997, o Chile vinha muito bem. Seus indicadores macroeconômicos poderiam ser considerados muito bons e nem foi seriamente afetado

pelas crises internacionais que abalaram as estruturas de muitos países (como foi o caso do, também país em desenvolvimento, México devido a crise conhecida como efeito Tequila). Mas no início de 1998, logo após a crise da Ásia, o quadro começa a mudar.

Como se pode ver no Gráfico 5, desde 1996 a balança comercial chilena vinha apresentando resultados negativos e cada vez piores.<sup>22</sup> Até que, no início de 1998, depois de déficits seguidos de julho até dezembro de 1997, o pessimismo se generaliza. Neste momento, os agentes já consideravam que os déficits na balança comercial, *ceteris paribus*, não seriam financiáveis. Em janeiro de 1998, sentindo isso, o Banco Central força um pequeno aumento na taxa de juros, como se observa no Gráfico 6. Mas, este aumento não foi suficiente para reestabelecer a confiança em que o Governo conseguiria reverter o quadro.

Gráfico 5 (Chile) - Evolução da Balança Comercial\*: 1997 - 1999



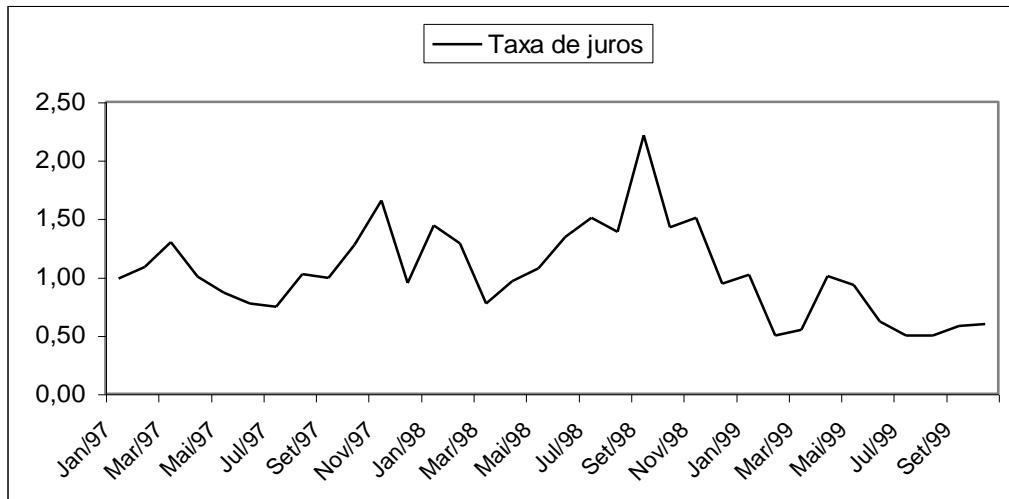
Fonte: Banco Central do Chile e Instituto Nacional de Estatísticas do Chile

Obs: \* Milhões de dólares.

<sup>22</sup> Talvez devido a uma perda de competitividade do peso. Como foi visto, o ritmo de desvalorizações vinha caindo desde o meio da década.

Deste momento em diante, já era opinião unânime que o peso estava muito valorizado, e que seria questão de tempo até que houvesse uma desvalorização. A expectativa da desvalorização ajudou a fazer com que aumentasse a pressão sobre a cotação das moedas estrangeiras. A procura por dólares crescia a cada momento, pressionando cada vez mais a taxa de câmbio para uma desvalorização.

Gráfico 6 (Chile) - Taxa de Juros\* : 1997 - 1999



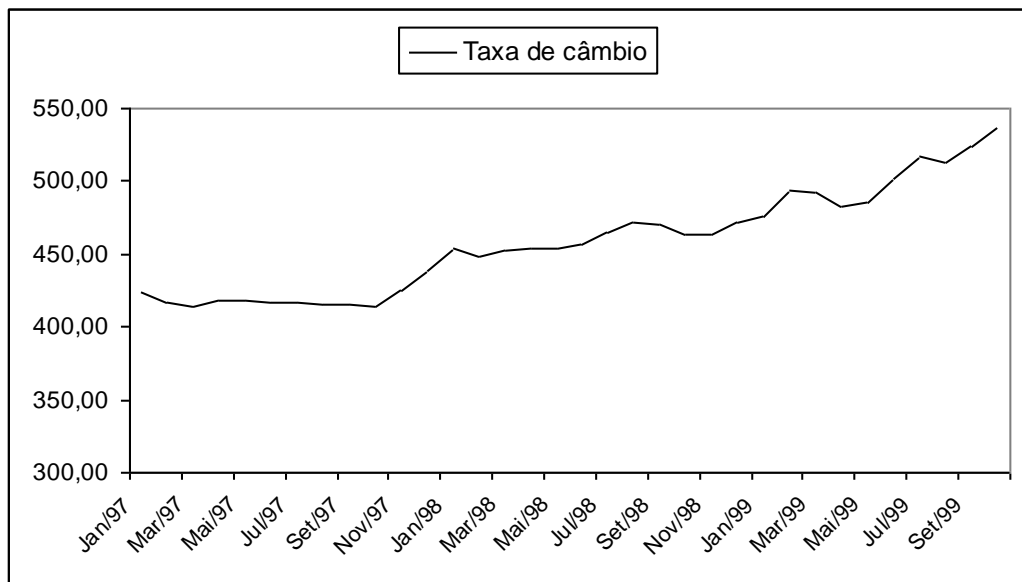
Fonte: Banco Central do Chile e Instituto Nacional de Estatísticas do Chile

Obs: \* Taxa dos Depósitos Interbancários.

Em função disso tudo, no mês de janeiro de 1998, o Banco Central permitiu uma desvalorização de 3,44% na taxa de câmbio, mas o mercado considerou que isto era pouco para resolver as distorções existentes naquele momento e continuou a atacar o peso. O Banco Central considerava que essa pressão era sem fundamento, e resolveu que não deveria permitir mais desvalorizações, pois estas poderiam fazer com que a inflação superasse a meta. De fato, no Gráfico 7, observa-se que, nos meses seguintes, a taxa de câmbio se manteve quase inalterada.

A opção escolhida pelo Banco Central foi defender a cotação do peso, atuando no mercado de moeda estrangeira. Ele entrou vendendo divisas, satisfazendo toda demanda para, com isso, segurar a cotação. Como pode ser visto no Gráfico 8, as reservas começam a cair no fim de 1997 já devido às primeiras pressões cambiais. Nos primeiros meses de 1998 elas permanecem relativamente constantes devido a desvalorização de janeiro.

Gráfico 7 (Chile) - Taxa de Câmbio\*: 1997 - 1999



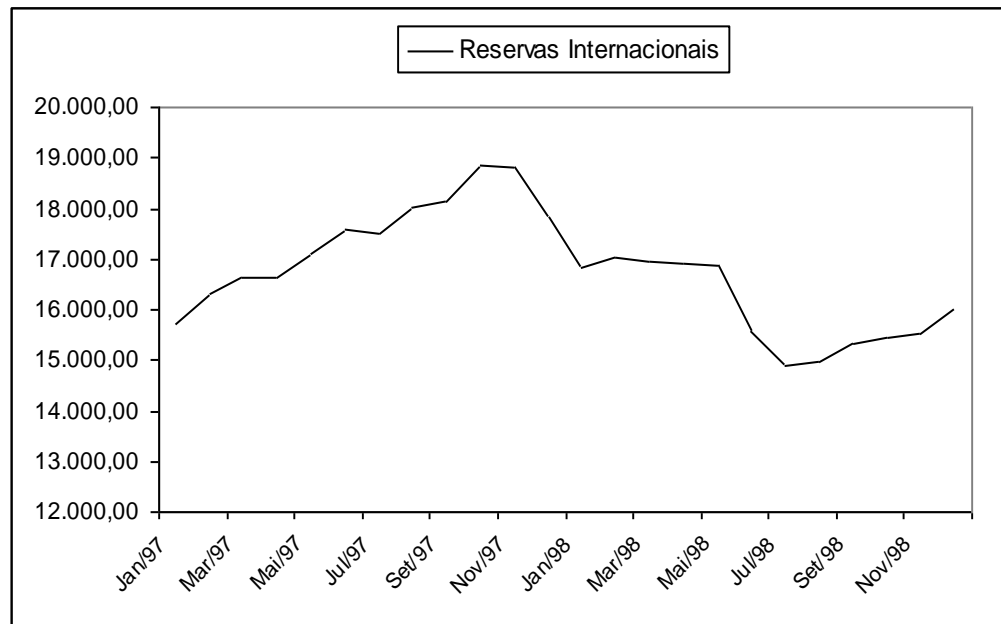
Fonte: Banco Central do Chile e Instituto Nacional de Estatísticas do Chile

Obs: \* Cotação: Pesos / 1 Dólar americano.

Mas, no momento em que os agentes perceberam que o Banco Central não iria mais desvalorizar o peso, eles intensificaram ainda mais o ataque, apostando que era simplesmente questão de tempo até que houvesse uma nova desvalorização. Mas, como o Banco Central não desvalorizou, foi preciso novamente usar as reservas para manter a cotação do peso. Ao mesmo tempo, o Banco Central começou a aumentar os juros para enfrentar o ataque especulativo, que com o passar do tempo perdeu a força, e a

credibilidade do Banco Central começou a ser restabelecida. Mas, na verdade, os problemas ainda não haviam sido resolvidos, mesmo que alguns fatores indicassem isso.

Gráfico 8 (Chile) - Reservas Internacionais\* : 1997 - 1998



Fonte: Banco Central do Chile e Instituto Nacional de Estatísticas do Chile  
Obs: \* Milhões de dólares.

Já em junho de 1998, se observa um novo ataque especulativo contra o peso. O cenário externo continuava ruim, a desconfiança interna ainda estava presente e o preço internacional do cobre caiu ainda mais.<sup>23</sup> Novamente a tática escolhida pelo Banco Central foi defender a moeda através da venda das reservas internacionais, que caíram ainda mais, como pode ser visto no Gráfico 8. Da mesma forma, como indicado no Gráfico 6, os juros aumentaram ainda mais, tentando fazer com que o ataque ao peso se tornasse caro para os agentes (ao comprar dólares, eles estariam deixando de ganhar com as elevadas taxas internas de juros).<sup>24</sup> A política cambial também foi alterada,

<sup>23</sup> O cobre é um dos principais produtos de exportação do Chile.

<sup>24</sup> O Banco Central estabelecia metas para a taxa de juros real. Neste dois momentos, a taxa foi deixada de lado e a taxa observada esteve substancialmente acima da considerada ideal.

sendo estabelecidas bandas mais estreitas e reafirmando o compromisso de que estas metas cambiais seriam efetivamente cumpridas. Quando a situação já estava quase controlada, a Rússia entrou em crise, o que levou a novo ataque especulativo contra os países em desenvolvimento, entre eles o Chile. Desta vez, o Banco Central resolveu não intervir no mercado de divisas e sim aumentar, a níveis inéditos, a taxa de juros, penalizando ainda mais os especuladores. Mesmo com a possibilidade de queda na atividade econômica, essa foi a opção escolhida. De fato, a atividade caiu, mas a inflação ficou controlada e as reservas começaram a se recuperar.

No fim deste ano conturbado, a desvalorização no câmbio não chegou a 10%,<sup>25</sup> a taxa de juros voltou aos níveis anteriores à crise<sup>26</sup> e a taxa de inflação ficou abaixo de 5% (e dentro da meta estabelecida de  $\pm 4,5\%$ ). Mas o Chile não passou por esta crise sem sentir seus efeitos. As reservas internacionais caíram aos níveis do início de 1997, e a atividade econômica caiu bastante. Como mostra a Tabela 2, o crescimento do PIB caiu quase a metade em relação aos últimos anos.

---

<sup>25</sup> Uma maior desvalorização viria em 1999 que até outubro alcança 13%. Como resultado, a balança comercial registra até outubro saldo positivo, contrariando a tendência dos últimos três anos.

<sup>26</sup> Em 1999 ela caiu ainda mais, chegando ao nível mais baixo dos últimos anos.

## V. CONCLUSÃO

A conclusão deste trabalho se dará em três etapas, analisando as metas para a taxa nominal de câmbio, para a taxa de inflação e a coexistência das duas metas.

Primeiro, já se provou, não só nos casos dos dois países estudados, que a taxa de câmbio pode ser um instrumento extremamente eficaz em um processo de estabilização inflacionária. Sua eficiência como âncora para o índice de preços, como desindexador da economia e como instrumento usado para romper a inércia inflacionária é inquestionável. Mas sua eficiência no longo prazo é questionável, pois ela traz consigo muitos custos para a economia real. Muitas vezes os governos ou bancos centrais podem não suportar os custos decorrentes desta política, como dentre outros as perdas de reservas e a vulnerabilidade a ataques especulativos.

A política de metas para o câmbio também deve ser flexível, pois quanto mais rígida for, maiores serão os custos para a economia. No mundo de hoje, os regimes mais comuns de metas para o câmbio têm sido os de bandas. Nos países que as adotam como orientação da política cambial, como é o caso dos países estudados, têm se observado que elas vêm se tornando cada vez mais flexíveis para poderem absorver as flutuações causadas pela volatilidade da taxa de câmbio e pelas variações nos fluxos de capitais. Tanto Israel como o Chile tiveram suas bandas cambiais alargadas, além disso, fizeram consideráveis avanços no sentido de mostrar que elas são objetivos não

prioritários de suas políticas econômicas.

Segundo, a política de metas para a taxa de inflação tem alguns pré-requisitos, e como foi visto no Capítulo II, ela pode ser um instrumento extremamente importante num processo de estabilização inflacionária, mas se conseguir preenchê-los. Entre eles estão a independência do Banco Central para instituir sua política monetária (o que dará credibilidade à meta proposta) e o não-estabelecimento de outras metas nominais.

Em muitos países desenvolvidos, as metas para a inflação são consideradas como sendo o principal objetivo da política econômica. Mais especificamente, a maioria deles optou por não estabelecer metas para nenhuma outra variável nominal (como por exemplo a taxa de câmbio ou algum agregado monetário). Desta forma, suas políticas ganharam mais credibilidade, na medida em que todos observam que a única prioridade dos governos é manter a inflação baixa. Entre esses países estão Inglaterra, Canadá, Nova Zelândia e Suécia.<sup>27</sup>

Por fim, tentou-se mostrar que a coexistência de metas para a taxa de inflação e para o câmbio é difícil e custosa para os países. Nos casos de Israel e Chile, diversos choques surgiram ao longo dos anos e tiveram seus efeitos fortemente agravados pelo conflito entre as duas metas.

Os episódios ocorridos no ano de 1998 mostram que, ao se depararem com crises externas, Israel e Chile sofreram seus efeitos de uma forma muito mais intensa, justamente por causa da ambigüidade reinante em suas políticas internas. Suas perdas de reservas, quedas no PIB, aumentos na taxa de juros e aumentos da inflação provam isso.

---

<sup>27</sup> Até países em desenvolvimento optaram por somente estabelecer metas para a taxa de inflação, como é o caso do México. Ver: Leiderman (1999).



Pela percepção geral de que suas políticas cambiais poderiam não ser sustentadas, o ataque a esses países foi ainda maior. As defesas de suas taxas de câmbio e de inflação foram muito custosas para os países. Supõe-se que se não houvesse comprometimento com a manutenção da meta para o câmbio, os agentes teriam uma percepção mais clara da real situação dos países e os ataques seriam menos intensos, bem como seriam também menores as flutuações geradas pela crise e os custos dela decorrentes.

Mas, deve ser ressaltado que, ao longo do tempo, Israel e Chile têm dado sinais de que estão estabelecendo uma prioridade dentro de suas políticas econômicas. Ambos têm indicado que a taxa de câmbio se tornou um objetivo secundário da política econômica, enquanto que a meta para a inflação virou a prioridade. Um bom exemplo disso é o fato de que a orientação das bandas cambiais, em ambos os países, é influenciada diretamente pela meta de inflação. Ao mostrar que a evolução da taxa de câmbio dependerá da meta estabelecida para a inflação, o Banco Central sinaliza que tem uma prioridade e pode, por causa disso, ver sua credibilidade afetada positivamente.

Também é importante ressaltar que as políticas cambiais dos países têm se flexibilizado ao longo do tempo. Quanto mais flexíveis forem essas políticas, menos conflitante será o seu relacionamento com a meta de inflação. A tendência é que a flexibilização leve a extinção da meta cambial.

Como último ponto, a forma com que agiram os bancos centrais frente às crises, gerou substanciais ganhos de credibilidade para os países. A pronta e enérgica resposta, mesmo que trazendo custos, aos ataques, reafirmou o compromisso dos países com suas metas de inflação, o que trouxe mais credibilidade e força para eles.

Conclui-se, então, que o estabelecimento de metas para outra variável nominal (nos casos estudados, a taxa de câmbio), além da inflação, de fato faz com que a política de um país seja vista como ambígua, sofra restrições de credibilidade e com isso fique mais vulnerável e com menos instrumentos disponíveis para enfrentar crises.

As possibilidades de fracasso das metas inflacionárias serão maiores quanto maiores forem os compromissos com alguma outra variável nominal. Pelo menos nos casos estudados, foi mostrado que é possível obter sucesso mesmo na presença de ambas as metas, mas que os custos advindos disso podem ser muitos grandes. Ao longo do tempo eles tiveram suas políticas se ajustando no sentido de fazer com que esse conflito seja cada vez menor. Mas embora isso de fato torne os custos deste conflito menores, os países ainda não conseguiram eliminar o conflito, o que ainda pode fazer com que dificuldades sejam agravadas por ele.

Como foi visto, a coexistência de metas é possível, mas não é desejável, pois os choques e crises acabam sendo agravados. Nesse contexto, mais cedo ou mais tarde os países podem ser forçados a abdicarem de alguma das metas.<sup>28</sup>

---

<sup>28</sup> Como foi o caso do México, que após uma crise adotou o câmbio flexível e passou a ter apenas metas para a inflação.

## VI. BIBLIOGRAFIA

BANCO CENTRAL DE ISRAEL. "Annual Report 1998". 1998.

BANCO CENTRAL DO CHILE. "Annual Report 1998". 1998.

BANCO CENTRAL DO CHILE. "Evolución de la Economía en 1999 Y Perspectivas para el 2000". BANCO CENTRAL DO CHILE. 1999.

BERG, Claes. "Inflation Forecast Targeting: the Swedish Experience". Paper preparado para o seminário do BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB) e FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL (FMI): "Inflation Targeting Seminar". 1999.

CARSTENS, Augustin G. e WERNER, Alejandro M. "Mexico's Monetary Policy under a Floating Exchange Rate Regime". BCB e FMI: "Inflation Targeting Seminar". 1999.

DEBELLE, Guy; MASSON, Paul; SAVASTANO, Miguel e SHARMA, Sunil. "Inflation Targeting as a Framework for Monetary Policy". IMF Economic Issues No. 15. 1998.

DORNBUSH, Rudiger. "Exchange Rates and Inflation". Segunda Edição. Massachusetts Institute of Technology. 1988.

DORNBUSH, Rudiger e FISCHER, Stanley. "Macroeconomia". Quinta Edição. McGraw – Hill. 1981.

FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL. "Chile: Selected Issues". IMF Country Report N° 99/15. 1999.

FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL. "Israel: Selected Issues and Statistical Appendix". IMF Country Report N° 99/40. 1999.

FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL. "The Scope for Inflation Targeting in Developing Countries". IMF Working Paper WP/97/130. 1997.

GOODFRIEND, Marvin. "Maintaining Low Inflation: Rationale and Reality". BCB e FMI: "Inflation Targeting Seminar". 1999.

LEIDERMAN, Leonardo e BUFMAN, Gil. "Inflation Targeting Under a Crawling Band Exchange Rate Regime: Lessons from Israel". BCB e FMI: "Inflation Targeting Seminar". 1999.

MISHKIN, Frederic S. e POSEN, Adam S. "Inflation Targeting: Lessons from four Countries", em "Special Issue on Inflation Targeting". Federal reserve Bank of New York. 1997.

PARRADO, Erick. "Inflation Targeting and Exchange Rates Rules in an Open Economy". Lacea Seminar. 1999.

ROITER, Carolina Lopes Pontes. “Taxas de Câmbio no Período pós-Real: Evolução e Trajetória Futura”. Monografia. Departamento de Economia PUC-RJ, 1998.

SCHUCH, Guilherme Arizio. “O Mercado de Câmbio Brasileiro: uma Abordagem Operacional e Análise da Política Cambial Recente como Instrumento de Política Econômica”. Monografia. Departamento de Economia PUC-RJ, 1999.

SCHMIDT-HEBBEL, Klaus e MORANDÉ, Felipe. "The Scope for Inflation Targeting in Emerging Market Economies". BCB e FMI: "Inflation Targeting Seminar". 1999.

"INTERNET". Diversas Páginas, incluindo: FMI (<http://www.imf.org>); NBER (<http://www.nber.org>); Banco Mundial (<http://www.worldbank.org>); Banco Central do Brasil (<http://www.bacen.gov.br>); Banco Central do Chile (<http://www.bcentral.cl/>); Instituto Nacional de Estatísticas do Chile (<http://www.ine.cl/>); Banco Central de Israel (<http://www.bankisrael.gov.il/firsteng.htm>); Bureau Central de Estatísticas de Israel (<http://www.cbs.gov.il/engindex.htm>); LACEA: (<http://www.dii.uchile.cl/lacea99>).