

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

INFLATION TARGETING

Mariana Miguel dos Santos
Nº de matrícula: 9614544

Orientador: Ilan Goldfajn

Dezembro de 1999

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

INFLATION TARGETING

Mariana Miguel dos Santos
Nº de matrícula: 9614544

Orientador: Ilan Goldfajn

Dezembro de 1999

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

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

Aos meus pais e a minha irmã com carinho

ÍNDICE

I. INTRODUÇÃO.....	6
II. O REGIME DE INFLATION TARGETING: CONCEITOS E DEFINIÇÕES...9	
III. AS EXPERIÊNCIAS ANTERIORES.....16	
III.1 A NOVA ZELÂNDIA.....	16
III.2 O CANADÁ.....	26
III.3 A INGLATERRA.....	37
III.4 A SUÉCIA.....	47
III.5 O ISRAEL.....	56
IV. A EXPERIÊNCIA BRASILEIRA.....65	
V. ANÁLISE COMPARATIVA.....75	
VI. CONCLUSÕES.....79	
VII. BIBLIOGRAFIA.....82	

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Índice de Preços ao Consumidor.....	84
Gráfico 2 - Taxas de Juros Nominais.....	85
Gráfico 3 - Taxas de Juros Reais.....	86
Gráfico 4 - Taxas de Câmbio Nominais.....	87
Gráfico 5 - Taxas de Câmbio Reais.....	88
Gráfico 6 - PIB Real.....	89

ÍNDICE DE TABELAS

Tabela 1 - Índice de Preços ao Consumidor.....	90
Tabela 2 - Taxas de Juros Nominais.....	92
Tabela 3 - Taxas de Juros Reais.....	94
Tabela 4 - Taxas de Câmbio Nominais.....	96
Tabela 5 - Taxas de Câmbio Reais.....	98
Tabela 6 - Déficit Fiscal/PIB Nominal.....	100

I- INTRODUÇÃO

O objetivo deste trabalho é analisar a introdução do *Inflation Targeting* como principal instrumento de política monetária no Brasil, fazendo uma comparação da conjuntura macroeconômica brasileira, quando da implementação desta sistemática, com a de alguns dos demais países que já adotaram esse instrumento em suas economias (Nova Zelândia, Canadá, Inglaterra, Suécia e Israel).

A relevância do estudo do regime de *Inflation Targeting* decorre do consenso crescente entre economistas e bancos centrais, desde 1980, com relação à importância da estabilidade e manutenção do nível de preços como objetivo principal de longo prazo. A fim de alcançar este objetivo começou a ganhar importância a adoção, pelo banco central, de uma estratégia de política monetária que antecipasse quaisquer pressões inflacionárias futuras.

Os avanços tecnológicos favoreceram o surgimento de inovações financeiras as quais levaram a uma mudança no comportamento de diversas variáveis macroeconômicas. A relação entre agregados monetários e renda nominal, largamente utilizada por diversos países como um guia de política monetária, se tornou instável.

Outros países, os quais utilizaram a taxa de câmbio como âncora nominal para a política monetária, também tiveram dificuldades em manter este regime. A grande mobilidade de capital internacional decorrente da melhoria do sistema de telecomunicações e do excesso de liquidez levaram à ataques especulativos sistemáticos contra as moedas. Essa perda de confiança na condução da política monetária por parte dos países afetados fez com que procurassem uma âncora nominal alternativa, levando estes a adotarem o *Inflation Targeting* como regime de política monetária.

O segundo capítulo deste trabalho consistirá de uma definição do que significa o regime de *Inflation Targeting* assim como a razão de sua importância para a estabilização de preços de longo prazo de uma economia.

O terceiro capítulo terá cinco subseções as quais corresponderão, respectivamente, às análises das conjunturas macroeconômicas nas quais os cinco países descritos acima (Nova Zelândia, Canadá, Inglaterra, Suécia e Israel) se encontravam nos dois primeiros anos após a adoção do *Inflation Targeting*, além da análise dos aspectos operacionais do regime para cada um destes países.

O quarto capítulo constará de uma análise da situação da economia brasileira quando foi adotado o *Inflation Targeting* verificando os aspectos mais relevantes do regime.

O quinto capítulo constará de uma análise comparativa com relação aos diferentes indicadores econômicos presentes nos seis países, tais como: taxa de câmbio, inflação, juros, déficit público, desemprego, etc.

O sexto capítulo será a conclusão que tentará buscar um paralelo entre a experiência brasileira e o que foi estudado para os demais países analisados.

II- O REGIME DE INFLATION TARGETING: CONCEITOS E DEFINIÇÕES¹

A razão fundamental do desejo de estabilizar preços em uma economia é resultante do prejuízo que a instabilidade de preços traz ao desenvolvimento econômico e social de uma nação. Estabilidade de preços por definição é quando o nível de preços em uma economia permanece constante, ou seja, quando os agentes econômicos não esperam que haja uma variação no nível geral de preço quando tomam suas decisões econômicas. A estabilidade reduz a incerteza dos agentes econômicos e das decisões de investimento, desestimula as saídas de capital, previne contra redistribuições arbitrárias de renda e promove o crescimento sustentável, facilitando assim o ajuste do sistema. Dado que as medidas monetárias afetam a inflação com uma certa defasagem, o banco

¹ Esta subseção baseia-se em: Debelle, G. Masson, P. Savastano, M. e Sharma. S. “Inflation Targeting as a Framework for Monetary Policy Inflation Targeting”; Masson, P. Savastano, M. e Sharma S. “The Scope for Inflation Target in Developing Countries”.

central somente pode controlá-las indiretamente. No entanto, pode ter metas intermediárias que o ajudem a alcançar seu objetivo de longo prazo que é estabilidade e manutenção do nível de preços. A maioria dos países buscam taxas de inflação próximas a zero devido ao reconhecimento de que é tecnicamente difícil medir a inflação com total precisão.

Além, disto, a deflação tem efeitos adversos substanciais sobre a atividade econômica real deprimindo o consumo presente em favor do consumo futuro gerando assim recessão e prejudicando o setor financeiro pois fornece incentivos errados para as decisões de investimento. Em muitos momentos as economias são afetadas por choques. Dada uma política monetária crível, conter totalmente os efeitos diretos de choques não é necessariamente desejável se seus impactos sobre a inflação forem apenas transitórios. Essas medidas de contenção, sintonia fina, podem desestabilizar a atividade econômica real; somente choques que tenham efeitos permanentes sobre o nível de preços e sobre a demanda agregada e, conseqüentemente afetem as expectativas de inflação, é que devem ser amortizados.

Variações na política monetária geram instabilidade nas variáveis reais tais como o produto, o emprego e a taxa de câmbio real. No entanto, com o alinhamento gradual da política monetária e um horizonte de tempo relativamente longo é possível alcançar uma certa estabilidade destas variáveis reais através, por exemplo, da utilização do regime de *Inflation Targeting* o qual veremos a seguir com mais detalhes.

O regime de *Inflation Targeting* é um mecanismo de combate à inflação, caracterizado pela fixação de uma meta de inflação pelo banco central em lugar do controle dos agregados monetários. A meta inflacionária fornece ao país uma âncora

nominal para sua política monetária e, através dela, se estabelece uma espécie de contrato de longo prazo entre as autoridades econômicas e o setor privado para o alcance e a manutenção da estabilidade de preços.

Após a fixação desta meta, cabe ao banco central comparar as projeções realizadas para o índice de preço escolhido como variável de meta (esta projeção é feita através da determinação conjunta de todas as variáveis correlacionadas com a taxa de inflação como, por exemplo, agregados monetários, base monetária ampliada, crescimento do comércio mundial, inflação no exterior, juros, juros no exterior, inflação da moeda de referência, política de crédito, etc.) e calibrar todos os instrumentos à sua disposição tais como juros, câmbio, crédito e redesconto a fim de perseguir esta meta.

O índice de preços utilizado como meta deve ser conhecido e confiável além de divulgado regularmente; deve-se também estabelecer o intervalo de tolerância para a meta (neste caso se deve determinar um valor central) ou um ponto fixo, assim como o período da meta e as situações nas quais as metas serão alteradas.

Uma das vantagens do regime de *Inflation Targeting* é não estar sujeito a flutuações na velocidade de circulação da moeda como ocorre no caso de uma âncora monetária onde as relações entre o agregado monetário definido pelo banco central e o nível de preços devem ser estáveis. Com relação à âncora cambial, o regime de *Inflation Targeting* é superior na medida que a âncora cambial é eficaz na redução das expectativas inflacionárias mas, no entanto, qualquer movimento realizado pelo banco central que o afaste da estabilidade de preços é prontamente respondido por variações na taxa de câmbio. Além disto, a âncora cambial não permite flexibilidade na condução da política monetária e há riscos de ocorrerem ataques especulativos contra a moeda.

Entretanto, o regime de *Inflation Targeting* não é composto apenas de aspectos positivos, existindo algumas desvantagens tais como:

- Como resultado da incerteza dos efeitos da política monetária sobre a inflação, as autoridades monetárias não conseguem controlar facilmente sendo mais difícil atingir às metas inflacionárias com precisão do que fixar a taxa de câmbio ou atingir uma meta monetária agregada.
- Devido à grande defasagem dos efeitos da política monetária sobre a inflação, é necessário decorrer bastante tempo para que um país possa avaliar o sucesso da política monetária em alcançar a meta.
- Se as metas forem rigidamente interpretadas isto pode levar à uma maior variabilidade do produto. Por exemplo um choque de oferta negativo que leve a um aumento da inflação e queda do produto, induziria a uma política monetária mais apertada para atingir as metas, reduzindo ainda mais o produto.

A desvantagem potencial do regime de *Inflation Targeting* que ignora a estabilidade do produto levou alguns economistas a defender o uso da meta de crescimento nominal da renda, pois esta tem várias características similares ao regime de *Inflation Targeting*. Do lado positivo, evita os problemas da velocidade de choques e o problema da inconsistência temporal que permite um país manter uma política monetária independente e, além disto, atribui algum peso sobre o produto real objetivado. Do lado negativo, a renda nominal não é facilmente controlada pelas autoridades monetárias. Além disto, a meta de um produto nominal força o banco central ou o governo a anunciar o número para o crescimento potencial do produto. Isto é bastante problemático pois estimativas do crescimento potencial do produto estão

longe de serem precisas e mudam a todo momento, podendo indicar uma certeza que as autoridades monetárias não tenham, levando erradamente à crença por parte dos agentes econômicos de que esta estimativa é uma meta fixa. Isto também pode ser complicado pelo lado político, pois os agentes econômicos podem pensar que as autoridades monetárias querem, por exemplo, um baixo crescimento para o produto afirmando que o banco central é contra o crescimento quando na verdade o que ocorre é o oposto, ou seja, a baixa inflação é que promove crescimento para a economia. Por outro lado, se é estimado um alto crescimento do produto potencial isso passa a fazer parte das expectativas dos agentes econômicos ocorrendo um viés de alta para a inflação; além disto, o conceito de renda nominal não é bem entendido pelo público em geral, fazendo com que este conceito se torne menos transparente que o *Inflation Targeting*.

Outro ponto importante a se observar é que no momento que o banco central decide instituir o regime de *Inflation Targeting* a taxa de câmbio passa a não ser mais defendida (câmbio flexível), pois o compromisso passa a ser seguir uma meta de inflação apesar de sabermos que as medidas adotadas para atingir as metas acabam por afetar o câmbio. Quando a previsão da inflação excede a meta, por exemplo, a política monetária é apertada levando a uma valorização cambial a qual diminui as pressões inflacionárias permitindo o alcance da meta.

A adoção do regime de *Inflation Targeting* pelo banco central fez com que este aumentasse sua transparência com relação aos agentes econômicos os quais passam a ter um melhor entendimento das intenções do banco central; estas passam a servir como um ponto de referência através do qual o banco central possa vir a ser julgado.

Transparência e suporte político são requisitos essenciais para que se atinja a credibilidade, ponto fundamental neste tipo de política monetária. A credibilidade serve como instrumento de coordenação no processo de determinação de preços e salários e de formulação das expectativas de inflação dos agentes econômicos. No momento em que os objetivos passam a ser expressos com precisão numérica e os responsáveis possuem data marcada para se explicarem, a política monetária passa a contar com as condições necessárias para a credibilidade. Além disto, o regime de *Inflation Targeting* é facilmente entendido pelo público se comparado com os outros regimes sendo isto apenas mais um fator que aumenta a transparência da política monetária perante aos agentes econômicos auxiliando na redução de suas expectativas de inflação.

Para alcançar transparência e credibilidade junto aos agentes econômicos com relação aos modelos utilizados para a obtenção das metas, as economias fazem uso de publicações regulares de informes econômicos como, por exemplo, o *Inflation Report*; este serve como instrumento para julgar as projeções futuras. Além disto, não podemos esquecer que se faz necessária a determinação dos modelos que serão utilizados para a realização das projeções devendo estes serem os mais simples possíveis e procurando sempre sinalizar qual o modelo preferido pelas autoridades monetárias para servir de base de projeção mostrando, assim, o seu comprometimento com a meta.

Outro ponto a ser destacado é a maior flexibilidade decorrente deste regime dando ao banco central uma maior possibilidade de se desviar temporariamente de seus compromissos de longo prazo, em caso de choques que afetem a atividade econômica, não trazendo prejuízos a sua credibilidade. Este regime trouxe também o aperfeiçoamento das regras institucionais para o banco central definindo melhor suas funções além de lhe conceder maior independência, responsabilidade e necessidade de

se abstrair totalmente de qualquer consequência fiscal que resulte da perseguição de sua política

III- AS EXPERIÊNCIAS ANTERIORES

III.1- A NOVA ZELÂNDIA²

A Nova Zelândia foi o primeiro país a adotar o *Inflation Targeting*. Sua adoção em Março de 1990 ocorreu após uma grande reforma econômica que se iniciou pelo governo eleito em 1984 havendo, inicialmente, uma desvalorização de 20% da taxa de câmbio, passando, em 1985, a um regime de taxa flutuante. A taxa de inflação acumulada de 1974 a 1988 inclusive, era de 480%, sendo a inflação elevada uma das principais razões para a adoção do regime de *Inflation Targeting*. O progresso da contenção da inflação era lento, provavelmente, devido a uma consequência dos resquícios de um grande déficit fiscal que surgiu nos anos 80, fazendo com que as pressões inflacionárias afetassem a estabilidade de preços.

² Esta subseção baseia-se em: Bernanke, B. S. Laubach, T. Mishkin, F. S. e Posen, A. S. "Inflation Targeting: Lessons from Internacional Experience"; McDonough, W. J. Mishkin, F. S. e Posen, A.S. "Federal Reserve Bank of New York's". Economic Policy Review, number 3, August 1997; Sherwin, M. "Strategic Choices in Inflation Targeting: The New Zealand Experience". IMF & Central Bank of Brazil Conference, Rio de Janeiro 3-5 May, 1999.

Os principais aspectos do *Inflation Targeting* na Nova Zelândia foram:

- A adoção do *Inflation Targeting* seguiu uma legislação que estabelecia um *Policy Trade Agreement* (PTA) entre o ministro das finanças e o presidente do banco central os quais, conjuntamente, eram os responsáveis pela determinação das metas numéricas específicas de inflação. O *Inflation Targeting* foi adotado apenas quando um processo de deflação já havia sido praticamente completado com êxito.
- O índice de preço utilizado pelo *Inflation Targeting* foi o IPC expurgado. Este foi construído para excluir a primeira onda de efeitos dos choques de oferta além dos primeiros impactos do movimento nos termos de troca, variações nos preços das commodities, energia, taxas indiretas, e efeitos de variações das taxas de juros sobre o custo de vida.
- A mesma entidade responsável pelo atingimento das metas (banco central), também define e mede a variável de meta. No entanto, a variável de meta de longo prazo é determinada por uma agência separada (*Statistic New Zealand*).
- Apesar de o regime de *Inflation Targeting* na Nova Zelândia ser o mais cheio de regras, este permite que o banco central tenha uma certa flexibilidade ao responder as flutuações nas variáveis que não apenas a inflação mais também, por exemplo, o desemprego e o PIB real.
- A responsabilidade do banco central é um dos pontos chaves do regime, pois o presidente do banco central pode vir a ser demitido pelo governo caso a meta não seja alcançada.

- O *Inflation Targeting* é determinado por um intervalo com ponto médio acima de zero e não por um ponto de meta específico.
- A lealdade a um intervalo de meta estreito e o pequeno horizonte (1 ano) para o atingimento da meta resultaram em dois problemas para o governo da Nova Zelândia.

Problema de Controle: Dificuldade em manter a inflação dentro deste intervalo de meta estreito.

Problema de Instabilidade de Instrumento: Grandes flutuações na taxa de câmbio, taxa de juros e outros instrumentos de política monetária.

A Adoção do regime de *Inflation Targeting* na Nova Zelândia

O banco central através da Ação de 1989 seria o responsável pela formulação e implementação da política monetária direcionada ao objetivo econômico de alcançar e manter a estabilidade do nível geral de preços. A Ação inseriu no estatuto a necessidade de uma âncora nominal visível que era o *Inflation Targeting*.

O primeiro PTA assinado pelo ministro das finanças e o presidente do banco central especificava metas numéricas para a inflação e as datas nas quais estas deveriam ser alcançadas, facilitando o controle da performance do banco central com relação ao alcance das metas.

A maior parte dos aspectos operacionais do *Inflation Targeting* foram governados pelos PTA, pois estes acordos e as metas que foram estabelecidas por eles,

representavam a única implementação legal da Ação de 1989 do banco central da Nova Zelândia.

O objetivo de fixar maneiras formais e legais para introduzir flexibilidade à condução da política monetária foi devido a crença de que minimizando as incertezas das pessoas com relação à política monetária menores seriam as ameaças à estabilidade de preços. A escolha desta forma de condução de política monetária possibilitou anúncios frequentes de variações na política monetária e nos horizontes de tempo (necessitando de detalhada explicação legal), apesar de resultar em custos reais com relação à transparência ao público em geral. Com relação a flexibilidade, o banco central deveria balancear as restrições restantes indispensáveis à credibilidade com as realidades da economia mundial.

Aspectos Operacionais

Inicialmente, a meta de estabilidade de preço foi definida como uma taxa de inflação anual medida entre 0% e 2%. O intervalo seria realmente levado a sério mas não havia nenhuma ênfase especial no ponto médio. Na prática, devido a pequena largura do intervalo, o público tendeu a focar no valor de 2% do teto do intervalo da meta ao invés do valor de 1% do ponto médio ou 0% do piso. O índice utilizado para a medição da taxa de inflação foi o IPC expurgado, como já mencionado anteriormente, sendo divulgado regularmente junto com o IPC. No entanto, o IPC expurgado não é definido como uma série contínua mas sim uma série cuja composição em intervalos irregulares levou muitas vezes a confusões .

Cada PTA incluía uma lista de choques nos quais o banco central seria chamado a agir de forma a evitar o surgimento de uma pressão inflacionária, ou seja, os PTAS possuíam cláusulas de escape para acomodar a primeira onda de efeitos adversos que pressionassem os preços não permitindo que esses efeitos fossem passados adiante numa segunda onda. Esses choques são:

- Variações na taxas de juros, as quais causariam uma divergência significativa entre o IPC e o IPC expurgado.
- Variações significativas nos termos de troca decorrentes do aumentos ou diminuições dos preços de importação e/ou exportação.
- Aumentos e/ou diminuições nas taxações de bens e serviços ou variações significativas em outras taxas indiretas.
- Crise econômica induzida por fatores tais como um desastre natural ou epidemia, que pudessem ter um impacto significativo sobre o nível de preços.
- Impactos significativos no nível de preços advindos de mudanças de governo ou imposições de autoridades locais.

É importante observar que a cláusula de desastre natural nunca foi invocada, e a cláusula de termos de troca foi aplicada de forma discricionária pelos PTAS; (em 1990 e 1991 as variações no preço do petróleo foram excluídas do cálculo do IPC expurgado). Além disso, o banco central excluía o efeito da variação das taxas de juros sobre hipotecas e créditos assim como excluía efeitos diretos de variações nas taxas indiretas e de cobranças do governo ou autoridades locais quando o impacto destas sobre o IPC

fossem julgadas significativas. Neste caso, o banco central somente responderia àquelas variações de taxas que fossem claramente dirigidas por decisões políticas.

Uma das desvantagens do uso de cláusulas de escape para ajustes na definição da meta de inflação, que indica quais choques deveriam ser acomodados em oposição a explicar diretamente ao público a razão de utilizar uma determinada política de ação, é que isto reduz a transparência e a credibilidade da política monetária. Dado que é o próprio banco central que decide se um determinado choque tem ou não um impacto significativo sobre o nível de preço, e o resto dos agentes econômicos não podem reproduzir o que o banco central fará, uma parte importante da decisão política se torna obscura.

Outro aspecto a ser esclarecido é a ausência de múltiplos objetivos a serem alcançados pelo banco central; a estabilidade de preços era o único objetivo e apenas os choques de oferta eram vistos como razão potencial para desvios em relação a estabilidade de preço. As razões dadas para o defesa desta visão estreita eram:

- A política monetária só afetaria a inflação no longo prazo.
- Sendo a política monetária apenas um instrumento, ela somente pode lidar com uma meta de curto prazo de cada vez.
- Objetivos múltiplos permitem variações de políticas que podem reduzir a credibilidade e aumentar as expectativas inflacionárias.
- Desejar que o banco central coopere com o governo em seus objetivos (estabilidade do nível de emprego, ...), comprometeria sua autonomia.

- Objetivos múltiplos reduzem a transparência e a responsabilidade do banco central dado que uma má performance pode ser atribuída à perseguição de outros objetivos; as cláusulas de escape são as únicas exceções permitindo uma maior flexibilidade da política monetária de curto prazo que acomoda outras metas além da estabilidade de preço de longo prazo.

O PTA inicial assinado em Março de 1990, estabelecia o atingimento de uma inflação entre 0% e 2% no final de 1992 e a manutenção da estabilidade de preço para frente. Dado que os custos de velocidade de ajustamento do produto e do emprego eram altos, o novo governo eleito em outubro de 1990, postergou a data da meta por 1 ano.

É fácil observar que o banco central da Nova Zelândia sob a Ação 1989, foi feito para operar como um banco orientado por diversas regras. Desde o primeiro PTA, o banco central enfatizou que havia uma ligação entre a economia real e a política monetária de curto prazo e que a determinação da velocidade de deflação era uma escolha do governo e não do banco central. Além disto, o banco central deu pequeno peso aos desenvolvimentos dos agregados monetários e de crédito, reiterando que desde o início das reformas em 1985, é difícil estabelecer qualquer ligação informativa entre esses agregados e a inflação. Para a construção das previsões de inflação, o banco central observou o comportamento da taxa de juros assim como o da taxa de câmbio. A inflação foi escolhida como meta porque era a âncora nominal mais prática disponível na Nova Zelândia naquele momento.

A sessão 15, da Ação do banco central da Nova Zelândia de 1989 estabeleceu que o banco central deveria produzir pelo menos a cada 6 meses uma declaração de política monetária que resumisse a política monetária dos 6 meses anteriores e, projetasse a que

seria implementada nos próximos 6 meses consistentemente com o objetivo de inflação almejado pelo banco central. Essa declaração semi anual deveria ser publicada e submetida ao parlamento podendo ser discutida por um comitê parlamentar selecionado. A meta de inflação era estabelecida pelo governo, sendo o banco central responsável por atingí-la. O banco central era o agente e não o principal, devendo regularmente prestar contas ao governo, ou seja, tendo menos poder discricionário. O governo, ao invés do poder das explicações do banco central ao público, era a fonte da flexibilidade. No entanto, a partir de 1992 já era questionada uma maior autonomia ao banco central, pois era visto que se este tivesse maior liberdade para determinar os instrumentos de política monetária e fosse o único responsável por manter a estabilidade de preço sem ser incentivado a seguir outras metas, maior seria a transparência da política monetária e sua responsabilidade por atingir as metas (antes podia facilmente explicar o desvio de uma determinada meta se referindo a um outro objetivo perseguido).

Além dos relatórios semi anuais, havia também a publicação de um relatório de inflação trimestral, desde 1990.

Como foram os primeiros 2 anos de *Inflation Targeting* na Nova Zelândia?

Este período foi caracterizado por queda da inflação e fraca performance da economia real. As taxas de juros que inicialmente eram bem altas diminuiriam rapidamente, havendo uma depreciação gradual da taxa de câmbio e desemprego crescente juntamente com um crescimento negativo do PIB. O PTA assinado em Março de 1990, estipulava que a estabilidade de preço era definida como uma inflação anual dentro do intervalo de 0% a 2% que seria atingido em Dezembro de 1992. O PTA

também estabelecia que cada declaração de política monetária divulgada pelo banco central deve conter um nível projetado de inflação para os próximos 5 anos. A primeira declaração de política monetária realizada em abril de 1990, especificava um intervalo de 3% a 5% que deveria ser alcançado em dezembro de 1990, um intervalo de 1.5% a 3.5% que deveria ser alcançado em dezembro de 1991, um intervalo de 0% a 2% que deveria ser alcançado em 1992, e assim por diante. Essas projeções eram baseadas na crença que o banco central possuía de que a economia brasileira se recuperaria, durante a década de 90, da recessão de 1988. No entanto, ocorreram dois eventos inesperados: o choque do petróleo devido a invasão do Kuwait pelo Iraque e a contínua fraqueza da economia da Nova Zelândia. Como resultado, em agosto de 1990 o banco central apertou a política monetária em resposta ao desvio fiscal evidente no orçamento de Julho. Em outubro de 1990, foi anunciado que o intervalo de meta a ser atingido em dezembro de 1990 seria aplicado ao IPC desconsiderando o preço do petróleo.

Em dezembro de 1990, o novo governo eleito assinou junto com o banco central um novo PTA, estendendo o processo de deflação por 1 ano. Isso se deu devido a percepção de que um rápido processo de deflação tinha se mostrado demasiadamente custoso em termos reais. Em fevereiro de 1991, a Declaração de Política Monetária especificou um novo intervalo de meta de inflação: de 2.5% a 4.5% para dezembro de 1991, de 1.5% a 3.5% para dezembro de 1992 e de 0% a 2% para dezembro de 1993. Em novembro de 1991, o banco central começou a permitir que a taxa de juros de 90 dias diminuísse como resposta às expectativas de inflação menores que às esperadas, atribuídas aos modestos efeitos relativos que o aumento do preço do petróleo causou, além do fraco crescimento doméstico. Em janeiro de 1991, a taxa de juros de 90 dias reduziu para menos que 11.5% em contraste com 14.6% em agosto de 1990. Em agosto

de 1991, o banco central se surpreendeu com a rapidez de queda da inflação. O crescimento do salário era pequeno, o custo por unidade de trabalho permaneceu praticamente constante e a taxa de câmbio ficou estável além da queda nos preços de importação resultantes da recessão na qual muitas das maiores economias se encontravam. Em fevereiro de 1991, a Declaração de Política Monetária esperava que o IPC estivesse abaixo de 2.6% em junho de 1991 e era esperado estar abaixo de 2.5% no fim do ano.

Em outubro de 1991, o banco central resolveu afrouxar a política monetária rapidamente pois ficou evidente que sem essa ação o IPC expurgado para 1992 ficaria abaixo do intervalo estabelecido que era de 1.5% a 3.5%. Para isso, permitiu que a taxa de juros de 90 dias reduziria para 8.8% nos próximos 3 meses além de depreciar a taxa de câmbio rapidamente. Em dezembro de 1991, tanto o IPC quanto o IPC expurgado estavam abaixo de 1% e 1.7%, respectivamente. A contração no produto doméstico impactou nas pressões de inflação numa extensão maior que a esperada, além dos preços mundiais estarem baixos. O banco central também esperava que o IPC expurgado chegasse a 3% no início de 1993 e então diminuísse para 1.2% no final de 1993.

III.2- O CANADÁ³

O Canadá foi o segundo país após a Nova Zelândia a adotar o regime de *Inflation Targeting*. Este foi adotado em fevereiro de 1991, devido a insatisfação entre os governantes com relação a performance da economia canadense, particularmente com relação a inflação. No entanto, este regime não surgiu de um mandato legislativo como ocorreu na Nova Zelândia mas, foi desenvolvido gradualmente e informalmente adquirindo qualidade oficial com o passar do tempo, passando a ser juntamente determinado e anunciado pelo ministro das finanças e o presidente do banco central.

Os principais aspectos do *Inflation Targeting* no Canadá foram:

- *Inflation Targeting* foi adotado após um processo bem sucedido de redução do nível inflação (assim como na Nova Zelândia).
- A adoção deste regime não foi resultado de uma legislação formal como explicitado anteriormente. As metas foram determinadas e anunciadas juntamente pelo ministro das finanças e o presidente do banco central, sendo este último o responsável por atingir às metas de inflação apesar de não existirem sanções explícitas caso estas não fossem atingidas.

³ Esta subseção baseia-se em: Bernanke, B. S. Laubach, T. Mishkin, F. S. e Posen, A. S. "Inflation Targeting: Lessons from Internacional Experience"; McDonough, W. J. Mishkin, F. S. e Posen, A.S. "Federal Reserve Bank of New York's". Economic Policy Review, number 3, August 1997; Longworth, D. "The Canadian Monetary Transmission Mechanism and Inflation Projections". Bank of Canada.

- Existe uma clara separação com relação à entidade que mede a variável de inflação de meta (*Canada Statistics*), e a entidade responsável por atingir a performance passada (banco central).
- IPC foi escolhido como variável de meta apesar do IPC expurgado ser também utilizado para acessar a trajetória de inflação.
- O *Inflation Targeting* foi escolhido como um intervalo de ponto médio 2%, ao invés de um ponto de meta, com uma ênfase maior nas bandas do que no ponto médio. As metas inflacionárias de médio prazo foram construídas a fim de convergir gradualmente para as metas de longo prazo (assim como na Nova Zelândia).
- O regime é flexível na prática, considerando o crescimento do produto real e suas flutuações na condução de política monetária. O *Inflation Targeting* é visto como uma forma de atenuar as flutuações cíclicas da atividade econômica.
- A prestação de contas é uma característica central do regime de *Inflation Targeting*; no entanto, o banco central dá uma maior explicação de suas ações ao público em geral do que ao governo. Além disto, tem grande compromisso com a transparência e com a comunicação da sua estratégia de política monetária ao público.
- Como um complemento ao *Inflation Targeting* o banco central utiliza o MCI (*Monetary Conditions Index*), que é uma média ponderada da taxa de câmbio e da taxa de juros de curto prazo, como uma meta operacional de curto prazo.

A Adoção do regime de *Inflation Targeting* no Canadá

Uma campanha de 3 anos de duração feita pelo banco central para obter estabilidade de preços como um objetivo de política monetária de longo prazo, precedeu a adoção do regime de *Inflation Targeting* no Canadá. Em 26 de fevereiro de 1991 foram anunciadas metas formais para reduzir a inflação e alcançar uma estabilidade de preços até o final de 1995. Essa declaração foi feita juntamente pelo ministro das finanças, Michael Wilson e o presidente do banco central, John Crown.

Em março de 1991, o banco central publicou o seu *Annual Report* que remarcava a estabilidade de preços como a principal meta de política monetária. O regime de *Inflation Targeting* foi taticamente adotado para reduzir as expectativas dos agentes econômicos a fim de que as metas estabelecidas pela política monetária fossem alcançadas.

A escolha do mês de fevereiro de 1991 para formalizar o compromisso com a estabilidade de preços decorre do fato de o IPC ano/ano ter se reduzido para 4.2% no quarto trimestre de 1990 contra 5.5% em 1989, e as pressões de excesso de demanda que puxavam os preços para cima durante o período de 1987 a 1989 estarem cedendo durante o ano de 1990. O crescimento econômico canadense estava no vale cíclico e devido a desaceleração econômica, o Canadá entrou em uma grande recessão em 1990. Todos esses fatores juntos contribuíram para que as metas de inflação iniciais tivessem uma maior chance de serem alcançadas.

Outro aspecto importante a se levar em conta na análise desta data como sendo apropriada para a adoção do regime foi o fato de estar sendo construído um grande prêmio de risco nas taxas de juros de longo prazo da economia canadense devido aos

grandes déficits do governo e externo, incerteza política e problema de credibilidade com relação a política monetária após duas décadas de inflação. Além disto, havia preocupações com choques futuros sobre o nível de preços incluindo a possibilidade de um aumento no preço do petróleo.

O período de fevereiro de 1991 foi marcado por incertezas dos agentes econômicos com relação a inflação. Uma das principais metas de curto prazo do banco central era evitar um aumento espiral nas expectativas de inflação devido a esses choques.

A primeira meta de inflação foi estabelecida para 22 meses após o anúncio da adoção do regime de *Inflation Targeting* devido a defasagem de seis a oito trimestres que levaria para que a política monetária surtisse efeito. Como resultado da grande incerteza com relação a inflação que pairava neste período, esta não esteve dentro do intervalo previsto até o início de 1993 pois as metas não pareciam críveis até então (diferente da Nova Zelândia). Os agentes econômicos enxergavam o banco central como incapaz de reduzir a inflação, em vista de um choque que levasse a aumentá-la. Consideravam que este choque não poderia ser revertido e isto era levado em consideração na construção das expectativas dos agentes econômicos. Para alterá-las, o banco central deveria demonstrar seu desejo de pagar as contas da deflação. Quando a inflação é menor os agentes se preocupam menos com ela e, conseqüentemente, esta é reduzida e prevenir contra seu ressurgimento se torna uma tarefa mais fácil.

Porque então o banco central durante 3 anos declarou seu comprometimento com a estabilidade de preços sem nomear uma âncora nominal explícita para atingí-la? Parece que o banco central esperava até que o governo eleito estivesse pronto para

suportar completamente o comprometimento com a estabilidade de preços. As metas não significaram um sinal de variação na política monetária, mas sim objetivavam deixar claro aos agentes econômicos as taxas nas quais a política monetária desejava reduzir a inflação. O banco central, no entanto, não sugeriu que o anúncio das metas por si só reduziria imediatamente as expectativas de inflação, mas isto somente seria alcançado a longo prazo. Atingir essas metas aumentaria a confiança dos agentes na política monetária e o controle da inflação seria sustentado por uma maior transparência e prestação de contas da condução de política monetária.

Aspectos Operacionais

O *Inflation Targeting* quando anunciado em fevereiro de 1991, foi definido com relação ao IPC, devendo atingir o valor de 3% ao fim de 1992, ou seja, 22 meses após sua adoção; 2.5% ao fim de junho de 1994 e 2% ao fim de 18 meses depois desta última data. As metas de inflação quantitativas foram estabelecidas por várias razões dentre as quais:

- Indicar mais claramente o nível de inflação no médio prazo a fim de que as firmas e os agentes econômicos levassem isto em conta na formulação de suas expectativas.
- Fazer com que as ações do banco central fossem mais facilmente entendidas não apenas pelos agentes do mercado financeiro mas também pelo público em geral possibilitando uma melhor base para o julgamento da performance da política monetária.

O banco central determinou que estabilidade de preços envolvia uma taxa de inflação abaixo de 2% ao ano. Também fez diversas declarações indicando que o número correto para a estabilidade de preços seria definido mais tarde e que haveriam maiores reduções na meta até que a estabilidade de preço fosse alcançada.

A escolha do IPC como variável de meta foi devido a sua divulgação ser feita mensalmente, sem atrasos frequentes nem revisões, além de ser um índice conhecido pelo público em geral. Devido a inclusão dos preços de commodities, taxas indiretas e energia, as séries tendiam a ser voláteis e, a fim de evitar respostas forçadas a flutuações de curto prazo, o banco central utilizou e divulgou o IPC expurgado afirmando que o IPC e o IPC expurgado se moviam juntos no longo prazo.

Não havia uma regra fixa pela qual o banco central seria auferido quanto a sua performance em atingir a estabilidade de preços, mas dada a facilidade de observação dessas medidas, desvios persistentes em relação ao nível estabelecido para as metas eram óbvios. O banco central fez um grande esforço para comunicar ao público sua leitura da economia e a racionalidade das suas decisões, explicando a extensão na qual variações no IPC refletiriam fatores permanentes ou transitórios.

As metas de inflação foram definidas em termos de intervalos, com a inflação podendo variar 1% a mais ou a menos para cada meta; em 1995 passou para entre 1% e 3%. Em princípio o objetivo era o ponto médio do intervalo, no entanto nas revisões das metas mais ênfase foi colocada na banda ao invés do ponto médio. Apesar do banco central reconhecer que uma banda de 2% de largura era muito estreita para acomodar choques inesperados, via que uma banda muito larga traria uma mensagem errada ao público. O banco central acreditava que a banda traria flexibilidade suficiente à política

monetária para lidar com os choques de oferta além dos choques de preços das commodities, energia e taxas indiretas, os quais já estavam sobre controle no IPC expurgado.

O banco central não estabeleceu cláusulas de escape que deveriam ser aprovadas pelo governo eleito, como na Nova Zelândia, a fim de serem invocadas quando ocorressem choques de oferta. As acomodações a esses choques seriam realizadas segundo o poder discricionário do banco central. O banco central era responsável pela condução da política monetária tendo total independência operacional no desenvolvimento de instrumentos de política monetária determinando, por exemplo, as taxas de juros de curto prazo. A existência de poder direto explícito fortaleceu a independência do banco central se comparado com um sistema no qual os procedimentos utilizados para solucionar conflitos políticos não eram tão claramente explicados; nunca ocorreram conflitos entre o banco central e o ministro das finanças.

Assim como a Nova Zelândia, o Canadá é uma economia pequena, aberta e muito dependente da exportação de recursos naturais. A forma pela qual o Canadá definiu seu regime de *Inflation Targeting* tem várias implicações:

- Compromete a política monetária a reverter variações na tendência da taxa de inflação enquanto permite uma variação no nível de preços devido a choques de oferta
- O banco central adquiri liberdade para agir de qualquer maneira com tanto que justificasse de forma transparente ao público, fazendo referências aos intervalos de meta, não especificando de antemão quando deveria desviar do alcance da meta.

- O banco central deveria responder a demanda agregada, a qual leva a um aumento ou diminuição dos preços, que levaria a inflação para fora do seu intervalo de meta. Mantendo a inflação dentro do intervalo, a política monetária agiria como um estabilizador para a economia pois quando a demanda caísse e isto ameaçasse deslocar a inflação para fora do intervalo isto, por exemplo, seria contido pelo afrouxamento da política monetária. O trade off entre produto e inflação, mesmo em momentos onde o aumento da credibilidade contrainflacionária era esperado para reduzir o custo da deflação, explicava a forma gradual pela qual o banco central movia de uma inflação esperada de 5% em Dezembro de 1991 para 2% em Dezembro de 1995.

O banco central enxergava a estabilidade de preços mais como um meio de obter uma boa performance econômica do que um fim em si própria. A política monetária pode contribuir para essa meta preservando a confiança no valor da moeda via estabilidade de preços. Para reduzir a incerteza do público e dos mercados financeiros com relação aos diferentes choques, era necessário tornar clara as metas de política monetária de longo prazo, as metas operacionais de curto prazo e suas próprias interpretações com relação ao desenvolvimento econômico reduzindo assim a incerteza com relação as suas próprias respostas aos choques. Além disto, o banco central se utilizou de estimativas de excesso de demanda e oferta nos mercados de bens e no mercado de trabalho como pontos chave dentro do processo inflacionário; observou também taxas de expansão de moeda (M2 principalmente), crescimento do crédito, taxa de aumento do dispêndio total e determinantes do salário, todos como guias de política monetária.

O banco central criou também o MCI como uma fonte de meta operacional de curto prazo, onde a variação do MCI foi definida como uma soma ponderada da variação da taxa de juros dos papéis comerciais de 90 dias e a taxa de câmbio ponderada (para parceiros comerciais no grupo dos 10), onde os pesos eram de 3 para 1. O objetivo principal do MCI era lembrar ao banco central e ao público que existiam dois canais monetários chaves que afetavam a demanda agregada numa economia aberta: o canal que operava via taxa de juros (que afeta o gasto com consumo, especialmente de bens duráveis, via efeitos de renda permanente e, também afeta decisões de investimento) e o que operava via taxa de câmbio (que afeta as exportações e importações); sendo assim, qualquer variação na taxa de câmbio deveria ser considerada quando se ajustavam as taxas de juros.

Para analisar o desenvolvimento da inflação relativamente às metas, eram publicados mensalmente o *Bank of Canada Review* mas, a partir de 1993 essa publicação passou a ser trimestral. Havia também o *Monetary Policy Report* que demonstrava o objetivo claro de política econômica, além de uma perspectiva de médio prazo (analisando a defasagem do impacto total das ações de política monetária sobre a economia) e, também, o reconhecimento de que a política monetária trabalhava via taxas de juros e câmbio.

Como foram os 2 primeiros anos de *Inflation Targeting* no Canadá?

O período de fevereiro de 1991 até 1993 é caracterizado por um ajustamento econômico significativo tanto pelo lado das firmas quanto dos trabalhadores, assim como por uma queda da inflação.

Um dos maiores desafios que o banco central enfrentava neste período eram mais de ordem política do que econômica. Alguns críticos afirmavam que a redução da inflação e a sua manutenção em baixos níveis via políticas monetárias apertadas somente foram atingidas com um grande custo de desemprego apesar de não estar claro se o nível de desemprego alcançado foi totalmente devido a política monetária ou não.

O primeiro momento crítico que o Canadá sofreu foi em 1991 quando forças fora do controle do banco central (mercado mundial de petróleo e política doméstica de tarifas; governo federal anunciou aumentos de taxas sobre bens e serviços acompanhadas de outros aumentos em outras taxas indiretas pelo governo federal e municipal), criaram impulsos inflacionários. O banco central respondeu com um aumento do seu esforço com relação a aumentar a transparência e a comunicação com o público, sem alterar seu comprometimento básico com a estabilidade de preços. O banco central tinha pouco incentivo em aumentar as taxas de juros e o crescimento esperado do PIB para 1991 era mínimo, logo, tentava utilizar as metas como uma forma de comunicar ao público que estes aumentos nos preços não deveriam ser incorporados nas expectativas de inflação futuras, deixando a ameaça de aumentos nas taxas de juros de lado.

Devido às condições de política monetária restrita e ao pequeno crescimento da economia, o banco central reduziu as taxas de juros nominais de curto prazo. O banco central ao final de 1991 atribuía a grande contração da economia canadense a uma contração mundial resultante em grande parte, do enorme déficit do grupo dos 7 e da queda dos preços das commodities de exportação canadenses.

Em maio de 1991 foram introduzidos Bonds indexados pela inflação, com pagamento de juros e principal atrelados ao IPC, servindo como mais uma indicação de que as autoridades pretendiam evitar um aumento da inflação no futuro. Em outubro de 1991, o banco central afirmava que o Canadá já tinha pago a maioria dos custos de reduzir a inflação.

Em janeiro de 1992, o banco central anunciou que o sucesso da meta foi descrito em termos do IPC expurgado ao invés do IPC, apesar de ambos estarem abaixo do nível estabelecido pela meta. Em fevereiro de 1992, o IPC expurgado ficou abaixo do intervalo de meta para dezembro de 1992 que era de 2% a 4%.

Em outubro de 1992 a economia continuou estagnada mas sem entrar em recessão. O *Annual Report* de 1992, verificou que a recuperação canadense era muito mais lenta que o comportamento do ciclo dos negócios. O IPC atingiu a meta apresentando variação de 2.1% em dezembro de 1992.

III.3 - A INGLATERRA⁴

A Inglaterra, assim como o Canadá e a Nova Zelândia, adotou o regime de *Inflation Targeting* após ter realizado um processo de redução da inflação bem sucedido. No entanto, diferentemente dos dois países citados anteriormente, a Inglaterra decidiu implementar este regime em outubro de 1992 após uma crise cambial externa que resultou na flutuação e depreciação da libra esterlina, a fim de restaurar a credibilidade da política monetária perdida nas crises especulativas e também estabelecer uma âncora nominal alternativa.

Na Inglaterra, o regime de *Inflation Targeting* não foi determinado via um mandato legislativo como na Nova Zelândia, mas foi implantado gradualmente. As principais características do regime de *Inflation Targeting* na Inglaterra foram:

- A Inglaterra, assim como o Canadá, separou a entidade que mede a variável de meta (*Office for National Statistics*), da entidade que acessa o alcance desta banco central).
- A política monetária permaneceu relativamente flexível, respondendo às flutuações do produto e do emprego.

⁴ Esta subseção baseia-se em: Bernanke, B. S. Laubach, T. Mishkin, F. S. e Posen, A. S. "Inflation Targeting: Lessons from Internacional Experience"; McDonough, W. J. Mishkin, F. S. e Posen, A.S. "Federal Reserve Bank of New York's". Economic Policy Review, number 3, August 1997.

- Inicialmente, foi estabelecido um intervalo de meta para a inflação, mas a partir de maio de 1997, a meta tem sido expressa em termos de um ponto.
- Antes do banco central ter obtido independência seguida da eleição de maio de 1997, tinha pouco controle independente sobre os instrumentos de política monetária (diferentemente do Canadá), ou seja, pouco controle operacional, pois isto era feito pelo Chancellor of the Exchequer (Chanceler do Erário). O banco central, por exemplo, não podia definir as taxas de juros a fim de alcançar uma meta de inflação determinada utilizando seu poder discricionário; as atividades do banco central eram limitadas a prever a inflação e acessar sua performance passada.
- Em parte devido à sua fraca posição antes de maio de 1997, o banco central focava seus esforços em relação ao regime de *Inflation Targeting* comunicando ao público suas estratégias de política monetária e o seu comprometimento com a estabilidade de preços. Esta era fortemente demonstrada via uma publicação denominada *Inflation Report*, que foi uma inovação sendo então utilizada por outros países.
- *Inflation Targeting* foi definido como uma variável de meta que exclui hipoteca e pagamento de juros mas não exclui os preços das commodities, energia ou outros ajustamentos.

A Adoção do Regime de *Inflation Targeting* na Inglaterra

Em 8 de Outubro de 1990 a Inglaterra passou a integrar o ERM. Isto supostamente daria credibilidade e previsão à política monetária inglesa, colocando uma base na taxa de câmbio da libra esterlina, introduzindo disciplina extra ao governo. O

compromisso das autoridades em manter o valor da moeda era um ingrediente fundamental para uma política estável.

Em outubro de 1992, o governo teve que escolher entre tentar defender a taxa de câmbio ou deixar o ERM, e acabou optando por abandonar o ERM apesar do dano que isto traria a sua credibilidade. O governo não queria aumentar as taxas de juros a fim de defender a libra esterlina, o que sugeriu que seu comprometimento com o ERM não era tão grande.

Em 8 de outubro de 1992, o *Chancellor of the Exchequer* anunciou o regime de *Inflation Targeting* na Inglaterra. Três semanas após este anúncio, convidou o banco central a publicar trimestralmente o Inflation Report que detalharia o progresso que estava sendo feito com relação ao alcance da meta.

A adoção do regime de *Inflation Targeting*, como dito anteriormente, foi uma reação explícita da saída da libra esterlina do mecanismo de taxa de câmbio europeu. Enquanto a libra esterlina mantinha paridade no ERM, o regime de *Inflation Targeting* era irrelevante. O Chancellor desejava restabelecer a credibilidade do governo com relação a estabilidade de preços; isto foi necessário principalmente devido ao passado da Inglaterra que tinha adotado e abandonado uma série de regimes monetários no passado danificando a credibilidade da política econômica inglesa.

Em outubro de 1992, o anúncio do *Inflation Targeting*, onde a meta de inflação variava de 1% a 4%, não foi acompanhado de nenhuma explicação de como essa meta seria alcançada ou monitorada, definindo apenas que estas seriam alcançadas até o final do presente parlamento, ou seja, maio de 1997.

A adoção do *Inflation Targeting* em 1992 apresentou dois elementos de continuidade e um elemento de mudança com respeito ao período no qual a Inglaterra fez parte do ERM. Os elementos de continuidade são:

- Alcançar a estabilidade de preços continuou sendo o objetivo primordial da política monetária.
- Para alcançar esse objetivo seria necessário aumentar a credibilidade e transparência junto ao público, via aumento dos meios de comunicação dos objetivos e performance da política monetária.

O elemento de mudança foi:

- A decisão estratégica de não utilizar nenhuma meta intermediária para determinar sua política monetária. O crescimento da moeda e o comportamento da taxa de câmbio seriam monitorados mas não determinariam a política monetária.

Assim, observou-se que mais do que apenas anunciar a meta, era necessário ter uma comunicação transparente com o público a fim de obter credibilidade com relação a política monetária.

Aspectos Operacionais

A variável de meta, estabelecida juntamente pelo banco central e o *Chancellor of the Exchequer*, é uma variação anual do RPIX, excluindo hipoteca e pagamento de juros; a qual deveria estar entre 1% e 4% até maio de 1997, com a expectativa de ficar em torno de 2.5% ou menos, o que para o banco central era considerado como

estabilidade de preços. O RPIX era divulgado junto com o RPIY que era o RPIX alterado a fim de excluir a primeira onda de efeitos das variações nas taxas indiretas. A Inglaterra decidiu incluir na variável de meta os efeitos dos choques nos preços das commodities, incluindo os choques de petróleo.

No entanto, a real variável de meta utilizada pelo banco central é a expectativa do RPIX. O sucesso em atingir a meta é julgado observando se a previsão de inflação feita pelo banco central para os 2 anos seguintes fica dentro ou fora do intervalo pretendido; a política monetária leva em torno de 2 anos para surtir efeito sobre a inflação.

A partir do primeiro *Inflation Report* em diante, o banco central divulgou suas próprias projeções de inflação, assim como as projeções do setor privado. Após três semanas da decisão de adotar o regime de *Inflation Targeting* o banco central começaria a produzir sua própria projeção de inflação a cada trimestre começando em fevereiro de 1993. Essa projeção seria a base principal de comparação para medir o sucesso ou o fracasso do alcance da meta. Além disto, o *Inflation Report* detalha a performance passada da economia inglesa, compara o real efeito da inflação (RPIX e seus componentes) com as projeções feitas a priori pelo banco central e identifica os fatores que representam as maiores ameaças para a estabilidade de preços e estima a probabilidade da inflação nos 2 anos seguintes estar dentro ou fora do intervalo de meta.

A partir de agosto de 1993 em diante, o *Inflation Report* passou a ter um formato composto de várias partes cobrindo (inflação, moeda, taxas de juros, demanda e oferta no mercado de trabalho, comportamento dos preços e as projeções para a inflação). Além disto ficou estabelecido que o banco central somente enviaria o *Inflation Report*

ao governo após estar finalizado e impresso. Neste caso o governo não teria chance de editar ou sugerir mudanças, mostrando assim o poder discricionário do banco central.

Além do *Inflation Report* havia o Boletim Trimestral que publicava discursos políticos e pesquisas relevantes; no entanto, o *Inflation Report* era a publicação mais bem vista no contexto do papel tradicional do banco central de conselheiro e informante do Chancellor sobre política monetária. A única diferença do papel do banco central após a adoção do regime de *Inflation Targeting* com relação ao seu papel anterior é que o banco central passou a se comunicar com o público independentemente dos seus encontros regulares com o Tesouro e com o Chancellor. No entanto, é importante destacar que o banco central não tinha o monopólio sobre os instrumentos de política monetária que era do Chancellor e, como resultado, não ficava claro por exemplo, o que motivava as decisões de variações nas taxas de juros; não se sabia se era a diferença entre as projeções do Chancellor e as do banco central ou a diferença com relação ao comprometimento às metas de inflação anunciadas. Além disto, também não era claro a quem pertencia o papel de atingir as metas de inflação; se era a agência que fazia as previsões para o público (banco central) ou a agência que estabelecia os instrumentos de política monetária (Chancellor). Esta falta de clareza gerou muita confusão quanto ao grau de comprometimento às metas inflacionárias e sugeriu fortemente que considerações políticas de curto prazo poderiam influenciar a política monetária.

O Tesouro que se reportava diretamente ao Chancellor passou a divulgar sua própria publicação monetária mensal a partir de dezembro de 1992. Essa publicação que antecedeu o *Inflation Report* e também estava disponível mais frequentemente, deu ênfase em explicar a política monetária ao público especialmente quando surgiam

diferenças entre pontos de vista do banco central e do Chancellor via 3 variações institucionais adicionais:

- Em fevereiro de 1993 o encontro mensal entre o Chancellor e o banco central para o estabelecimento da política monetária foi formalizado.
- A partir de novembro de 1993, a decisão de quando por em prática as variações nas taxas de juros decididas pelo Chancellor nas reuniões mensais passou a ser determinada pelo poder discricionário do banco central com tanto que essas mudanças fossem implementadas antes da reunião seguinte. Essa discricção combinada com o compromisso do banco central em explicar a razão de qualquer variação nas taxas de juros uma vez que esta tenha sido feita, deu aos agentes econômicos uma melhor informação sobre a visão do banco central em relação a decisão do Chancellor.
- A partir de abril de 1994, as minutas dos encontros mensais entre o governo e o Chancellor foram liberadas publicamente duas semanas após a reunião seguinte. Na verdade, o banco central continuava sob o controle do Chancellor enquanto os instrumentos de política monetária permaneciam fora do controle deste. O banco central se utilizou do público e de fóruns formalizados para comunicar suas projeções, análises e até mesmo suas recomendações de política monetária explícita aumentando o custo do governo em se posicionar contra o banco central e, neste caso, não alcançar a estabilidade de preços. No entanto, essas medidas não deram uma total claridade com relação a principal política objetivada dado que todas as declarações feitas pelo banco central poderiam ser desmentidas pelo Chancellor apenas dando ao público uma explicação limitada.

Como foram os 2 primeiros anos do regime de *Inflation Targeting* na Inglaterra?

O período de outubro de 1992 (quando a libra esterlina deixou o ERM) até o fim de 1993 foi marcado pelo fim da recessão e o início da recuperação da economia inglesa. O crescimento do PIB tornou-se positivo no primeiro trimestre de 1993 e a taxa de desemprego chegou a 10.6% em dezembro de 1992.

Durante o ano de 1993, o crescimento do produto acelerou e a taxa de desemprego reduziu. Salvo algumas breves interrupções, o RPIX continuou sua tendência de queda.

Os dois aspectos principais das previsões de médio prazo dos dois primeiros *Inflation Reports*, em fevereiro de 1993 e maio de 1993 respectivamente, foram os impulsos inflacionários decorrentes da depreciação da libra esterlina e do crescimento do déficit do governo. A taxa de juros oficial foi reduzida de 10% em agosto de 1992 para 6% em Janeiro de 1993, refletindo o desejo do governo de escapar do aperto monetário da Alemanha.

Entre a saída da Inglaterra do ERM e o início de fevereiro de 1993, a libra esterlina depreciou 14.5%. Do lado fiscal, o banco central mencionou o medo de uma possível monetização futura do déficit do governo como uma fonte de aumento das expectativas de inflação; o banco central, no entanto, não tomou nenhuma medida fiscal ou criticou diretamente a política fiscal do governo. As projeções de inflação realizadas pelo banco central nos dois primeiros *Inflation Reports* continuaram a mostrar uma tendência de queda da inflação.

No *Inflation Report* de maio de 1993, o banco central afirmou que acreditava que o governo iria conseguir manter a inflação abaixo de 4% nos próximos 18 meses; o Chancellor se comprometeu a manter a inflação dentro do intervalo nos próximos 2

anos e afirmou que ela estaria na metade inferior do intervalo (abaixo de 2.5%) em 1997.

Além disto, o banco central demonstrou estar ciente dos efeitos potenciais da taxa de câmbio notando que uma apreciação da libra esterlina permitiu apenas um certo otimismo pois as pesquisas e as taxas de juros do mercado financeiro continuavam a indicar uma perda de credibilidade de médio e longo prazo para as metas de inflação. O banco central também enfatizou que a principal dúvida com relação as projeções de inflação derivava da incerteza quanto ao curso dos salários domésticos e lucros e, conseqüentemente, as taxas de juros não foram cortadas.

Seis meses mais tarde no *Inflation Report* de novembro de 1993, o banco central mencionou os mesmos aspectos só que de forma mais acentuada. Segundo o banco central havia uma pequena probabilidade da inflação exceder a meta, além de prever um potencial aumento no salário nominal caso a inflação estivesse acima do limite de 4% do intervalo de meta. O governo aceitou um certo corte nos gastos e um aumento no imposto de valor adicionado (VAT), sobre os combustíveis iniciando em abril de 1994 enquanto as novidades do lado real da economia não aparecessem. Neste momento, o Chancellor reduziu as taxas de juros sem realizar um ajuste fiscal para compensar a redução.

No início de 1994, com a performance inflacionária melhor que a esperada, o Chancellor afrouxou a política monetária. A pressão inflacionária continuava subjugada pois o efeito defasado sobre os preços devido a desvalorização anterior foi ofuscado por uma redução nos custos por unidade de trabalho relativos ao contínuo desemprego. As taxas de juros que foram reduzidas em novembro de 1993, foram cortadas ainda mais

em fevereiro de 1994, apesar das projeções de todos os *Inflation Reports* desde agosto de 1993 em diante apontarem para uma alta da inflação.

Durante o ano de 1994, o PIB cresceu vigorosamente. Para os primeiros 10 meses do ano o RPIX apresentou uma tendência de declínio, a taxa de desemprego continuou a cair durante o ano.

Durante o verão de 1994, ficou claro para o banco central que a economia estava se recuperando mais fortemente que o esperado e o *Inflation Report* começou a citar evidências de pressões inflacionárias. Apesar do RPIX e do RPIY estarem abaixo de 2.5% e estarem caindo, o Chancellor sob o conselho do governo aumentou a taxa de juros básica da economia. Em setembro de 1994, o governo não aumentou as taxas de juros; essa decisão fez com que ficasse ambígua a extensão na qual as decisões de política monetária realmente se baseavam nas projeções de médio prazo do banco central.

III.4 - A SUÉCIA⁵

O regime de *Inflation Targeting* foi adotado em 14 de janeiro de 1993. Assim como a Inglaterra, a Suécia adotou esse regime para obter uma outra âncora nominal capaz de coordenar as expectativas de inflação após ter sido forçada a abandonar sua taxa de câmbio fixa. Esse regime daria uma comunicação aos agentes econômicos com relação ao comprometimento do banco central com a estabilidade de preços.

O ano de 1990 foi marcado por uma grande depressão da economia sueca. O IPC caiu de 10% em 1990 para 2% em 1992. Durante o ano de 1992, a Suécia permaneceu em recessão, o PIB real caiu em 4%, o desemprego aumentou para 7% e continuava a crescer muito e o estado do setor financeiro se tornou perigoso assim como as finanças do governo se deterioraram fortemente (o déficit do governo central aumentou para 11% do PIB). O grande déficit do governo somado a uma grande mobilidade internacional de capital levaram a Suécia a uma grande vulnerabilidade a crises financeiras. Após o colapso dos ativos, grande parte do sistema bancário sueco entrou em crise e, em novembro de 1992, o Krona flutuou levando a uma depreciação efetiva da taxa de câmbio. Entretanto, a recessão era tão grande que a tendência de queda da inflação dificilmente seria revertida.

⁵ Esta subseção baseia-se em: Bernanke, B. S. Laubach, T. Mishkin, F. S. e Posen, A. S. "Inflation Targeting: Lessons from Internacional Experience"; McDonough, W. J. Mishkin, F. S. e Posen, A.S. "Federal Reserve Bank of New York's". Economic Policy Review, number 3, August 1997; Berg, C. "Inflation Forecast Targeting: The Swedish Experience".

A defesa sueca de sua taxa de câmbio fixa contra uma série de ataques especulativos foi mais resistente do que a inglesa. O banco central aumentou sua taxa de juros *overnight* na tentativa de conter o ataque especulativo mas os custos de manter o câmbio fixo se tornaram tão altos que o Krona foi desvalorizado. Entretanto, a estabilidade de preços continuou a ser o objetivo máximo de política monetária e, a partir de então seriam disponibilizadas uma maior quantidade de variáveis informativas para o planejamento da política monetária e seu acesso.

As principais características do regime de *Inflation Targeting* na Suécia são:

- A introdução do regime de *Inflation Targeting* foi feita de forma flexível.
- IPC foi utilizado como variável de meta ao invés da utilização de um índice de preços modificados que excluísse os efeitos de certos choques. Entretanto, as medidas do IPC expurgado e da tendência inflacionária foram importantes para as decisões e explicações feitas pelo banco centra.
- regime de *Inflation Targeting* foi estabelecido dentro de um intervalo bem estreito (2% de largura); a utilização da banda é justificada como uma forma de acomodar erros inevitáveis de controle de inflação.
- governo tem controle legal sobre o banco central mas, na prática, é este que determina o regime de *Inflation Targeting* e os instrumentos de política monetária.
- banco central publica regularmente um *Inflation Report* o qual em alguns momentos fornece ao banco central um meio formal de pressionar o governo a controlar os seus déficits.

A Adoção do Regime de *Inflation Targeting* na Suécia

Em janeiro de 1993, o banco central (*Governor Board of Riksbank*), fez um decreto que estabelecia que o objetivo de política monetária seria limitar o crescimento anual do IPC no valor de 2% de 1995 em diante, com um intervalo de tolerância de 1%. A vantagem em se utilizar o IPC como variável de meta é devido a este ser largamente utilizado e reconhecido como medida de inflação entre os agentes econômicos, além de ser largamente utilizado pelo público em geral e publicado mensalmente com pequena defasagem de tempo além de ser raramente levado a revisão.

Além disto, anunciou que em 1993 e 1994 a política monetária iria objetivar conter a inflação dos impulsos inflacionários derivados da depreciação do Krona. Além da depreciação do Krona, a posição competitiva da Suécia foi aumentada pela diminuição da contribuição dos empregados e os ganhos de produtividade industrial que excederam as taxas do resto do mundo. O banco central reduziu a taxa de juros. O déficit do governo central em 1993 era de 15.2% do PIB e a habilidade em reduzir este era duvidosa, como mencionado anteriormente. Em 1993 o IPC ficou em torno de 5% e o IPC expurgado em torno de 2% a 3%; já em 1994 o IPC e o IPC expurgado ficaram em torno de 1%, alcançando o objetivo de prevenir um surto inflacionário.

A partir do verão de 1994, as pressões inflacionárias começaram a aumentar, e os indicadores monetários começaram a apontar que as metas estavam ameaçadas.

A experiência anterior sugeriu que o regime de *Inflation Targeting* daria uma maior flexibilidade de política monetária de curto prazo a fim de atingir as metas de inflação diretamente e responder aos vários choques macroeconômicos que ocorressem na economia sueca. O dilema, no entanto, era de que uma política monetária mais

frouxa como resultado da desvalorização iria aumentar o risco de elevação das expectativas de inflação de curto prazo e longo prazo; dado que a economia estava fraca e o desemprego era grande o objetivo de estabilidade de preços poderia ser renegado em favor de uma política monetária mais expansionista.

A estratégia de anunciar um intervalo numérico de inflação como meta principal de política monetária, era vista como a melhor forma de ancorar as expectativas dos agentes econômicos e comunicar as intenções dos governantes. A condução da política monetária sem o estabelecimento de uma meta explícita não era considerada viável, uma visão compartilhada não apenas pelas experiências do Canadá e Nova Zelândia mas também pela experiência sueca de ter uma âncora nominal para a política monetária.

A política monetária apertada que suportou o Krona foi compatível com a estabilidade de preços no longo prazo mas, no curto prazo contribuiu bastante para a recessão de 1991 a 1993. O grande déficit do governo resultou desses fatores cíclicos e piorou devido aos custos de suportar um frágil sistema bancário.

Os problemas do setor financeiro assim como os relativos aos déficits fiscais eram de conhecimento do banco central que era preparado para perseguir diversos objetivos políticos de curto prazo apesar de seu compromisso com a estabilidade de preços de longo prazo e a necessidade de algo que permitisse essa flexibilidade. O banco central via essa nova característica envolvendo mais do que uma variação na política monetária, mas também enfatizando a credibilidade demandada que necessitava de um equilíbrio fiscal por parte do governo para ser alcançada. A existência de grandes déficits fiscais

levavam a incerteza dos agentes econômicos quanto a possibilidade de ocorrer uma monetização destes.

A economia sueca era caracterizada por um elevado gasto público e altas taxas de juros resultantes da perda de confiança dos agentes econômicos na política econômica. Caso o equilíbrio fiscal fosse atingido, haveria possibilidade de reduzir as taxas de juros gerando um estímulo para a economia sueca, possibilitando uma política monetária menos restritiva.

Aspectos Operacionais

Desde o anúncio do regime de metas inflacionárias, nenhum documento oficial foi publicado descrevendo os aspectos operacionais do regime. Essa omissão deu lugar a certas ambiguidades incluindo a duração do acordo.

O objetivo de política monetária era limitar o crescimento anual da inflação de 1995 em diante em 2%. A decisão sueca de utilizar o IPC como variável de meta ao invés do IPC expurgado sugere o desejo do banco central de ser flexível com relação ao alcance das metas em caso de choques ou uma alta tolerância com relação ao risco derivado dos governantes.

A largura do intervalo de meta estabelece um *trade off* implícito: quanto mais estreito for o intervalo, mais seriamente os agentes econômicos consideram o compromisso do banco central em atingir a meta de inflação; por outro lado, quanto mais estreito é o intervalo menor é a flexibilidade de política monetária e maior será o risco de não atingir a meta aumentando a instabilidade instrumental. Além disto, a

experiência sueca sugere que o tempo de defasagem é de 1 a 2 anos até que a política monetária aponte seus principais efeitos. Sob circunstâncias normais, o horizonte de meta é movido 25% para frente junto com a publicação de cada *Inflation Report* com uma nova projeção para a inflação.

As variáveis informativas que o banco central adotou incluem agregados monetários e de crédito, taxas de câmbio e juros, salários e alguns preços de bens. A previsão da inflação corrente seria tratada como uma meta intermediária servindo como base para explicar as decisões políticas.

O regime de *Inflation Targeting* aumentou a independência do banco central e, juntamente com a necessidade de obter uma maior credibilidade, aumentou a transparência pela qual os agentes econômicos podem avaliar se desvios com relação a meta são aceitáveis ou resultado de erros severos feitos pelo banco central. O êxito do banco central em atingir as metas inflacionárias pode ser auferido de diversas formas:

- Comparando os resultados da inflação com as metas.
- Através dos *Inflation Reports* executados pelo banco central com o objetivo de fornecer explicações racionais para as políticas escolhidas.
- Via à apresentação do banco central de suas próprias projeções onde o público possa fazer seu próprio julgamento da política monetária.

O banco central se reporta ao público sobre a política monetária através dos *Inflation Reports* que são publicações realizadas trimestralmente desde outubro de 1993. Até meados de 1995, o *Inflation Report* era publicado pelo banco central e assinado por ele próprio. A partir de então passou a ser publicado pelo banco central e assinado pelo

governo na tentativa de evitar uma separação entre a análise de política monetária e a responsabilidade política como ocorreu na Inglaterra.

Como foi o regime de *Inflation Targeting* nos 2 primeiros anos?

O período que vai desde a adoção das metas inflacionárias até abril de 1994 é caracterizado por queda da inflação, uma recuperação no crescimento do PIB e uma queda das taxas de juros de curto prazo.

De maio de 1994 até o final de 1995, a inflação aumentou chegando à metade mais alta do intervalo de meta de 1% a 3%. O crescimento do PIB foi forte e as taxas de juros de curto prazo aumentaram.

O IPC anualizado aumentou significativamente em janeiro de 1993 (4.8% ao invés de 2% em dezembro de 1992). Esse aumento derivou principalmente dos efeitos da desvalorização do Krona em novembro de 1992 sobre os preços de importação. Durante o primeiro trimestre de 1993 o Krona continuou a depreciar possivelmente devido ao grande déficit do governo que aumentava a níveis recordes. A partir de abril de 1993 até o final do ano, a inflação recuou e os retornos dos títulos do governo de 10 anos recuaram de 10% em janeiro para 7.25% em dezembro. O banco central continuou sua política de redução das taxas de juros mas com cautela. Em novembro as expectativas de inflação para um horizonte de 2 anos obtidas através de uma pesquisa caíram para 3% enquanto as expectativas de inflação para um horizonte de 5 anos estavam acima de 4%. No final do ano de 1993, o PIB apresentava sinais de recuperação liderado pelo crescimento das exportações. A desvalorização diminuiu o custo por unidade de trabalho, aumentou a competitividade sueca do setor exportador e,

no fim do ano o Krona depreciou em 24% com relação ao seu nível em novembro de 1992.

As expectativas de inflação para o ano de 1994 eram de 2%. Os sinais do lado real da economia estavam misturados: apesar das exportações e o consumo privado terem aumentado no primeiro trimestre, o investimento continuava a declinar. O banco central concluiu no *Inflation Report* publicado em junho que o crescimento em 1994 era fraco e que os impulsos de inflação do mercado de trabalho também o eram. O banco central explicava que a razão para isto era o controle da política monetária sobre a economia.

Um tempo após a publicação do *Inflation Report* de junho, o IPC aumentou para 2.9% em julho e em setembro recuou para 2.7%. As medidas do IPC expurgado demonstravam uma alta utilização da capacidade instalada, estando esta em seus maiores níveis desde 1989 aumentando as expectativas de inflação dos agentes econômicos. A necessidade de financiamento do governo continuou estável mas a níveis altos. O banco central reverteu a tendência de queda das taxas de juros de curto prazo que prevalecia desde novembro de 1992.

No *Inflation Report* publicado em outubro, o banco central declarou que as expectativas de inflação, a fraca taxa de câmbio e as altas taxas de juros de longo prazo eram resultados do grande déficit do governo e que uma consolidação das finanças do governo central era essencial para alcançar um desenvolvimento sustentável do déficit do governo.

Após um declínio gradual durante o primeiro trimestre de 1994, o IPC começou a crescer. Claramente o público não esperava que as metas fossem alcançadas ou que a inflação reduziria durante o resto do ano.

Através do que foi exposto acima percebemos que o banco central não sacrificou importantes elementos de flexibilidade para obter máxima transparência, e ignorava influências transitórias sobre a taxa de inflação corrente com tanto que estas não influenciassem a inflação futura.

III.5 - ISRAEL⁶

Israel era uma economia pequena e aberta, com grande déficit do governo, dívida interna e externa adotando o regime de *Inflation Targeting* depois de um grande período de deflação, restrição fiscal e tentativa em tornar seu câmbio mais flexível.

No fim da década de 70 e início da década de 80, a inflação chegava a três dígitos. O primeiro plano de estabilização foi feito em Junho de 1985, sendo uma política orientada para sustentar uma taxa de câmbio fixa mas ajustável, sendo esta uma âncora chave para a redução da inflação. Entre 1986 e 1991 a inflação ficou em torno de 16% a 20% ao ano.

A partir de 1992, Israel passou a adotar o regime de *Inflation Targeting* e a inflação foi reduzida ainda mais. As principais características do regime de *Inflation Targeting* em Israel são:

- A transição para o regime de *Inflation Targeting* foi gradual sem nenhuma grande alteração de regime como ocorreu na Nova Zelândia e na Inglaterra.
- Foi o único país que começou seu regime de *Inflation Targeting* quando sua inflação ainda estava em dois dígitos.

⁶ Esta subseção baseia-se em: Bernanke, B. S. Laubach, T. Mishkin, F. S. e Posen, A. S. "Inflation Targeting: Lessons from Internacional Experience"; McDonough, W. J. Mishkin, F. S. e Posen, A.S. "Federal Reserve Bank of New York's". Economic Policy Review, number 3, August 1997; Leiderman, L. e Bufman, G. "Inflation Target under a Crawling Band Exchange Rate – Regime: Lessons from Israel". April, 1999.

- Foi o único país que estabeleceu metas oficiais para a inflação (a variável de meta era o IPC) e para a taxa de câmbio. A confiança na taxa de câmbio como guia de política foi se perdendo na medida em que a credibilidade do compromisso do banco central com a estabilidade de preços aumentou e a inflação começou a ficar sob controle.
- O objetivo deste regime era balancear as incertezas do ambiente econômico, particularmente o comportamento da taxa de câmbio com a necessidade de ancorar as expectativas de inflação do público israelita.
- A responsabilidade de estabelecer as metas de inflação recaiu principalmente sobre o ministro das finanças com consultas ao banco central.
- Adotou uma maneira gradual de trazer o nível de inflação de volta para o nível de meta dado um choque macroeconômico; fez declarações explícitas da responsabilidade do banco central pelos efeitos reais da política monetária sobre a economia.
- Israel tinha um grande setor público e persuasivas indexações do salário à inflação. O banco central enfatizava a importância do mercado de trabalho flexível e da política fiscal para os resultados macroeconômicos; as autoridades tentavam dar sinais claros ao público em relação ao alcance ou não da política monetária perseguida.
- A fim de manter a transparência da política monetária, o banco central publicava regularmente *Reports* sobre política monetária e inflação. Isto fazia com que o comprometimento com o regime de *Inflation Targeting* se tornasse mais transparente.

- A escolha de não responder a variações de curto prazo na taxa de câmbio fez com que se tornasse possível manter as expectativas de inflação e as taxas de juros estáveis. A transparência tende a aumentar a flexibilidade e efetividade da política monetária de longo prazo.

A Adoção do Regime de *Inflation Targeting* por Israel

Em 17 de dezembro de 1991 o ministro das finanças e o banco central anunciaram juntamente que o IPC seria mantido entre 14% e 15% durante o ano de 1992. Em cada ano seria anunciada a meta de inflação para o próximo ano. O ministro das finanças teria a responsabilidade primária de estabelecer a meta, normalmente consultando o banco central.

O movimento de Israel em direção ao regime de *Inflation Targeting* começou em 1985 com uma crise macroeconômica através de uma enorme pressão fiscal devido aos custos da guerra em Lebanon. Israel se viu em uma hiperinflação com um déficit fiscal a caminho de uma taxa insustentável no valor de 14% do PIB e os déficits públicos e privados com o setor externo em torno de 80% do PIB.

Em Julho de 1985, Israel adotou um programa de estabilidade econômica. Além de controlar os déficits do orçamento, o governo anunciou uma meta para a taxa de câmbio que serviria como uma âncora nominal para os preços.

O programa teve sucesso; dentro de poucos meses a inflação reduziu-se de taxas anuais de 400% para 20%. Até 1990 a inflação ficou em torno de 16% a 18% ao ano; entretanto este nível ainda era bem alto para ser consistente com uma taxa de câmbio

fixa para o Shekel. Quando o preço doméstico subia, o valor fixo do Shekel levava a uma real apreciação da taxa de câmbio e ocorria uma perda de competitividade do setor exportador israelita.

A fim de manter a taxa de câmbio fixa, o banco central necessitava intervir frequentemente no mercado de câmbio levando a grandes variações nas taxas de juros e nas reservas externas. Desvalorizações ocasionais do Shekel, como em janeiro de 1987, não foram suficientes para solucionar completamente o problema de gerenciamento da taxa de câmbio dado que esta continuou altamente variável e com difícil previsão.

Em janeiro de 1989 o governo decidiu permitir a flutuação da taxa de câmbio dentro de bandas estreitas e promover desvalorizações intermitentes em relação a paridade central.

Ocorreram desvalorizações em relação a paridade central em Junho de 1989, em março de 1990 e em abril de 1991. Apesar da introdução de bandas cambiais em relação a paridade central reduzir drasticamente a variabilidade da taxa de câmbio real, isto levou a vários ataques especulativos contra o Shekel. Com isto, o governo acabava se desviando da estabilidade de preços e outros objetivos macroeconômicos devido a necessidade de responder aos ataques especulativos contra o Shekel.

Em dezembro de 1991 após conter um grande ataque especulativo via um considerável crescimento das taxas de juros de curto prazo, as autoridades decidiram relacionar a meta cambial a uma meta de inflação o que foi feito juntamente pelo ministro das finanças e o banco central. A adoção de uma meta inflacionária não significou que uma âncora nominal havia sido substituída (como ocorreu na Suécia e na

Inglaterra), e nem que Israel havia se fechado a ganhos de queda da inflação (como na Nova Zelândia e no Canadá).

Em Israel o regime de *Inflation Targeting* foi um instrumento importante para determinar uma inclinação positiva específica para a banda cambial; não havia, no entanto, uma percepção clara do grau de comprometimento das autoridades com relação à meta estabelecida.

Com o passar do tempo o regime de *Inflation Targeting* passou a ter uma vida própria. O acompanhamento da inflação e da taxa de câmbio era uma tentativa de balancear os objetivos macroeconômicos numa economia tão pequena e aberta como a israelita onde a política cambial não poderia ser ignorada.

Além disto, viram que a estabilidade resultante deste sistema somadas às condições favoráveis de oferta agregada permitiriam reduções graduais da inflação. O banco central decidiu aumentar sua transparência com relação ao público para encorajar um comportamento com relação à estabilidade de preços e salários e se possível um movimento para longe das indexações.

As metas de inflação foram anunciadas pelas autoridades após uma certa credibilidade ter sido atingida pelo banco central. O anúncio do regime de *Inflation Targeting* junto com um movimento em direção a desvalorizações controladas do Shekel levaram a desencorajar ataques especulativos e aumentar o enfoque no controle da inflação estabelecendo a taxa de inflação desejada.

Aspectos Operacionais

As autoridades monetárias decidiram utilizar o IPC como variável de meta para o regime de *Inflation Targeting*. Apesar do IPC ser escolhido como meta, ele não serve por si só para determinar a política monetária. O IPC expurgado, que era a medida de inflação que excluía os preços das commodities foi mais baixo que o IPC em 5 dos 6 anos seguintes a 1992 e também foi o menos volátil.

A meta de inflação para 1992 foi formulada como um intervalo estreito no valor de 1%; e as metas para 1993 e 1994 foram formuladas como metas pontuais. Entretanto, a partir de 1995 as metas têm sido formuladas num intervalo maior no valor de 2% a 3%. A ligação entre a inflação e os instrumentos de política monetária não é estável no curto prazo e, sendo assim, o estabelecimento de uma banda para o regime de *Inflation Targeting* é visto como essencial. No curto prazo a economia é afetada por diversos choques principalmente pelo lado da oferta o que contribui bastante para o desvio em relação à meta estabelecida.

A utilização de um intervalo de meta incoraja os mercados financeiros e o público a focar nos limites da banda, especialmente o limite superior, ao invés da meta central. Além disto, a prática de anunciar as metas apenas para o ano seguinte levou a um extremo gradualismo na velocidade de queda da inflação, o que foi necessário para manter o apoio dos agentes econômicos à meta de estabilidade de preços em face aos custos reais derivados da deflação.

A meta de inflação para o ano de 1992 foi de 14% a 15%, seguida de metas de 10% para 1993, 8% para 1994, e assim por diante. A decisão do valor da meta levou em conta fatores políticos e econômicos. O dia do anúncio da meta variava, o que

provavelmente reduzia a transparência e aumentava a incerteza. A meta para o ano de 1994 foi anunciada em Julho de 1993, o que refletiu um certo otimismo.

O nível da taxa de câmbio em Israel era determinado pela meta de inflação e pela inflação do resto do mundo ligadas pela relação entre o poder de paridade de compra. Quanto mais estreita for a banda cambial, maiores serão as restrições com relação à política monetária e maior será a possibilidade de ocorrerem ataques especulativos, fazendo com que a economia doméstica fique extremamente vulnerável a choques macroeconômicos e decisões políticas advindas do exterior. Por outro lado, se a banda cambial é larga, a meta cambial pode ser uma forma inadequada de se estabelecer uma âncora nominal. O câmbio, de certa forma, era utilizado como uma meta intermediária, pois a depreciação da taxa de câmbio israelense deveria ser igual à diferença entre a inflação de Israel e a externa. Israel conseguiu aumentar sua credibilidade mudando a ênfase: do câmbio para as metas de inflação, não havendo nenhuma perda de credibilidade, aumento de inflação e/ou de expectativas inflacionárias ou instabilidade cambial.

O banco central monitorava uma variedade de séries de inflação e media as expectativas que derivavam da comparação entre os retornos dos títulos indexados e não indexados com maturidades similares, utilizava também informações com relação ao crescimento de M1, preços dos ativos e indicadores do estado real da economia. A sofisticação e a complexidade do mercado financeiro de Israel fez com que o banco central não conseguisse atingir as expectativas do setor privado e, com isto, conduzir intervenções esterelizadoras no mercado externo.

Até março de 1998, o banco central não publicou nenhum *Inflation Report* oficial. O que publicavam era um documento trimestral com 10 páginas sobre o desenvolvimento econômico recente apontando uma diversidade de indicadores que mediam o estado da economia (indústria, mercado de trabalho, comércio exterior, balanço de pagamentos, preços, finanças do governo, mercado de capitais, etc). No entanto este documento não continha discussões nem previsões dos efeitos destes indicadores sobre a política monetária. Este documento aumentava a incerteza dos agentes econômicos quanto aos esforços do banco central em conduzir a política monetária. O banco central tinha bastante independência para conduzir a política monetária no seu dia a dia, no entanto o ministro das finanças, com o conselho e a cooperação do banco central, era responsável por estabelecer as metas de inflação, dando ao banco central a responsabilidade de atingí-las (assim como no Canadá e na Nova Zelândia). Esse estabelecimento conjunto das metas pelo ministro das finanças e o banco central refletia a grande relação existente entre as metas de inflação e a política cambial.

Existia um conflito entre a política fiscal e monetária na medida em que o foco da política monetária era a estabilidade de preços e o da fiscal era o crescimento econômico. Assim como no Canadá e na Nova Zelândia o *Inflation Targeting* em Israel forçou o governo a compreender os efeitos dos gastos do governo sobre a inflação e suas expectativas.

Como foi o regime de *Inflation Targeting* nos primeiros 2 anos?

Desde 1992 as metas de inflação foram alcançadas ou excederam em menos de 1% a inflação média do ano. Além disto, a taxa de câmbio israelense atingiu sempre a parte inferior da banda. A inclinação da banda cambial passou a ser determinada pela diferença entre o *Inflation Targeting* e a previsão da inflação externa. É importante também observar que, a partir de 1992, as taxas de juros ganharam o papel central no esforço de atingir as metas de inflação .

Em 1993, a importância relativa da meta cambial e da meta de inflação ainda era ambígua. Neste ano, o banco central determinou 3% de desvalorização do Shekel com objetivo de compensar os efeitos da redução dos subsídios à exportação, atribuindo à competitividade do setor privado a principal razão para esta ação.

No final de 1994, ocorreu uma grande pressão inflacionária em virtude basicamente a uma política fiscal expansionista, que acarretou num super aquecimento da economia reduzindo fortemente o desemprego.

IV - A EXPERIÊNCIA BRASILEIRA⁷

O processo de estabilização da economia brasileira iniciado em julho de 1994, levou a uma redução gradativa e imediata da inflação anual. Essa redução foi em consequência de diversas medidas adotadas neste período tais como:

- Redução substancial do tamanho do setor público através de privatizações de empresas estatais que operavam nos setores de telecomunicações, química, etc.

⁷ Esta subseção baseia-se em: Bernanke, B. S. Laubach, T. Mishkin, F. S. e Posen, A. S. "Inflation Targeting: Lessons from Internacional Experience"; Donough, W. J. Mishkin, F. S. e Posen, A. S." Federal reserve Bank of New York's". Economis Policy Review, number 3. August 1997, Central Bank of Brazil' Research Department. "Operational and Technical Issues in the Adoption of an Inflation Targeting Framework in Brazil"; Banco central do Brasil, "Relatório de Inflação, junho de 1999.

Todas estas medidas contribuíram para o crescimento real da produção, no entanto, o ajuste fiscal que poderia ter contribuído para um crescimento ainda maior foi adiado, devido aos políticos não estarem suficientemente convencidos de sua urgência.

Como consequência disto, o Brasil permaneceu vulnerável a crises de confiança que se tornaram realidade quando a Rússia declarou moratória em agosto de 1998 levando à saída de uma grande quantidade de capitais dos países emergentes. Houve uma grande retração nos fluxos de financiamento externos, em virtude da reavaliação na percepção dos riscos por parte dos investidores internacionais, afetando principalmente a América Latina. No Brasil, o volume negociado na bolsa de mercadorias e futuros BM&F diminuiu cerca de 40% nos meses que se seguiram à intensificação da crise financeira russa, estabilizando-se neste patamar até março de 1999.

Objetivando contornar a crise, o Brasil aumentou suas taxas de juros de curto prazo (política monetária restritiva) e anunciou um forte ajuste fiscal, além de negociar um pacote preventivo de suporte financeiro com o FMI no valor de US\$ 41,5 bilhões. Inicialmente, o governo obteve sucesso na implementação das medidas do pacote fiscal, mas a credibilidade continuou fraca em virtude da percepção de que alguns estados importantes não ajustariam suas finanças, já que novos governadores assumiram, alguns da oposição, e o governador do estado de Minas Gerais, que era de um partido da coligação que apoiava o presidente da república, decretou moratória de sua dívida inclusive junto ao governo central, criando um sentimento de insegurança de que outros estados seguissem o mesmo exemplo.

As reservas internacionais permaneceram fortemente pressionadas. Houve então uma decisão de efetuar uma desvalorização de 8% no câmbio e ampliar a banda

cambial. Imediatamente, o mercado passou a trabalhar no limite superior da banda e a pressão na saída das reservas internacionais aumentou. Em 15 de janeiro de 1999, o banco central reconhecendo que não tinha como controlar o câmbio, decidiu tornar a taxa de câmbio flexível, deixando o mercado defini-la livremente (a desvalorização adicional foi de 50%). É importante observar que a desvalorização ocorreu devido a necessidade de um realinhamento de preços relativos e não porque havia a presença de um processo inflacionário.

Durante este período, as altas taxas de juros levaram a um comportamento conservador das instituições financeiras em suas operações de crédito devido ao alto risco de inadimplência.

A Adoção do Regime de *Inflation Targeting* pelo Brasil

A inflação aumentou bastante até março de 1999 como resultado do *overshooting* da taxa de câmbio que ocorreu no início deste mesmo mês. Os consumidores brasileiros se acostumaram com a estabilidade de preços e, quando os preços começaram a aumentar, a demanda agregada se reduziu. Isto forçou a negociações entre clientes e fornecedores as quais levaram a uma diluição dos efeitos da desvalorização cambial. O fim da âncora cambial demonstrou a necessidade de se Ter uma âncora nominal para a política econômica.

A política monetária associada a um forte ajuste fiscal e uma firme política salarial no setor público seriam os instrumentos utilizados para prevenir contra uma espiral inflacionária e levar a uma rápida desaceleração da taxa de inflação. A depreciação levou a um aumento da competitividade da economia brasileira e, como

consequência, se esperava uma melhoria no saldo da balança comercial via aumento das exportações e diminuição das importações, além de também levar a uma aumento nos investimentos externos diretos.

O governo também pretendia reduzir o percentual da dívida pública/PIB e, para isto, era necessário uma redução nas taxas de juros reais que seriam decorrentes da implementação do regime de *Inflation Targeting*, de um grande ajuste fiscal e da mudança para um regime de câmbio flutuante. O *Inflation Targeting* seria a âncora nominal e as reformas estruturais se manteriam dando grande prioridade a Lei de Responsabilidade Fiscal que daria suporte à obtenção do superávit primário requerido para estabilizar a razão dívida pública/PIB; além disto o governo queria acelerar os processos de privatização.

Aspectos Operacionais

Assim como na Inglaterra e na Suécia, a adoção do regime de *Inflation Targeting* no Brasil sucedeu a mudança no regime cambial para um câmbio flexível. Assim como na Inglaterra e na Suécia o Brasil adotou o *Inflation Targeting* com a economia desacelerada, o que supostamente auxiliaria no alcance das metas inflacionárias em virtude da fraca demanda agregada resultante. Além disto a introdução deste regime foi acompanhada de uma proposta de um grande programa de reformas econômicas, assim como na Nova Zelândia.

As metas inflacionárias seriam determinadas pelo ministro das finanças, sendo o banco central o responsável por atingí-las. As metas de inflação foram estabelecidas com um intervalo de tolerância de 2% para cima ou para baixo, e o índice de preços ao

consumidor amplo (IPCA) foi o índice de preços escolhido para aferí-las. O IPCA é calculado pelo instituto brasileiro de geografia e estatística (IBGE) desde dezembro de 1979, sendo o índice com maior abrangência, pois envolve pesquisa em 11 localidades: as regiões metropolitanas de São Paulo, Rio de Janeiro, Belo Horizonte, Salvador, Recife, Fortaleza, Belém, Curitiba e Porto Alegre, o município de Goiânia e Brasília, e considera o perfil de consumo das famílias com renda entre 1 e 40 salários mínimos. O índice é calculado pela média aritmética ponderada dos 11 índices regionais calculados segundo o índice de Laspeyres à exceção de alguns itens sazonais alimentícios onde é aplicado o índice de Paasche. O período de coletas de dados corresponde ao mês civil e a publicação dos resultados ocorre com defasagem de aproximadamente 10 dias. No entanto, a defasagem de publicação e o cálculo do índice ser realizado por uma instituição do governo são pontos contrários à utilização do IPCA como aferidor da meta. Além disto, vale recordar que o IPCA utiliza critério de competência, ou seja, os aumentos são captados a partir de sua vigência.

O Comitê de Política Monetária (COPOM) seria o responsável por determinar os instrumentos de política monetária, especialmente as taxas de juros de curto prazo visando a garantir a meta de inflação definida, e seus membros se encontrariam regularmente em intervalos de 5 semanas, sendo as decisões tomadas por votos majoritários. Estas seriam anunciadas imediatamente após o término das reuniões – via uma sucinta explicação impressa explicando as razões pelas quais as decisões foram tomadas.

Anteriormente, o COPOM era o responsável por fixar, periodicamente, a taxa básica do banco central (TBC), que correspondia ao custo de assistência financeira com lastro em títulos federais até o limite operacional determinado pelo montante de

depósitos a vista e a prazo na instituição bancária e a taxa de assistência do banco central (TBAN), que consistia na taxa punitiva que referenciava o custo da assistência financeira dos limites operacionais. Desta forma o mercado se equilibrava, em circunstâncias normais, por meio das operações interbancárias a taxas próximas à TBC. Em situações de maior instabilidade do mercado financeiro o banco central, objetivando facilitar a calibragem diária das taxas de juros, permitia o deslocamento do nível de reservas bancárias em relação às exigibilidades a fim de influenciar as taxas, via operações de financiamento de títulos.

Através do que foi descrito acima percebemos que as autoridades monetárias, após a implementação do regime de *Inflation Targeting*, passaram a ter uma participação mais ativa na determinação das taxas básicas de juros da economia, via intervenções constantes do banco central e não mais apenas pela ação das instituições financeiras via operações de arbitragem com a TBC.

Além disto, ocorreram outras mudanças:

- Publicação do *Inflation Report* trimestral, contendo os principais aspectos relativos à performance do regime *Inflation Targeting*; este relatório incluiria explicações detalhadas dos resultados atingidos além de uma projeção para a inflação futura.
- Introdução, como instrumento de política monetária, da taxa do Sistema Especial de Liquidação e Custódia (SELIC) e o seu viés, expresso como elevação ou redução potencial da taxa, que são fixados a cada reunião do COPOM. As alterações na taxa de juros, no período entre as reuniões do COPOM, poderão ser efetuadas pelo presidente do banco central conforme o viés estabelecido. Até o início de março a

taxa SELIC era estabelecida diariamente pelo mercado interbancário a partir da faixa de flutuação da taxa de juros fixada pelo COPOM em cada reunião.

- As operações de assistência financeira passaram a ter encargos referenciais pela taxa SELIC acrescida de adicional, conforme as garantias oferecidas e a frequência da utilização. As operações garantidas por títulos federais teriam um adicional de 2% ao ano, independentemente da frequência de utilização.

O caso brasileiro sugere que mudanças nas taxas de juros produzem efeitos sobre a inflação com uma defasagem de 6 a 9 meses. Cabe recordar que o ajuste fiscal é um ponto essencial para manter a trajetória descendente das taxas de juros além da melhora na balança comercial via redução das importações e aumento das exportações. No entanto, as exportações tendem a apresentar uma maior defasagem de resposta a uma desvalorização cambial do que as importações, dado a necessidade de se redirecionar a produção do mercado interno para o externo.

Outro ponto importante, é que, após a desvalorização, as operações realizadas com títulos pelo banco central se concentravam em papéis indexados ao dólar com o objetivo de reduzir a percepção de risco cambial por parte dos investidores.

Além disto, houve um aumento na fonte de receita do governo via elevação, a partir de fevereiro de 1999, da Contribuição para Financiamento da Seguridade Social (COFINS), incidente sobre o faturamento das empresas, de 2% para 3%, e a extensão de sua cobrança às instituições financeiras.

Como tem sido o Regime de *Inflation Targeting*?

Com relação ao programa de ajuste fiscal estabelecido para o período de 1999 a 2001, o congresso nacional já aprovou praticamente todas as medidas. No entanto, a demora na aprovação da Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira (CPMF), da contribuição previdenciária para os inativos e pensionistas do setor público e a elevação da contribuição previdenciária dos servidores ativos do setor público, levou o governo a adotar medidas compensatórias a fim de assegurar o cumprimento das metas de superávit primário previstas para o ano corrente. Foram estabelecidos cortes adicionais de gastos do orçamento as união, além da elevação da alíquota da Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL) e do IOF, suspensão de concursos públicos e nomeações correção das curvas salariais de progressão funcional e suspensão do crédito presumido sobre produtos industrializados (IPI) a título de ressarcimento da COFINS e do PIS/PASEP incidentes nos produtos industrializados.

O governo federal busca saneamento fiscal permanente, indispensável para a sustentação da estabilidade econômica. Esta busca se reflete tanto nas medidas de reforma fiscal, tributária e previdenciária como nos resultados superavitários obtidos neste ano, de acordo com o previsto no programa de estabilidade fiscal.

Com relação à balança comercial, verificou-se que as exportações foram atingidas negativamente pela queda nos preços internacionais da commodities, pela redução da demanda mundial e pela contração das linhas de crédito. A reação do setor exportador à desvalorização cambial é lenta mas mesmo assim propiciou um aumento da renda em reais por unidade de produto exportado, o que induzirá a realocação de fatores de produção para os setores de bens comercializáveis externamente. Por outro lado, as

importações foram reduzidas como resultado do desaquecimento da atividade interna e principalmente pela desvalorização cambial.

No entanto, espera-se uma recuperação das economias asiáticas, em particular a japonesa, levando a um aumento na demanda por mercadorias em geral, inclusive as agrícolas. Por outro lado, o aumento na tarifa dos serviços públicos e de preços dos combustíveis geraram um aumento significativo da inflação, cuja a projeção atual é situar-se no intervalo superior de tolerância (entre 8% e 10%). O aquecimento previsto da economia pode comprometer o atingimento da meta do ano de 2000 (6%) pelo repasse aos preços para o consumidor da defasagem em 1999 entre os preços por atacado (em torno de 20%) e os preços para consumidor (em torno de 9%), relançando a possibilidade de contaminação inflacionária na economia.

A capacidade do Brasil reverter o déficit comercial com o resto do mundo por meio do aumento das exportações depende, em grande parte, da regularização das linhas de crédito comercial e do crescimento da economia mundial. As linhas de crédito tem apresentado evolução favorável, mas com relação ao crescimento da economia mundial, excluindo-se os EUA, as projeções são muito modestas.

Em regimes de câmbio flutuante, bruscos movimentos de capital provocam ajustes igualmente bruscos na taxa de câmbio que repercutem na inflação doméstica via variação dos preços relativos entre os bens comercializáveis e não comercializáveis com o exterior. No entanto, a experiência brasileira tem mostrado até agora que o repasse das variações cambiais para os preços internos foi relativamente baixo no curto prazo ao contrário do que se imaginava inicialmente, em virtude, possivelmente, da recessão econômica e da maior concorrência no mercado interno.

Com relação à balança de serviços, as despesas com viagens internacionais se reduziram significativamente em decorrência da desvalorização cambial porém não houve aumento na receita com viagens. As despesas com fretes também se reduziram como decorrência da queda no volume de importações. As remessas líquidas de rendimentos de capital (juros, lucros e dividendos) aumentaram. Isto foi atribuído ao aumento do pagamento líquido relativo a juros que refletiu o crescimento da dívida externa ao longo de 1998 assim como o seu custo médio.

Analisando a conjuntura internacional, vale destacar dois choques adversos com efeitos sobre o prêmio de risco do Brasil e, conseqüentemente, sobre a trajetória da taxa de câmbio: o primeiro, tem origem nos EUA com o aumento das taxas de juros básicas americanas. Este aumento é decorrente da possibilidades de inflação futura como resultado da euforia de consumo nos EUA, além do baixo desemprego e dos altos preços de ações e cotas de fundos mútuos de investimento. A política dos EUA nos últimos anos tem sido conduzida com um olho nos seus efeitos sobre o resto do mundo e, assim, deve continuar porque as perspectivas de crescimento das economias asiáticas centradas no Japão e nos principais países da União Européia (Alemanha, França e Itália) enfrentam problemas para reduzir suas taxas de desemprego e acelerar seu crescimento.

O segundo choque decorre da percepção dos investidores internacionais de que os riscos associados aos países emergentes aumentaram em virtude do primeiro choque descrito acima.

V – ANÁLISE COMPARATIVA⁸

Observando o gráfico 1 verificamos que após a adoção do regime de *Inflation Targeting* todos os países apresentaram quedas nas suas taxas de inflação em relação aos níveis apresentados anteriormente. Além disto, constatamos que todos os países com exceção de Israel, apresentavam taxas de inflação de 1 dígito antes da adoção do regime de *Inflation Targeting*, mostrando que todos já possuíam uma certa estabilização do nível de preços.

Percebemos que os países que desvalorizaram suas moedas proximamente à adoção do regime de *Inflation Targeting*, reduziram suas taxas de inflação de forma mais lenta do que os outros países, em virtude dos aumentos dos preços de importação e sua propagação pela economia. Este efeito é tão mais acentuado quanto mais a economia estiver aquecida. Desta forma, concluímos que as desvalorizações possuem um impacto significativo sobre as taxas de inflação.

⁸ Os dados apresentados foram obtidos no Internacional Financial Statistics, no IBGE e no

A Inglaterra modificou seu sistema cambial juntamente com a adoção do regime de *Inflation Targeting*, ou seja, passou para um regime de câmbio flexível; já o Brasil adotou o regime de *Inflation Targeting* poucos meses após a sua mudança de regime cambial passando para um sistema de câmbio flexível.

Outro ponto importante a se destacar é que a adoção do regime de *Inflation Targeting* não tem efeito imediato sobre a inflação, ou seja, demora um certo tempo até que este instrumento de política monetária afete o nível de preços, variando de um país para o outro dependendo das suas condições macroeconômicas.

A queda da inflação após a adoção do regime de *Inflation Targeting* decorre da maior confiança dos agentes econômicos na economia. Como os agentes econômicos são racionais, o regime de *Inflation Targeting* atua como uma âncora para as expectativas destes, reduzindo suas incertezas com relação ao futuro das economias e possibilitando com que estas reduzam suas taxas de juros nominais, como observamos no gráfico 2.

A redução das taxas de juros influi positivamente no crescimento econômico dos países direcionando maiores recursos para a produção cuja a rentabilidade se torna mais atrativa que a aplicação no sistema financeiro. Por outro lado, é importante observar que quanto mais longe do produto potencial uma economia está, maior espaço haverá para reduzir as suas taxas de juros sem que isto acarrete em pressões inflacionárias.

Observando o gráfico 3 percebemos também que todos os países apresentaram quedas nas suas taxas de juros reais após a adoção do regime de *Inflation Targeting*. Observando o gráfico 3 e 6 conjuntamente, percebemos que Israel antes da adoção do regime de *Inflation Targeting* apresentava juros reais negativos elevados o que

possivelmente contribuiu para um crescimento real do PIB. Após 6 meses de adoção do regime de *Inflation Targeting* Israel passou a apresentar taxas de juros reais positivas, o que possivelmente contribuiu para uma redução do PIB real. Em meados do segundo ano após a adoção do regime de *Inflation Targeting*, Israel voltou a apresentar taxas de juros reais negativas e uma retomada do crescimento do PIB real.

Com relação ao gráfico 4, o Brasil sofreu uma desvalorização decorrente da mudança de seu regime cambial para câmbio flexível. No caso brasileiro, a desvalorização ocorreu em janeiro de 1999 e se olharmos para o gráfico 1 veremos que a partir desta data começa a ocorrer uma retomada do crescimento da inflação. No entanto, os efeitos da desvalorização sobre os preços não foram tão acentuados em virtude do nível de atividade econômica.

A Inglaterra também apresentou uma desvalorização no seu câmbio nominal quando adotou o regime de *Inflation Targeting* apesar desta ser bem menos acentuada que no caso brasileiro. Israel apresentou uma desvalorização da sua taxa de câmbio nominal 10 meses antes da implementação do regime de *Inflation Targeting* e outra 10 meses após. Verificamos no gráfico 1 que estas desvalorizações impactaram a inflação devido ao efeito propagador desta na economia. A Suécia também apresentou uma desvalorização um pouco antes da adoção do regime de *Inflation Targeting* causando um certo impacto sobre o nível de preços.

Analisando o gráfico 5, percebemos que a taxa de câmbio real desvalorizou para a Inglaterra, para o Brasil e para a Suécia. Em Israel, no entanto, a desvalorização ocorrida no câmbio nominal 10 meses antes da adoção do regime de *Inflation Targeting*

foi compensado pelo aumento da inflação fazendo com que o câmbio real permanecesse estável. somente a segunda desvalorização afetou o câmbio real

Analisando a tabela 6 verificamos que a maioria dos países apresentou um incremento na sua relação déficit fiscal/PIB nominal após a adoção do regime de *Inflation Targeting*. No Canadá o déficit fiscal/PIB nominal aumentou em função do déficit fiscal. Na Inglaterra houve um aumento do déficit fiscal/PIB nominal em troca de um aumento significativo do PIB real no primeiro ano após a adoção do regime de *Inflation Targeting*, no entanto, no segundo ano o déficit fiscal/PIB nominal se reduziu para os níveis da época de adoção do regime de *Inflation Targeting* com um crescimento do PIB real ainda alto.

VI – CONCLUSÕES

Verificamos que em todos os países estudados neste trabalho o regime de *Inflation Targeting* obteve sucesso alcançando uma redução e estabilidade dos níveis de preços que não retornaram ao patamares anteriores.

A Inglaterra deve seu sucesso, em grande parte, ao enfoque do banco central com relação a transparência para o público, possibilitando a este explicações convincentes do andamento da política monetária. O banco central desenvolveu inovações de meios de comunicação especialmente através do *Inflation Report*, que foi largamente utilizado por outros países como o Brasil. A criação deste *Inflation Report* foi resultado da relativa pouca independência que o banco central inglês possuía sendo esta publicação uma forma de se comunicar com os agentes econômicos.

Verificamos também que o regime de *Inflation Targeting* serviu como uma forma de alterar e ancorar as expectativas de inflação dos agentes econômicos, além de auxiliar no enfoque da estabilidade de preços, principal objetivo de longo prazo. Além disto, a credibilidade e a flexibilidade com relação a política monetária são pontos essenciais para que o regime de *Inflation Targeting* tenha sucesso.

O banco central deve ter independência operacional para estabelecer a política monetária, no entanto nenhum outro fator, que não a inflação, deve condicionar as decisões de política monetária, tais como a dominância fiscal.

Com relação à economia brasileira, verificamos que assim como a Inglaterra e a Suécia a implementação do regime de *Inflation Targeting* foi próxima a uma variação cambial. O Brasil adotou o regime de *Inflation Targeting* quando a sua economia estava desacelerada, assim como Inglaterra e Suécia.

Através deste trabalho, percebemos que diversos pontos são extremamente importantes para a obtenção de sucesso na implementação do regime de *Inflation Targeting*:

- Ter uma meta clara, ou seja, ser explícito na definição da meta e do período no qual esta será atingida, além de definir o índice de preços utilizado como meta e seu intervalo de tolerância.
- Ter uma visão clara sobre os mecanismos de transmissão de política monetária, sendo explícito sobre o papel da taxa de juros de curto prazo, taxa de juros de longo prazo, taxa de câmbio, moeda e crédito, além de estar ciente dos principais fatores que afetam a demanda agregada e a inflação.
- Monitorar de forma precisa as variáveis que possam afetar a inflação. Com exceção da Nova Zelândia, todos os países estudados separaram a entidade responsável pelo alcance das metas da responsável por medi-la
- Ter credibilidade e suporte político

- Explicar de forma transparente aos agentes econômicos e ao público em geral, as projeções e os modelos-chaves assim como definir as entidades responsáveis por atingir às metas.
- Definir meios de comunicação adequados (conteúdo e forma) possibilitando explicações convincentes da evolução dos indicadores econômicos e da política econômica adotada.
- Aprender com os erros.

Sendo assim, verificamos que o regime de *Inflation Targeting* requer um forte comprometimento das autoridades monetárias na perseguição das metas assim como das demais esferas executivas e legislativas, a fim de que as metas sejam atingidas.

VII – BIBLIOGRAFIA

- Debelle, G. Masson, P. Savastano, M. e Sharma, S. “Inflation targeting as a Framework for Monetary Policy Inflation Targeting”.
- Leiderman, L. e Bufman, G. “Inflation Target under a Crawling Band Exchange Rate – Regime: Lessons from Israel”. April,1999.
- Masson, P. Savastano, M. e Sharma S. “ The Scope for Inflation Targeting in Developing Countries”.
- Sherwin, M. “ Strategic Choices in Inflation Targeting: The New Zealand Experience”. IMF & Central Bank of Brazil Conference, Rio de Janeiro 3-5 May, 1999.
- Longworth, D. “ The Canadian Monetary Transmission Mechanism and Inflation”. Bank of Canada.
- Mc Donough, W. J. Mishkin, F. S. e Posen, A. S. “Federal Reserve Bank of New York’s”. Economic Policy Review, number 3, August 1997.

- Bernanke, B. S. Laubach, T. Mishkin, F. S. e Posen, A. S. “ Inflation Targeting: Lessons from Internacional Experience”
- Central Bank of Brazil’ Research Department. “Operational and Technical Issues in the Adoption of an Inflation Targeting Framework in Brazil”.
- Banco Central do Brasil, Relatório de Inflação, junho de 1999.