

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

SISTEMA DE METAS DE INFLAÇÃO: A ANÁLISE DO CASO BRASILEIRO E DE
OUTROS PAÍSES QUE ADOTAM O SISTEMA

Renata Duarte Bereicôa

No. de matrícula: 941 6484 – 6

Orientador: Prof. José Márcio Camargo

Novembro de 1999

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

ÍNDICE

CAPÍTULO I) INTRODUÇÃO	4
CAPÍTULO II) CONCEITOS E CARACTERÍSTICAS GERAIS	7
CAPÍTULO III) DOIS PAÍSES QUE ADOTAM O REGIME DE METAS PARA INFLAÇÃO: NOVA ZELÂNDIA E CANADÁ	19
III.1) Nova Zelândia	19
III.2) Canadá	24
CAPÍTULO IV) SISTEMA DE METAS PARA A INFLAÇÃO EM PAÍSES EM DESENVOLVIMENTO	29
IV.1) Israel	32
CAPÍTULO V) BRASIL: A MAIS RECENTE EXPERIÊNCIA DE REGIME DE METAS PARA A INFLAÇÃO	36
CAPÍTULO VI) CONCLUSÃO	47
ANEXO I	49
ANEXO II	50
BIBLIOGRAFIA	52

AGRADECIMENTOS:

Agradeço ao Professor José Márcio Camargo e à Sra. Simone Lopes pela orientação e aos meus pais pela paciência e compreensão a mim dispensadas.

CAPÍTULO I) INTRODUÇÃO

O uso de ferramentas monetárias tem uma longa história. Quando a maioria dos países ainda não possuía banco central, estes operavam sob o regime intitulado Padrão Ouro. Cada país fixava o preço de sua moeda em termos de ouro e trocava moeda doméstica por ouro sempre que fosse preciso defender o preço oficial. A oferta mundial de moeda era determinada pela oferta de ouro. Uma das razões do fracasso desse sistema constituiu o fato de que a política monetária não era determinada em função das necessidades econômicas do país, mas sim pelo mercado mundial de ouro.

Podemos citar outras ferramentas tais como taxa de câmbio fixa e, mais recentemente, metas para a inflação. Este regime, mais conhecido por *Inflation Targeting*, propõe uma meta de crescimento para um índice de inflação escolhido. Esta meta é anunciada no início de um período e, então, perseguida pelo banco central. Com a meta estabelecida, a política monetária passa a ter como objetivo único alcançá-la.

A adoção da sistemática de metas para a inflação reflete a dificuldade que os países vêm enfrentando na condução da política monetária via taxa de câmbio fixa ou outra variável monetária como meta intermediária. Além disso, este sistema possibilita uma maior transparência e consistência da política adotada pelo banco central.

Ainda são poucos os países que adotam este sistema, na maior parte países desenvolvidos. Entretanto, mais recentemente, países em desenvolvimento passaram a adotar esta ferramenta. Dentre esses, encontra-se o Brasil, que a partir de junho de 1999

passou a adotar o novo regime monetário. O índice escolhido como referência foi o IPCA, Índice de Preços ao Consumidor Ampliado do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística – IBGE.

O objetivo deste trabalho é descrever o sistema de metas para a inflação, comentando suas principais características e implicações. Além das características gerais será feito um breve estudo de caso de quatro países: Nova Zelândia, Canadá, Israel e, finalmente, Brasil.

Inicialmente será feita uma apresentação do regime como um todo. Serão enumeradas as principais características, vantagens, desvantagens e requisitos básicos para a sua implementação.

A segunda abordagem consiste em um estudo de casos. Serão descritos os regimes de metas para a inflação na Nova Zelândia, que foi o primeiro país a adotá-lo, e no Canadá. O tipo de índice de preços adotado, o horizonte da meta e o método de estimação utilizado, são algumas das características analisadas.

O quarto capítulo se refere ao sistema de metas para a inflação em países em desenvolvimento. Esses países estão cada vez mais tornando-se adeptos do sistema, entretanto, suas dificuldades são bastante significativas, principalmente se comparados aos países desenvolvidos. Além de analisar esses países de maneira geral, nesse capítulo será feito um outro estudo de caso: Israel.

No quinto capítulo, será estudado o caso do Brasil, que foi o primeiro país emergente a adotar a sistemática de metas para a inflação. Sua recente implementação não permite análises mais profundas. Entretanto, considerações mais importantes serão feitas nesse capítulo, que irá descrever o regime na teoria e fazer um pequeno comentário sobre os resultados obtidos até o momento.

Além desses capítulos e da conclusão do trabalho, serão apresentados os anexos I e II contendo um gráfico da evolução do IPCA e o decreto que instituiu o regime de metas para a inflação no Brasil.

CAPÍTULO II) CONCEITOS E CARACTERÍSTICAS GERAIS

A inflação representa um aumento no nível geral de preços decorrente de um aumento na oferta de moeda ou crédito. Seus principais efeitos são: distorção nos preços, erosão na poupança, desestímulo aos investimentos, estímulo a aplicação em ativos estrangeiros, inibição do crescimento, redução da capacidade de planejamento econômico e, na sua forma extrema, pode causar distúrbios sociais e políticos.

Os governos buscam, então, acabar com este mal adotando políticas fiscal e monetária sustentáveis. Até hoje, constatou-se no mundo três regimes ou estruturas na condução de política monetária. Podemos identificar três âncoras referentes a estes regimes: agregados monetários, taxa de câmbio e metas para a inflação.

Conduzir a política monetária sem uma âncora é possível, porém envolve algum risco. Supondo que não haja qualquer restrição para a política monetária e que, por algum motivo, ocorra um aumento da inflação esperada pelo público, este aumento coloca os responsáveis pela política monetária frente a um dilema: acomodar este aumento nas expectativas e assim assumir que não há como controlar o aumento da inflação ou resistir ao aumento da inflação através de uma política monetária restritiva causando recessão.

Assim, na ausência de uma âncora, movimentos nas expectativas de inflação podem ser induzidos por uma série de fatores que tornam sua previsão e controle bastante difíceis. Reconhece-se então que a política monetária é mais eficiente na presença de uma âncora.

O primeiro regime adotado, que é o de preferência dos monetaristas, é baseado na existência de uma relação estável entre algum agregado monetário relevante e o comportamento da inflação a médio e longo prazo. Este regime esteve presente em diversas economias nos anos 80. O problema deste regime é que o crescimento da moeda e dos seus multiplicadores está sujeito a relações pouco estáveis, influenciadas por mudanças tecnológicas e dos mercados tornando este regime pouco eficaz.

Um segundo regime é voltado para as taxas de câmbio, ou seja, utilizam o controle do câmbio para monitorar a taxa de inflação. É sabido que, em particular em economias que saem de um processo de hiperinflação, a taxa de câmbio, entre outros, é utilizada como instrumento para a coordenação de expectativas de inflação futura. Não há nenhum caso bem sucedido de controle de hiperinflação em que o câmbio, junto com outras medidas, em particular na área fiscal e na área de mudanças estruturais, não seja uma das âncoras importantes no processo de correção.

A meta de câmbio como mecanismo de ancoragem funciona, mas o abuso pode desencadear uma crise. O país que adota este regime está submetido aos impactos de um possível choque externo. A dificuldade nesse regime surgiu com a crescente globalização e informatização dos mercados financeiros e, em consequência, com o risco cada vez maior de um ataque especulativo contra as moedas sobrevalorizadas de países econômica e politicamente problemáticos, em geral países emergentes.

A inadequação da metodologia tradicional na condução da política econômica serviu de elemento catalisador na reação que gerou um regime mais moderno: metas para a inflação. O reconhecimento de que as âncoras mais comumente usadas, tais como agregados monetários e taxa de câmbio são ineficazes ou de difícil sustentação no longo prazo, levou diversos países a abandonarem esses regimes e adotarem o regime de metas para a inflação. O seu uso vem se disseminando rapidamente, mas ainda é

relativamente recente. Foi introduzido pela primeira vez na Nova Zelândia em 1990 e atualmente é adotado em pouco mais de cinquenta países.

Este regime funciona como um coordenador de expectativas sobre a inflação futura. Vale dizer que esta sistemática nada tem a ver com indexação, já que esta última se relaciona à inflação passada.

O surgimento desse regime demonstra que os *policymakers* estão menos confiantes na eliminação das flutuações na economia através da política monetária. Economistas defendem que, no longo prazo, a única variável macroeconômica que a política monetária pode afetar é a taxa de inflação. Além disso, argumentam que a estabilidade da inflação a níveis baixos propicia o alcance dos outros objetivos macroeconômicos.

O regime de metas para a inflação ou *Inflation Targeting Regime* é uma ferramenta da política monetária cuja característica principal é o anúncio oficial de uma meta quantitativa ou uma faixa para a taxa de inflação. O objetivo de longo prazo da política monetária é uma taxa de inflação baixa e estável. Esta ferramenta garante a disciplina do banco central sem eliminar sua flexibilidade.

Um argumento a favor da estabilidade de preços surge da concordância cada vez maior entre os economistas de que uma taxa de inflação baixa representa uma pré condição para o crescimento econômico no longo prazo.

Neste regime, o principal objetivo da política monetária é alcançar a meta anunciada. Qualquer outra meta só deve ser determinada se for consistente com a meta para a inflação.

Obviamente quanto mais preciso é o alvo, mais fácil é detectar se ele foi atingido ou não. Quando a meta não é atingida, os responsáveis pela política econômica têm que se explicar e isso aumenta ainda mais a transparência e a credibilidade do banco central.

A credibilidade de um banco central é importante na medida em que ajuda na formulação das expectativas do público em relação à inflação futura. Se as pessoas acreditam que o banco central irá cumprir seu compromisso de alcançar a estabilidade de preços, irão aceitar menores aumentos de salário nominal, incorporarão menor inflação e menores prêmios de risco aos preços dos ativos e, além disso, serão capazes de estabelecer compromissos de longo prazo. Esse efeito da credibilidade ajuda a reduzir a perda de produto que tipicamente acompanha políticas monetárias antiinflacionárias.

As metas para a inflação são designadas para ajudar o banco central a alcançar uma estabilidade de preços de longo prazo de três formas: mudando a política monetária de uma “âncora nominal”, melhorando a transparência da política monetária e realçando a credibilidade do banco central em combater a inflação.

A âncora, como já havia sido dito, funciona como um mecanismo de controle e promove uma maior eficiência da política monetária.

Outro ponto do regime, é que este acarreta uma melhora na transparência da política monetária e na credibilidade dos responsáveis pela política econômica. Estabelecer uma meta para a inflação leva o público a um entendimento preciso do objetivo da política monetária. Em particular, as metas para a inflação podem eliminar o viés inflacionário derivado da ausência de credibilidade dos anúncios de política. A comunicação do banco central com o público aumenta o impacto e reduz o lapso de tempo entre as medidas de política monetária e as decisões que afetam os preços. O simples anúncio pelo banco central de que a trajetória projetada para a inflação está em desacordo com as metas, já seria capaz de produzir efeitos na economia ao gerar expectativa de mudança na taxa de juros. Um dos mais significativos custos da inflação tem a ver com a incerteza em relação à sua variação, mais até do que com o seu nível. A

incerteza a respeito da inflação aumenta o risco dos instrumentos financeiros não indexados e dos contratos determinados em termos nominais.

Em termos conceituais, adotar uma meta para a taxa de inflação requer mudanças fundamentais na maneira que a política monetária responde às condições econômicas. A política monetária sob o regime de metas para a inflação tem como principal característica sua natureza prospectiva. Para garantir o cumprimento das metas os bancos centrais devem antecipar-se às pressões inflacionárias futuras, anulando-as.

Dada a defasagem dos efeitos da política monetária sobre a inflação, a busca dos bancos centrais pelo alcance de uma meta de inflação necessita de uma previsão da inflação e de um ajuste da política em resposta a algum desvio da inflação projetada em relação à sua meta. A previsão da inflação é comparada com a meta e uma eventual diferença é corrigida ajustando-se o instrumento, a taxa de juros de curto prazo. Se a trajetória projetada para a inflação se revelar superior à meta, a política monetária deverá assumir uma posição mais restritiva, aumentando a taxa de juros básica. O oposto deve ocorrer no caso de a projeção ser inferior à meta.

Sendo assim, uma condição necessária para o sucesso do regime é que o banco central tenha capacidade de prever a inflação com base na postura atual da política monetária.

A adoção do sistema de metas incentiva uma resposta eficiente do banco central aos efeitos de choques de curto prazo e contribui para suavizar a variância da inflação e do produto ao longo dos ciclos econômicos. Não implica, portanto, uma regra fixa de atuação, reservando um importante papel discricionário ao banco central.

A manutenção da estabilidade dos preços no longo prazo, ou seja, o cumprimento das metas, reduz a incerteza, aumenta a eficiência alocativa e incentiva o investimento, o crescimento da produtividade e o crescimento econômico.

Todos os benefícios decorrentes do sucesso deste regime dependem da eficiência do seu planejamento e principalmente da sua implementação.

Em relação ao seu planejamento podemos citar algumas questões operacionais mais importantes: escolha do índice de preços, fixação quantitativa da meta, se esta é pontual ou está dentro de uma faixa e escolha do horizonte de tempo.

A medida de inflação que é adotada varia, mas é tipicamente uma medida ampla de preços tal como um índice de preços ao consumidor com o qual o público esteja familiarizado. A escolha da série de preços na qual se baseia a meta, em geral, não recai sobre o IPC publicado ou “cheio”, que possui todos os componentes, mas sobre índices que medem o núcleo da inflação. Assim, o índice pode excluir itens cuja variação de preços seja muito grande de forma a eliminar a volatilidade desses componentes. A forma como o índice é construído não deve levar o público a pensar que a escolha do banco central visa alcançar resultados favoráveis manipulando o índice via eliminação dos itens com maiores oscilações. As regras devem ser claras de maneira que não mudem conforme a conveniência do governo.

A definição estrita de estabilidade de preços sugere uma taxa de inflação zero ou muito próxima de zero. Entretanto, na prática, o viés no cálculo do índice de preços ao consumidor implica que a estabilidade de preços está mais associada a uma taxa de inflação positiva e baixa do que a uma taxa zero. Em termos de viés no cálculo do IPC, podemos citar os causados pela introdução de novos bens e pelo ajuste dos consumidores à mudanças nos preços relativos durante a redefinição de seu padrão de consumo. Ambos são característicos do cálculo de índices de preços. Um índice com ponderação fixa não reflete a possibilidade de os consumidores deixarem de comprar bens cujos preços subiram e os substituir por similares com preço inferior. Além disso, desconsideram mudanças na qualidade dos bens e o conseqüente aumento nos preços. A

existência desses vieses implica que, com uma inflação medida igual a zero, a inflação descontando-se os efeitos desses vieses seria negativa, isto é, deflação. Por isso, argumenta-se que o ideal é uma taxa de inflação baixa e positiva, diferente de zero.

Há uma série de outros argumentos que justificam uma inflação diferente de zero. Em primeiro lugar podemos citar a rigidez para baixo dos preços e salários. Os salários nominais são inflexíveis para baixo, isto é, há uma séria dificuldade em reduzi-los. Então, reduções nos salários reais só podem ocorrer via inflação. Desta forma, uma taxa de inflação próxima de zero impede que os salários reais caiam muito em resposta a uma redução na demanda por trabalho e assim levem a um desemprego crescente e a uma mobilidade entre os diversos setores. Uma taxa de inflação próxima de zero pode aumentar a taxa de desemprego natural. Uma taxa positiva e baixa permite o ajuste necessário nos preços relativos.

Outro argumento contra uma taxa muito próxima de zero diz que esta induz a um nível baixo de taxa de juros nominal, deixando ao banco central pouco espaço para reduzi-la em períodos de recessão.

O mais persuasivo argumento contra uma taxa de inflação igual a zero se refere ao risco de deflação propiciado por tal política. Uma deflação persistente pode criar sérios problemas de liquidez e solvência que podem interferir no funcionamento do mercado.

Os argumentos citados sugerem que as metas para a inflação devem ser estabelecidas entre 1% e 3% ao ano. Esta tem sido a prática da maioria dos bancos centrais que adotaram este regime.

A fixação da meta pode ser ainda pontual ou estar dentro de uma faixa. Na sua maioria, as metas são especificadas como bandas de confiança. O uso de bandas é motivado pelo controle imperfeito da inflação, na presença de defasagens longas e

variáveis da política monetária e pela eventual ocorrência de choques de curto prazo. As bandas permitem alguma flexibilidade na resposta da política monetária aos choques.

A diferença entre a largura das bandas nos diversos países reflete percepções divergentes das estruturas das economias, principalmente quanto às variâncias dos choques exógenos. A escolha da banda reflete o *trade-off* entre o anúncio de uma banda estreita, que eventualmente sinaliza um compromisso mais forte com a estabilização da inflação, mas cujo rompimento pode reduzir a credibilidade da política, e uma banda larga, que pode ou indicar um objetivo de estabilização do produto relativamente importante ou ser interpretada como um sinal de fraqueza do banco central na busca da estabilidade dos preços.

A fixação inicial de uma banda estreita pode trazer benefícios de longo prazo que compensem os custos de manter a inflação no interior da banda. Por outro lado, se a credibilidade do banco central for baixa e os efeitos da política monetária na inflação excessivamente incertos, pode ser melhor estabelecer inicialmente uma banda larga, ganhar credibilidade ao longo do tempo, para só depois estreitar a banda.

Outra questão operacional que demonstra diferenciação entre o regime adotado nos países diz respeito ao horizonte de tempo, isto é, quanto tempo levará para que a meta seja alcançada e por quanto tempo a meta irá vigorar.

O horizonte da meta depende, em parte, da taxa de inflação na ocasião em que a política foi adotada. Na verdade, metas com horizonte inferior a um ano e superior a quatro anos não fazem sentido. No primeiro caso, o problema é que dificilmente a inflação será controlada pela política monetária em um período tão curto. Já o horizonte maior reduz a credibilidade.

Com um horizonte intermediário entre um e quatro anos, a escolha do banco central influencia o *trade-off* entre transparência e credibilidade. Quanto mais justa é a

meta, menos ambigüidade existe no anúncio do banco central ao público, mas maiores são as restrições das suas ações .

A adoção da sistemática de metas para a inflação requer alguns pré requisitos em relação ao comportamento do banco central. Em primeiro lugar, o banco central deve ser capaz de conduzir a política monetária com um certo grau de independência. Não necessariamente deve haver independência total, todavia o banco central deve ter poder para conduzir livremente os instrumentos de política monetária na direção do alcance de seus objetivos. Este pré requisito não é específico do regime em questão, mas sim uma pré condição para a formulação da política monetária separadamente de outras políticas, especialmente da política fiscal.

Independência em relação à política fiscal significa dizer que o país não deve exibir sintomas de dominância fiscal. O financiamento do setor público direto do banco central deve ser muito pequeno ou até mesmo não deve existir. Desta forma o governo não irá contar sistematicamente com receitas de senhoriagem. Confiança no mecanismo de senhoriagem é talvez a mais simples e comum indicação de dominância fiscal. Há forte indício de um *link* entre a incapacidade do governo de angariar receitas de suas fontes tradicionais e a recorrência à senhoriagem.

A incapacidade de cumprir esta restrição deixa o país em uma situação vulnerável à pressões inflacionárias de origem fiscal. Um processo inflacionário gerado desta forma irá minar gradualmente a eficácia da política monetária em alcançar a meta estabelecida e obrigará o banco central a adotar uma política monetária acomodatória.

A segunda exigência quanto ao comportamento do banco central requer a ausência de um compromisso em relação a qualquer outra variável nominal como salários ou taxa de câmbio nominal. Um país que adota o regime de câmbio fixo está

subordinando sua política monetária à taxa de câmbio e então se torna incapaz de alcançar qualquer outra meta.

Cumprindo estes pré requisitos, um país estará conduzindo sua política monetária de uma maneira consistente com o regime de metas para a inflação. Para isso, a autoridade monetária deverá colocar em prática um instrumento de política monetária que contenha quatro elementos essenciais¹:

- (i) metas explícitas para a taxa de inflação em um determinado período;
- (ii) indicações claras e não ambíguas de que o compromisso com a meta constitui objetivo primordial da política monetária;
- (iii) um modelo metodológico para a estimativa da taxa de inflação que use variáveis e indicadores contendo informações sobre a inflação futura;
- (iv) uma abordagem prospectiva na qual a designação dos instrumentos de política dependa da avaliação de pressões inflacionárias e a estimativa da inflação futura seja utilizada como meta intermediária.

Uma outra característica do comportamento do banco central diz respeito à prestação de contas ao público ou *accountability*. Para aumentar a eficiência da política monetária na sistemática de metas para a inflação, é necessário que as mudanças na política sejam anunciadas e que as razões para tais mudanças sejam explícitas. Esta prestação de contas ao público é, em geral, feita através da divulgação de relatórios de inflação. Neste documento o governo avalia o alcance ou não das metas estabelecidas e discute a estratégia para o próximo período. O conteúdo deste relatório normalmente varia entre os países.

¹ Masson, Paul; Savastano, Miguel; Sharma, Sunil. *The scope for inflation targeting in developing countries*. IMF working paper n. 97/130, October 1997.

Muitas vezes, devido a decisões das autoridades monetárias, a meta determinada não é atingida. Certamente este fato se deve à uma maior preocupação com as demais variáveis macroeconômicas que não a taxa de inflação. A decisão de mudar a meta depende do tipo de choque pelo qual a economia foi atingida. Choques de oferta são acontecimentos econômicos que reduzem a oferta de bens e serviços no país, e, por isso, tendem a pressionar os índices de inflação. Aumento no preço do petróleo, quebra da safra agrícola e turbulências no mercado financeiro internacional são exemplos de choques que podem causar um conflito entre estabilização do produto e nível de emprego no curto prazo e estabilização da inflação a longo prazo. O índice de preços utilizado como meta é, normalmente, elaborado de forma a eliminar os primeiros impactos de um choque de oferta. Entretanto, o choque pode ser inesperado e significativamente grande de forma a justificar a necessidade de uma alteração na meta estabelecida.

Depois de apresentados os diversos pontos do regime de metas de inflação, podemos questionar porque nem todos os bancos centrais o adotam. Alguns países já conseguiram atingir seus objetivos sem precisar recorrer ao estabelecimento de uma meta para a inflação. Nos Estados Unidos, por exemplo, o Federal Reserve tem administrado uma taxa de inflação baixa nos últimos anos sem estabelecer uma meta explícita.

Considerando os países que adotam metas de inflação, podemos então resumir as características que os distingue. O país pode optar entre determinar ou não uma data para o cumprimento da meta, ou ainda por determinar o período pelo qual ela irá vigorar. Outra diferença consiste no tipo de índice de preços adotado e, principalmente, se há a exclusão ou não dos itens com maiores variações (índice com expurgo) e quais são estes itens. A meta pode ser pontual ou, como na maioria dos casos, pertencer a uma

faixa. Os regimes podem diferir ainda quanto ao tipo de procedimento de estimação da inflação futura utilizado e quanto aos instrumentos utilizados para garantir transparência e prestação de contas ao público.

CAPÍTULO III) DOIS PAÍSES QUE ADOTAM O REGIME DE METAS PARA INFLAÇÃO: NOVA ZELÂNDIA E CANADÁ

O sistema de metas para inflação é bastante recente e, por isso, não há uma ampla disponibilidade de dados sobre seu funcionamento. O estudo de sua teoria pode apontar seus pontos fortes e fraquezas. Todavia, é através de exemplos práticos que podemos entender melhor seu funcionamento.

Como havia sido dito anteriormente, há uma série de características que distinguem o regime de metas entre os países que o adotam. Neste capítulo trataremos as características de dois países que adotaram o regime: Nova Zelândia, que foi o país pioneiro, e Canadá.

III.1) NOVA ZELÂNDIA:

Em 1989, o governo da Nova Zelândia promoveu uma reforma econômica considerada ambiciosa por incluir mudanças de ordem estrutural, fiscal e monetária.. Como parte desta série de mudanças, seu banco central, o *Reserve Bank*, propôs a adoção de uma taxa de inflação baixa como meta e, para isso, passaria a ter maior independência. Estas medidas entraram em vigor em 1990 quando foi formalizada a

inflação baixa não só como meta da política monetária mas como função primordial do banco central.

As mudanças foram divulgadas através de um documento intitulado *The Reserve Bank of New Zealand Act*, que continha as novas regras de funcionamento da política monetária. Todavia, nele não estavam contidas metas específicas e estas deveriam ser estabelecidas pelo presidente do *Reserve Bank* em conjunto com o ministro das Finanças.

Por ser este o primeiro país a utilizar o *Inflation Targeting Regime*, muita discussão foi gerada e sua nova política foi intitulada inovadora e experimental. Certamente não se pode desconsiderar o fato de que a adoção desta nova ferramenta tornou o regime econômico neozelandês uma espécie de laboratório para os países que mais tarde também optaram pelo sistema de metas para a inflação.

Dentre os objetivos estabelecidos para a política monetária podemos citar a manutenção do nível geral de preços além da promoção de um alto nível de emprego e produto. Todavia, o mais importante era reduzir a taxa de inflação apesar de não serem explicitados os instrumentos a serem utilizados.

O governo reconhecia a necessidade de um banco central independente e também os custos da incerteza do público com relação à política monetária. Por isso, seu objetivo era promover uma política transparente e crível, cujo sucesso dependia, entre outros fatores, do estabelecimento de uma meta única ao invés de múltiplos objetivos.

A partir de agora passaremos a analisar os aspectos operacionais do regime de metas para a inflação na Nova Zelândia.

- *Índice de Preços:*

O mais recente acordo de metas de dezembro de 1997, estabelece que a meta para a inflação deve ser medida em termos de variações em 12 meses de todos os itens do índice de preços ao consumidor, excluindo-se movimentos consideráveis nos componentes afetados pela taxa de juros, pelas iniciativas do governo e pelo preço do petróleo.

Estes cálculos são relativamente arbitrários e implicam que o índice “cheio”, e conseqüentemente a meta, estarão constantemente sujeitos à revisão. Na tentativa de anular a desconfiança em torno da meta, o *Reserve Bank* passou a solicitar de seu *Statistics Bureau*² o cálculo do índice “cheio”. Todavia, esta atitude não alcançou sucesso.

Utilizando o índice expurgado, o *Reserve Bank* promove a eliminação dos primeiros impactos da taxa de juros sobre o nível de preços e pode fazer os ajustes que considerar necessários. Muitas vezes, estes ajustes geram uma considerável divergência entre o índice “cheio” e o expurgado, o que já ocasionou, inclusive, uma evolução dos índices em direções opostas.

Além dos já citados, o banco central neozelandês vem freqüentemente excluindo outros itens tais como aqueles que são afetados pela taxa indireta efetuada pelo governo.

É o próprio *Reserve Bank* que determina quais são os componentes cujos choques são extremamente significantes e que, por isso, devem ser excluídos do cálculo do índice e quais são aqueles cujos choques devem ser acomodados. Este procedimento reduz sensivelmente a credibilidade e a transparência defendidas pelo regime de metas para a inflação.

² Órgão Estatístico responsável pelo cálculo dos índices de preço

- *Meta pontual ou pertencente a um intervalo:*

O banco central neozelandês optou pela determinação de uma banda em torno da meta a ser alcançada. O índice expurgado deve estar entre 0% e 3%, mas o acordo cita a possibilidade de haver um movimento temporário para fora desta faixa em decorrência de acontecimentos extraordinários. Dentre estes podemos citar: movimentos excepcionais no preços das *commodities* negociadas no mercado mundial, mudanças na política governamental que afetem diretamente os preços e desastres naturais.

- *Horizonte da Meta:*

Na Nova Zelândia, a sistemática de metas para a inflação foi implementada com o intuito de auxiliar no processo desinflacionário. O tempo de duração desse processo era pré determinado. Mais ou menos dezoito meses eram estabelecidos para que a meta inicial levasse em conta a defasagem das ações da política monetária. O próximo passo consistia na determinação da meta para o próximo período que seria de 12 meses. Quando a taxa de inflação alcançava o nível desejável para o longo prazo era estabelecida a meta a ser cumprida nos próximos cinco anos. Espera-se que a inflação permaneça no interior da banda escolhida por todo o período, ou seja, por cinco anos.

- *Determinação das metas:*

O *Reserve Bank Act*, aprovado em 1989, determina que o presidente do banco central e o ministro das Finanças assinem um acordo chamado *Policy Target Agreement*, que define a implementação prática do regime de metas para a inflação. Os termos atuais do acordo são negociados entre o governo e o banco central. Normalmente esse acordo é assinado no início do exercício do presidente do banco central e vigora pelo período em que este mantém sua posição (cinco anos).

- *Método de Estimação:*

O *Reserve Bank* utiliza um conjunto de modelos na elaboração de suas projeções econômicas e estimativas da inflação futura. As projeções utilizam suposições acerca da taxa de câmbio e também da taxa de juros. Em relação à taxa de câmbio, assume-se que esta se move no sentido de manter a paridade do poder de compra com os países com os quais a Nova Zelândia mantém relações de comércio. Quanto à taxa de juros, assume-se que esta se mantém fixa em termos nominais.

- *Prestação de Contas ao Público:*

A transparência promovida pelo regime de metas para a inflação está inteiramente ligada à prestação de contas ao público por parte das autoridades monetárias. Para uma maior eficiência da política monetária é preciso que toda e qualquer mudança seja anunciada.

A publicação de relatórios de inflação constitui uma das principais formas de prestação de contas ao público.

O protótipo para esse tipo de relatório foi o *Monetary Policy Statement* do *Reserve Bank of New Zealand*. Nesse documento, o presidente do banco central neozelandês discute se as metas para a inflação foram atingidas durante os seis meses anteriores e também a estratégia a ser utilizada para que a meta seja atendida nos próximos seis meses.

Vale dizer que o presidente do banco central pode ser removido de seu posto em caso de não cumprimento da meta.

III.2) CANADÁ:

Em meados dos anos 70, já havia no Canadá uma preocupação com a estabilidade do nível geral de preços. Uma série de variáveis econômicas foram utilizadas como meta desde então. Em resposta a uma persistente taxa de inflação alta, em 1975, o *Bank of Canada* adotou o M1 como meta para a política monetária. Este regime foi abandonado em 1982 em decorrência da sua ineficiência no controle da inflação ao nível desejado. Com o fracasso desta tentativa, o banco central canadense passou a buscar um agregado monetário que satisfizesse o objetivo prioritário de estabilidade de preços. De 1982 a 1991 a política monetária no Canadá permaneceu com a estabilidade de preços como meta de longo prazo e a taxa de inflação como de curto prazo, mas não havia uma meta intermediária.

Em fevereiro de 1991 o presidente do banco central e o ministro das Finanças anunciaram uma série de objetivos formais no tocante à redução da inflação.

Na ocasião do anúncio, ocorreram pressões nos preços devido a dois choques: o aumento dos preços do petróleo em decorrência da invasão do Kuwait pelo Iraque e os efeitos sobre o nível de preços da introdução do novo imposto sobre bens e serviços no setor manufatureiro.³

Estes eventos levaram o banco central canadense a se preocupar com a deterioração das expectativas e com a possível pressão sobre os salários e preços. Entretanto, a tendência decrescente da taxa de inflação comprovada pelo regime de

³ De acordo com a publicação do *Bank of Canada: The Canadian experience with targets for inflation control*, October 1998.

metas foi capaz de auxiliar indivíduos e firmas a enxergarem além dos efeitos dos dois choques ocorridos, concluindo que a taxa que excluía os componentes afetados pelos choques era realmente baixa.

- *Índice de Preços:*

Para o curto prazo, o *Bank of Canada* considerou a inflação medida pelo índice de preços ao consumidor excluindo itens de alimentação e energia, cujos preços eram bastante voláteis e também desconsiderando os primeiros impactos de mudanças na taxa indireta.

- *Meta pontual ou pertencente a um intervalo:*

A primeira banda adotada como objetivo, entre 1 e 3%, foi prorrogada duas vezes. A primeira delas foi em dezembro de 1993 sendo mantida até o final de 1998, a segunda foi em fevereiro de 1998 quando o horizonte passou a ser o final do ano 2001.

- *Horizonte da Meta:*

Como foi dito anteriormente, a meta atual ficará em vigor até o final de 2001.

- *Determinação das metas:*

As metas são estabelecidas pelo ministro das Finanças em conjunto com o presidente do banco central.

Apesar desse acordo entre o governo e o banco central, não há medidas formais que assegurem a responsabilidade do banco central em relação ao cumprimento das metas.

- *Método de estimação:*

O banco central canadense não publica uma estimativa quantitativa para a inflação. Mas ainda assim, faz uso de estimativas para conduzir a política monetária. O primeiro passo para o processo consiste na utilização de um modelo de estimativas para a economia. A projeção é feita com base em um modelo econométrico. Essa projeção é condicionada ao fato de que a taxa de inflação constitui uma meta e determina o caminho a ser percorrido pela política monetária de forma a manter a inflação dentro do intervalo pré estabelecido por seis a oito trimestres.

Para auxiliar na avaliação da situação econômica, o banco central canadense introduziu o conceito de índices de condições monetárias - *Monetary Conditions Index (MCI)*. Seu propósito é ressaltar para o público e para o próprio banco central, a existência de dois canais pelos quais a política monetária pode afetar a demanda agregada: taxa de juros e taxa de câmbio. O *MCI* não constitui uma âncora nominal, apenas “lembra” o banco central que a taxa de câmbio deve ser considerada ao se tomar decisões a respeito da taxa de juros.

Este índice é calculado como uma soma ponderada das variações da taxa de juros em noventa dias dos *commercial papers*, com a taxa de câmbio ponderada de acordo com os parceiros comerciais do Canadá, pertencentes ao grupo dos dez.

- *Prestação de contas ao público:*

A sistemática de metas para a inflação foi introduzida no Canadá com o objetivo de promover aos participantes do mercado financeiro e ao público em geral, um maior entendimento das atitudes do banco central.

Para divulgar as metas para a inflação e também as ações da política monetária, o banco central publica, duas vezes ao ano, um relatório de política monetária intitulado *Monetary Policy Report*.

O relatório explica os objetivos alcançados, discute a trajetória recente da inflação, revê a estratégia adotada para o alcance da meta para a inflação e, por último, descreve a perspectiva para a taxa de inflação.

Embora o relatório divulgue a perspectiva para a inflação em termos qualitativos, não é feita a divulgação de um prognóstico quantitativo.

Além desse relatório semestral, o *Bank of Canada* publica periodicamente *press releases* sobre as mudanças na política monetária.

Apesar do acordo entre governo e banco central, este não é obrigado a dar explicações sobre as atitudes tomadas e nem a publicar perspectivas para a política monetária.

Além disso, o acordo entre o governo e o banco central pode ser suspenso em caso de crise política.

Sendo assim, o público pode monitorar a performance do banco central apenas observando suas atitudes. A prestação de contas ao público por parte do *Bank of Canada* é apenas informal.

- *Situação após a adoção do regime:*

Após o anúncio das metas em fevereiro de 1991 a inflação caiu rapidamente. Nessa ocasião a taxa de inflação em 12 meses medida pelo índice de preços ao consumidor estava em 6,8%. Na maior parte do ano de 1992 a inflação esteve abaixo do limite inferior da faixa utilizada como meta. Desde então, com exceção de um breve

período em 1995, a tendência tem sido uma taxa pertencente à metade inferior da faixa adotada.

O banco central canadense considera que, dificilmente o anúncio das metas em 1991 provocou um impacto imediato sobre as expectativas dos indivíduos. Na realidade, foi a tendência declinante da taxa de inflação observada a partir de 1992 o principal fator de deslocamento das expectativas na direção de taxas mais baixas. Mas, o estabelecimento das metas certamente desempenhou um papel importante na medida em que convenceu o público e o mercado de que o banco central iria preservar seu compromisso de manter a inflação baixa.

A análise da taxa de juros, do crescimento do PIB e do nível de emprego após a adoção da sistemática de metas para a inflação permite concluir que a recuperação da recessão de 1990-91 foi menos vigorosa do que a observada no pós-guerra.

Pode-se concluir que uma taxa de inflação baixa é condição necessária para uma boa performance econômica, todavia, não é condição suficiente. A política monetária monitora os instrumentos capazes de manter a inflação no intervalo determinado, mas outros fatores desempenham papel importante na determinação de movimentos da taxa de juros, do produto e do nível de emprego.

CAPÍTULO IV) SISTEMA DE METAS PARA A INFLAÇÃO EM PAÍSES EM DESENVOLVIMENTO

Neste capítulo faremos uma breve análise da adoção do regime de metas para a inflação em países em desenvolvimento. Sob quais condições o regime em questão pode ser implementado nesses países, que aspectos da política monetária desses países não são consistentes com metas para a inflação e outras questões serão discutidas a seguir.

Em primeiro lugar é preciso ressaltar o fato de que os países em desenvolvimento compõem um grupo bastante heterogêneo. Apesar da tendência geral a uma maior confiança nos instrumentos indiretos da política monetária e do crescente acesso ao mercado internacional de capitais, as diversidades de experiências em termos de política monetária e as diferenças de nível de desenvolvimento financeiro permanecem grandes. Indicadores de taxa de juros e o nível de renda ainda não permitiram que países em desenvolvimento fossem classificados de acordo com o grau de desenvolvimento financeiro. Dessa forma, torna-se difícil avaliar os benefícios desses países com a adoção de um regime como o de metas para a inflação.

Voltando às condições necessárias para a adoção do regime, temos que a ausência de dominância fiscal e de qualquer outro objetivo que não a taxa de inflação são pré requisitos indispensáveis ao seu sucesso.

Apenas em casos extremos, a impossibilidade de países em desenvolvimento em corresponder às condições necessárias é aparente. Na maioria dos países, entretanto, o grau de compromisso com os pré requisitos é de difícil avaliação. A presença de dominância fiscal nem sempre leva a taxas de inflação altas e insustentáveis. Apenas em situações com altas taxas de inflação é possível perceber nitidamente a atuação da política monetária sobre as variáveis nominais.

Uma outra questão se refere à independência dos bancos centrais dos países em desenvolvimento. Diversos estudos sobre o assunto concluíram que a condição dos bancos centrais desses países é bastante diferente da dos bancos centrais de economias avançadas. Nos países menos desenvolvidos, a independência na implementação da política monetária está comprometida por três fatores: forte presença de senhoriagem, mercado de capitais superficial e um sistema bancário precário.

Sem dúvida, a forte presença de senhoriagem é a forma mais comum de manifestação de dominância fiscal. Sabemos que há um *link* entre a incapacidade do governo em recolher receita da forma tradicional e na forma de senhoriagem e a taxa de inflação. Nos países em desenvolvimento, esse *link* é ainda mais forte devido a questões estruturais tais como taxaço muito concentrada, sistema tributário precário e instabilidade política.

O subdesenvolvimento do mercado de capitais nesses países também representa uma forma de manifestação de dominância fiscal. A estrutura desses mercados é normalmente esboçada de forma que o governo possa extrair receita do sistema financeiro através de alto nível de reservas obrigatórias, limite para as taxas de juros e outros mecanismos. Na verdade, o precário desenvolvimento do mercado de capitais nesses países pode ser uma consequência mas também a causa da existência de dominância fiscal. Essas economias têm acesso limitado ao mercado de capitais

internacional, flexibilidade fiscal limitada e baixos níveis de riqueza. Dessa forma, não restam muitas alternativas de financiamento ao governo, que acaba recorrendo à senhoriagem.

Nos países em desenvolvimento que possuem um mercado financeiro com razoável desenvolvimento, taxas de inflação moderadas e que não demonstram sinais claros de dominância fiscal, a condução de uma política monetária independente está atrelada ao regime de taxa de câmbio escolhido pelas autoridades e ao grau de mobilidade de capital. Todavia, a avaliação destes dois aspectos é bastante difícil. Por exemplo, o fato de um país adotar uma taxa de câmbio flexível não garante que este país está reduzindo a relevância da taxa de câmbio e que não está fazendo uso desta para guiar a política monetária.

Então, apesar dos problemas de dominância fiscal e precário desenvolvimento financeiro, a questão principal em termos de condições para os países em desenvolvimento adotarem o regime de metas para a inflação está relacionada com o fato de que este regime exige que a taxa de inflação seja a prioridade da política monetária. Essa condição dificilmente é satisfeita nos países em desenvolvimento, dado que há, ao mesmo tempo, uma preocupação com a estabilidade da taxa de câmbio.

A implementação do sistema de metas para a inflação nos países em desenvolvimento requer as mesmas decisões de especificação de metas que nos países desenvolvidos. Entretanto, algumas questões são mais complexas nos países em desenvolvimento, tais como a escolha da meta e a determinação dos choques que devem ser acomodados.

Em termos quantitativos, não há um consenso entre esses países. Mesmo quando se leva em conta aqueles cuja política monetária possui certo grau de independência. Na realidade, por diversas razões, os benefícios de uma inflação baixa e estável não estão

relacionados com um determinado valor para a taxa de inflação. Sendo assim, a determinação da meta acaba por ser, muitas vezes, feita de forma arbitrária. Essa taxa é, normalmente, superior aquela determinada em países desenvolvidos. Além disso, a possibilidade de flutuação é maior, de forma que os choques de oferta são mais facilmente acomodados.

Na presença de tantos empecilhos, podemos concluir que os países em desenvolvimento ainda estão distantes da possibilidade de adotar o regime de metas para a inflação. Na maioria desses países, os requisitos básicos para a implementação do sistema não estão presentes. No caso dos países desenvolvidos, a sistemática de metas para a inflação só foi adotada na presença de uma taxa de inflação baixa, em torno de 10%, com uma considerável flexibilidade do câmbio e, principalmente, com um substancial grau de independência do banco central. Essas condições são raramente encontradas em países em desenvolvimento.

O alto nível técnico e institucional exigido pelo regime de metas para a inflação também afasta a possibilidade de que países menos desenvolvidos o adotem, pelo menos em um prazo curto.

A seguir será feito um breve estudo do caso de Israel que funciona como exemplo de sucesso nas questões relacionadas com a adoção do sistema de metas para a inflação em países em desenvolvimento.

IV.1) *ISRAEL*:

Por vários anos as autoridades monetárias israelenses utilizaram tanto a taxa de inflação quanto a taxa de câmbio na condução de sua política.

Em dezembro do ano de 1991, o ministro das Finanças anunciou juntamente com o banco central que o índice de preços ao consumidor no próximo ano deveria estar no intervalo de 14% a 15%. Desde então, a cada ano é anunciada a meta de inflação

para o ano seguinte. Apesar disso, a taxa de câmbio não deixou de ser uma âncora para a política monetária israelense.

Israel é o único país que adota oficialmente metas para a inflação e para a taxa de câmbio. Entretanto, o uso da taxa de câmbio como âncora vem diminuindo ao longo do tempo e também à medida em que a credibilidade do banco central em relação ao compromisso de estabilidade de preços vem aumentando. Além disso, Israel é também o único país que adotou o regime de metas para a inflação possuindo uma taxa de inflação de dois dígitos.

O encaminhamento de Israel na direção da adoção do regime de metas para a inflação teve início em 1985, em meio a uma crise macroeconômica. Na ocasião, o país estava passando por uma forte pressão fiscal decorrente dos custos da guerra do Líbano e estava caminhando para uma situação de hiperinflação. Em julho do mesmo ano, o banco central israelense adotou um programa de estabilização. Além das medidas relacionadas ao controle do déficit, o programa designava uma meta para a taxa de câmbio como âncora nominal para os preços.

Não houve dúvida em relação ao sucesso do programa. A taxa de câmbio permaneceu fixa e a taxa de inflação caiu de 400% para 20%. Todavia, esta ainda estava alta para ser consistente com a taxa de câmbio fixada. Para manter a taxa de câmbio fixa o banco central precisou intervir com frequência no mercado de câmbio. Devido às grandes dificuldades geradas, em 1989 o banco central israelense decidiu permitir a flutuação da taxa de câmbio. A taxa de câmbio poderia variar dentro de um intervalo que inicialmente permitia uma variação de 3% para cima e 3% para baixo. Apesar da adoção de bandas para a taxa de câmbio ter reduzido a flutuação da taxa de câmbio real, havia uma série de ataques especulativos contra a moeda israelense.

Os *policymakers* decidiram, então, que a determinação da banda da taxa de câmbio para um determinado ano estaria relacionada com a taxa de inflação, ou melhor, com a diferença entre a meta para a inflação determinada e a média da inflação prevista para os principais parceiros comerciais de Israel.

Dessa forma, a meta para a inflação passou a fazer parte da política monetária de Israel.

A existência de outros objetivos além da meta para a inflação e a conseqüente dificuldade do banco central do país em convencer o público de suas reais prioridades geraram, inevitavelmente, tensões entre o regime de metas para a inflação e outros objetivos. Com isso, os benefícios de se adotar o sistema de metas são menores e as dificuldades de condução da política monetária são maiores.

Veremos a seguir algumas questões operacionais.

- *Índice de preços:*

O índice de preços ao consumidor utilizado como meta contém todos os componentes, isto é, é um índice “cheio”. Os itens cujos preços são mais voláteis não são excluídos do índice.

- *Horizonte da meta:*

A meta para a inflação de um determinado ano é anunciada apenas com um ano de antecedência. Essa prática leva a um processo gradual de desinflação cujo objetivo é manter o apoio do público para o alcance da estabilidade de preços dados os custos reais do processo de desinflação.

A primeira meta foi designada para o ano de 1992 e consistia em uma inflação de 14% a 15%. Depois disso, as metas foram de 10% para 1993, 8% para 1994, entre 8% e 11% para 1995, entre 8% e 10% para 1996, entre 7% e 10% para 1997 e entre 7% e 10% para 1998.

- Determinação das metas e Independência do banco central:

O banco central israelense possui um alto grau de independência na condução da política monetária. Seu presidente ocupa o cargo por cinco anos que podem ser renovados e conta com um conselho e um comitê consultor que apenas auxiliam o presidente mas não exercem qualquer autoridade administrativa.

O ministro das Finanças determina, com o apoio do banco central, as metas para a inflação no próximo ano. O banco central é o responsável pelo cumprimento das metas.

- Conclusão do caso de Israel:

De maneira geral, a experiência de Israel com o regime de metas para a inflação vem obtendo sucesso. Sem dúvida, a prática deste país é a melhor representação do regime em termos de países menos desenvolvidos. Seu banco central aumentou sua independência, e seu relacionamento com o público melhorou após a adoção do regime de metas. Sua política caminhou na direção de uma maior flexibilidade e os benefícios de uma maior transparência são indiscutíveis. Mesmo sendo um país com problemas fiscais e estruturais, Israel foi capaz de alcançar e de manter sua taxa de inflação em níveis baixos.

CAPÍTULO V) BRASIL: A MAIS RECENTE EXPERIÊNCIA DE REGIME DE METAS PARA A INFLAÇÃO

O Plano Real (julho 1994) é um programa de estabilização cuja âncora nominal é a taxa de câmbio. Até a crise do México, a valorização nominal do câmbio estava sendo usada em conjunto com a abertura comercial para evitar a volta ao mecanismo de indexação decorrente de choques de oferta ou de uma expansão acelerada da demanda agregada. Com o ataque especulativo em março de 1995, a política cambial passou a combinar a flexibilidade da adoção de bandas cambiais com a baixa volatilidade do sistema de paridades ajustáveis.

O Plano Real conseguiu, ao longo dos últimos quatro anos, reduzir com rapidez a taxa de inflação que se encontrava em patamares bastante elevados. No primeiro ano da implementação do plano, a taxa de inflação acumulada em 12 meses medida pelo INPC⁴ era de 33%. Já no segundo ano foi de 16%, no terceiro 6% e, seguindo a trajetória declinante, alcançou 4% no quarto ano.

Após essa vitória contra a inflação as autoridades monetárias do país passaram a enfrentar um dilema a respeito do que seria feito daí por diante. Havia três opções: a primeira seria considerar a taxa alcançada como satisfatória, a segunda consistia em manter a busca por metas ainda menores e a terceira era “adotar um enfoque

⁴ INPC – Índice Nacional de Preços ao Consumidor, medido pelo IBGE.

oportunistico da desinflação”⁵. Em termos práticos adotou-se uma combinação da segunda e terceira alternativas.

Desde a implantação do real, os responsáveis pela política econômica elevaram a taxa de juros quatro vezes. O primeiro aumento objetivava conter a expansão da demanda agregada. Nas outras três vezes, todas relacionadas com as crises externas, o objetivo era manter a atratividade dos ativos financeiros brasileiros e assegurar o equilíbrio do balanço de pagamentos.

A política monetária desse plano não obteve sucesso no controle dos agregados monetários. A instabilidade da demanda pelos ativos financeiros do Brasil, decorrente das oscilações das taxas de juros e da dívida pública, dificultou a previsão dos movimentos dos agregados monetários e, por isso, restringiu a utilização desses agregados como metas intermediárias da política monetária.

Em julho de 1994, o Banco Central estabeleceu metas para a expansão da base monetária estrita e ampliada, M1 e M4, respectivamente. Havia uma meta para cada agregado e uma banda de variação permitida, que era de 20%. Dada a volatilidade da expansão monetária e a instabilidade da demanda por moeda observadas, era difícil que estas metas desempenhassem papel importante no objetivo de controle da taxa de inflação.

O desempenho da política monetária após o Plano Real foi bem sucedida. A taxa de inflação foi reduzida, o PIB cresceu em 12 meses, de 0% em 1995 até quase 8% em 1996. Além disso, as reservas internacionais se mantiveram em níveis suficientes para manter a política cambial.

Entretanto, dadas as flutuações do crescimento do PIB, a política monetária ainda poderia ser melhorada na busca pela estabilização do produto em torno do nível

⁵ Ver Francisco Rigolon e Fábio Giambiagi (1999)

potencial. Além disso, o desempenho da política fiscal estava comprometendo a retomada do crescimento econômico.

Neste contexto, o regime de metas para a inflação era considerado compatível com a política monetária vigente. A fixação de metas poderia diminuir o foco na taxa de câmbio como âncora nominal e, tendo credibilidade, passaria a funcionar como âncora.

Com a abrupta desvalorização do real e a adoção do câmbio flexível, em janeiro de 1999 o desgastado regime de câmbio administrado foi abandonado em favor de uma âncora nominal para os preços. Em 21 de junho do mesmo ano foi adotado o regime de metas para a inflação através da publicação do decreto nº 3088.⁶

Segundo o ministro da Fazenda Pedro Malan, na ocasião do anúncio da metas para a inflação para o triênio 1999-2001: “O objetivo não é acertar a taxa de inflação da semana, do mês, do bimestre, ou mesmo do semestre ou do ano calendário. O objetivo é ter uma visão de médio e longo prazo, sabendo que a política monetária opera com grandes defasagens, mas com o objetivo que o governo e a sociedade está propondo. Nesse sentido, é importante notar que o objetivo não é tanto a inflação observada, mas é o processo de formação de expectativas de inflação.”⁷

Como em qualquer outro país que adota o regime, no caso do Brasil a credibilidade do anúncio é imprescindível ao seu sucesso. O anúncio é feito pelo ministro da Fazenda, pelo ministro do Orçamento e Gestão e pelo presidente do Banco Central.

A credibilidade operacional diz respeito mais às atitudes do Banco Central, já que este pode fazer uso dos instrumentos de política monetária, como taxa de juros de curto prazo, questões de depósito compulsório e decisões relacionadas ao crédito, sem

⁶ Ver íntegra do decreto no Anexo II.

⁷ *Transcrição do pronunciamento do ministro Pedro Malan ao anunciar as metas inflacionárias para o triênio 1999-2001.* Ministério da Fazenda.

que para isso seja necessária qualquer aprovação de outras instâncias. Todavia, a independência do Banco Central é apenas operacional. Quem fixa as metas, no caso, o Ministério da Fazenda, é que toma as decisões políticas. Ao BC cabe apenas cumpri-la, prestando muito mais contas à sociedade do que prestava antes da implementação do regime.

A conquista da credibilidade é o principal desafio enfrentado pelo Banco Central do Brasil. Como a credibilidade não existe *a priori*, terá que ser conquistada ao longo do tempo.

Uma das formas encontradas pelo BC para evidenciar uma maior transparência foi a divulgação do “Relatório de Inflação”, uma publicação trimestral contendo uma avaliação retrospectiva e prospectiva da economia no período. Além disso, o Relatório divulga entre outras informações, as projeções para a taxa de inflação no horizonte de tempo para o qual foram fixadas as metas. Esse relatório é parte integrante da nova sistemática de condução da política monetária.

Em termos críticos, podemos dizer que normalmente adotam-se metas quando a inflação já está baixa e/ou em tendência de queda. Na ocasião da intenção de se adotar o regime de metas, o Brasil ainda estava saindo de uma crise financeira que, embora não tenha provocado o temido descontrole dos preços, fez o país voltar a um patamar de inflação relativamente alto para os padrões internacionais.

A capacidade do Banco Central de elevar juros para cumprir as metas é outra dúvida. Teoricamente, um sistema de metas para a inflação pressupõe que os juros podem subir tanto quanto necessário para que a inflação fique nos limites desejados. O governo brasileiro possui um déficit crônico que não será reduzido em um curto espaço de tempo. Quando os juros sobem, as despesas com os juros da dívida também sobem.

Então, sempre que o BC elevar os juros para conter a inflação, aumentará a desconfiança quanto à capacidade do governo de administrar sua dívida.

Ainda em relação aos juros, a evidência empírica indica que, no caso brasileiro, mudanças na taxa de juros produzem efeitos sobre a taxa de inflação com defasagem de seis a nove meses.

Para entender melhor a relação entre a taxa de juros e a inflação é preciso descrever o mecanismo de transmissão da política monetária. Ao afetar os canais de transmissão, como taxa de juros, crédito, taxa de câmbio e expectativas, as decisões da política monetária influem sobre os níveis de poupança, investimento e gasto de indivíduos e empresas, que por sua vez, afetam a demanda agregada e então, a inflação. Apenas a expectativa de mudanças na taxa de juros é capaz de produzir efeitos na economia. As demais taxas de juros podem se ajustar antes mesmo do Banco Central anunciar uma mudança oficial.

A taxa de juros é o canal de transmissão mais conhecido. Ao subir a taxa de juros de curtíssimo prazo, que é a controlada pelo BC, o aumento se propaga por toda a estrutura a termo da taxa de juros, principalmente para as taxas de prazo mais curto, onde se verificam os maiores efeitos. Considerando que no curto prazo os preços são fixos, a ação do BC também eleva as taxas reais de juros, que é a taxa relevante para as decisões de investimentos. Com uma taxa de juros real mais alta, o custo do capital está mais alto e então os investimentos são reduzidos. Com um investimento menor, tem-se uma demanda agregada menor. Desta forma a taxa de juros está, então, relacionada com a inflação. Um aumento na taxa de juros é capaz de conter a demanda agregada e, conseqüentemente, a inflação.⁸

⁸ *Relatório de Inflação* - Banco Central, junho/1999

Além da taxa de juros, o Banco Central dispõe de outros dois instrumentos de política monetária que poderão ser utilizados para atingir a meta: normas sobre o crédito e os depósitos compulsórios que os bancos são obrigados a recolher ao BC.

No passado, por exemplo, o Banco Central já restringiu o crédito limitando o prazo dos empréstimos e financiamentos bancários. Os compulsórios, sobretudo aqueles sobre depósitos a prazo, também já foram usados para restringir o crédito e, por consequência, o consumo e a pressão da demanda sobre os preços.

Um ponto desfavorável no caso brasileiro é que o Banco Central não possui o mesmo grau de autonomia dos países de economia mais sólida. Disto decorre que pode haver uma maior interferência política nas decisões.

Alguns economistas fazem críticas ao regime, se referindo à sua adoção como sendo um ato de ousadia. Não que os valores fixados para a inflação não possam ser atingidos. Mas o sistema não pode ser considerado bem sucedido simplesmente porque a meta foi atingida. A ousadia está em introduzir uma âncora com poucas condições de se sustentar.

A crítica se estende às taxas estabelecidas como metas, mais especificamente à taxa de 8% determinada para 1999. Para os que criticam a adoção desse regime, não faz sentido fixar uma meta para esse ano já que o sistema foi adotado quando metade do ano já havia transcorrido, sendo larga portanto a chance de acerto. Como mudanças na taxa de juros levam no mínimo seis meses para influenciar a inflação, não há muito mais que se possa fazer com o juro. Então, segundo este ponto de vista, a inflação de 1999 já estaria dada.

Há para esses críticos uma outra forma de tentar entender o intervalo entre 6% e 10% para esse ano. Passa pela possibilidade de a área econômica do governo ter deliberadamente optado por um maior estímulo ao crescimento do PIB em detrimento

de um controle mais rigoroso da inflação. Ou seja, passa-se a admitir alguma expansão econômica e também alguma inflação, em um cenário cheio de desequilíbrios. Se a situação não fosse de desequilíbrio estrutural e, principalmente fiscal, seria desnecessário fazer uso da inflação para reativar a economia.

Na verdade, a determinação de uma meta para o primeiro ano de vigência do sistema decorre do fato de que no caso brasileiro o histórico de inflação é bastante ruim e se quer mostrar compromisso com a estabilidade.

Certamente, no caso brasileiro, o sistema possui desvantagens principalmente no que diz respeito à limitação do BC em promover altas taxas de juros devido ao tamanho da dívida e do déficit públicos. Além disso, diz-se que o sistema condena a política econômica a se fixar exclusivamente na inflação, com prejuízo para o crescimento e o emprego.

Mas o regime também possui vantagens e pontos positivos. Há além das características já citadas como maior credibilidade e transparência, um outro fator que favorece essa sistemática. O sistema de metas para a inflação traz menos riscos de descontrole nos gastos, pois afasta a tentação de o governo emitir moeda para resolver situações no curto prazo. Se o sistema tem credibilidade, as pessoas e empresas tendem a esperar uma inflação baixa, o que reduz pressões por aumentos de preços e salários.

A seguir daremos início à análise dos aspectos operacionais do regime no Brasil.

- Índice de Preços:

O índice de preços utilizado como meta no caso brasileiro é o IPCA – Índice de Preços ao Consumidor Ampliado do IBGE. A escolha deste índice decorre do fato de que este é o índice de preços de mais ampla cobertura, cobre 9 regiões metropolitanas (São Paulo, Rio de Janeiro, Belo Horizonte, Salvador, Recife, Fortaleza, Belém,

Curitiba e Porto Alegre), o município de Goiânia e Brasília. Considera famílias com faixa de renda de 1 a 40 salários mínimos. O INPC⁹, por exemplo, se restringe a famílias de até 8 salários mínimos.

“O índice nacional constitui-se na média aritmética ponderada dos 11 índices regionais, que são calculados segundo o índice de Laspeyres, à exceção de alguns itens sazonais alimentícios, onde é aplicado o índice de Paasche. O período de coleta de dados corresponde ao mês civil. A publicação dos resultados ocorre com defasagem aproximada de 10 dias.”¹⁰

Os valores centrais das metas correspondem a taxas anuais de 8% para 1999, 6% para 2000 e 4% para 2001. Foram estabelecidos intervalos de tolerância de dois pontos percentuais para cima e para baixo.

A adoção de intervalos de variação relativamente grandes, que não excluem, por exemplo, a possibilidade de aumento de inflação de um ano para o outro, tem, basicamente, duas justificativas. Por um lado, a adoção de um índice de inflação “cheio”, ou seja, que não expurga do índice geral variações excepcionais de preços, como aumentos de tarifas públicas ou aqueles ocasionados por quebra de safras. Por outro lado, o reconhecimento de que o modelo de previsão brasileiro ainda está sendo utilizado com cautela, posto que a instabilidade macroeconômica do país torna mais difícil quantificar a relação entre as variáveis econômicas. A faixa ampla de variação garante flexibilidade suficiente para lidar com as incertezas inerentes à introdução do novo regime.

A adoção de um índice de preços “cheio” não quer dizer que, a medida que se caminha para consolidar o regime e que, através de uma ampla discussão, pública e

⁹ Índice Nacional de Preços ao Consumidor – IBGE. É um índice de preços ao consumidor mais restrito que o IPCA.

¹⁰ Ver: *Relatório de Inflação* - Banco Central do Brasil, junho/1999

transparente, não se possa ter no futuro além dos índices publicados hoje, índices que sejam expurgados. O governo já pensa em alterar, nos próximos anos, a forma de cálculo do índice usado como referência para o sistema de metas para a inflação. O Índice de Preços ao Consumidor Amplo seria substituído por outra taxa de referência, que excluiria os preços de maior oscilação.

A justificativa para o fato de o governo brasileiro não ter adotado inicialmente a metodologia que expurga a sazonalidade dos índices de inflação diz respeito ao grande problema de credibilidade que seria causado.

A tendência da política econômica, entretanto, é acompanhar a exclusão dos preços de alta volatilidade feita por outros países que adotaram o sistema de metas para a inflação, alguns dos quais serviram de modelo para o Brasil. A Inglaterra, por exemplo, retira do cálculo do índice de preços para a meta de inflação as variações de aluguel e hipoteca.

O intervalo adotado para o índice é bem superior ao de outros países, como a Inglaterra (1%), para compensar o índice “cheio”, isto é, sem expurgo.

Neste sentido, o país estará caminhando na mesma direção adotada por outros países que implementaram o regime de metas. Todos os países que utilizam o sistema de metas implementaram ajustes nos índices.

Economistas brasileiros defendem o expurgo do índice de inflação, desde que precedido por um período de transição marcado por elevado grau de transparência e divulgação sistemática um ano antes de sua implantação.

- Horizonte da Meta:

Foram fixadas metas para os anos de 1999, 2000 e 2001. Esse compromisso não será modificado em hipótese alguma. As metas são imutáveis e não admitem revisão. Em junho do ano 2000, quando será anunciada a meta para 2002 poderá haver alguma

alteração. Somente nesta ocasião o governo poderá optar pela adoção de um índice expurgado.

- Breve avaliação dos resultados:

Tendo em vista que poucos meses se passaram após a implementação do regime de metas para a inflação no Brasil, ainda não houve tempo hábil para uma avaliação do seu sucesso.

Há consenso de que a inflação para 1999 ficará dentro dos limites fixados. No entanto, este resultado pouco ou nada tem a ver com o funcionamento da política monetária sob o regime em vigência.

Tendo em vista a defasagem dos efeitos da política monetária sobre a taxa de inflação e o fato de que o regime foi introduzido em junho, pode-se dizer que o estabelecimento de uma meta para 1999 apenas acomodou a projeção do BC para a trajetória da inflação no período, não constituindo orientação para a política monetária nos meses subsequentes. Além disso, com uma defasagem nos efeitos da política monetária sobre a inflação estimada entre seis e nove meses, de fato, ainda não se pode fazer uma avaliação dos resultados obtidos.

Com base nos Relatórios de Inflação divulgados pelo BC desde a introdução do regime, o que se pode dizer é que o nível atual da taxa de juros básica (19%) é alto demais em vista da meta para a taxa de inflação no ano 2000.

O ponto crucial, entretanto, diz respeito ao principal desafio a ser enfrentado pela política monetária, que consiste em se mostrar capaz de manter o compromisso com as metas para a inflação mesmo diante de um conflito claro de política econômica.

O quadro fiscal do País ainda coloca a política monetária sob grande pressão. Não há como se conciliar, por muito tempo, crescimento econômico e inflação baixa em

um quadro de desequilíbrio fiscal permanente. Evidencia-se, então, o sentido de urgência na mudança do regime fiscal ora em discussão.

CAPÍTULO VI) CONCLUSÃO

Em tese, a sistemática de metas para a inflação aponta para um possível sucesso. Entretanto, na prática esse regime ainda suscita algumas dúvidas. Tais indagações não surpreendem visto tratar-se de uma prática relativamente nova, mesmo nos países desenvolvidos.

A conquista da credibilidade é, sem dúvida, o maior desafio desse regime. Dela depende o funcionamento do sistema. Além disso, a experiência internacional sugere que o sucesso do regime de metas depende bastante dos detalhes de sua implementação.

Embora os países que adotam o sistema atendam formalmente às suas pré condições, algumas fragilidades podem impedir o perfeito funcionamento do regime. Isto pode ser claramente percebido na avaliação dos países em desenvolvimento. Embora muitos deles tenham condições para adotarem o sistema, desequilíbrios estruturais e fiscais podem tornar os objetivos do regime impraticáveis.

Em termos comparativos, pode-se dizer que os países desenvolvidos seguem praticamente um padrão. A meta é determinada em torno de 2%, obedecendo um intervalo entre 1% e 3%.

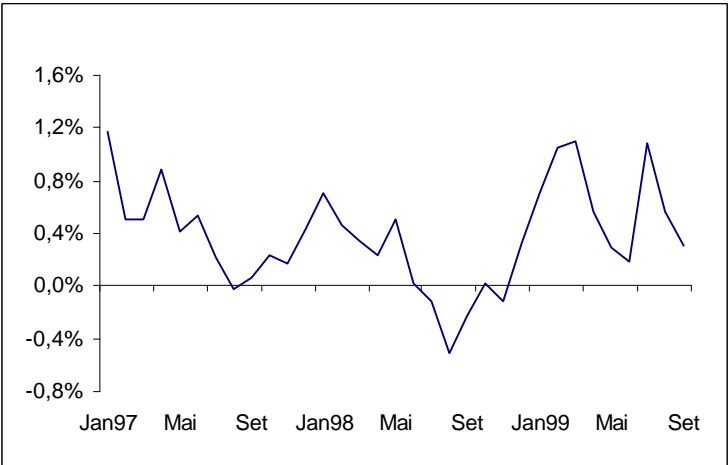
Quando analisamos as metas estabelecidas para o caso brasileiro, vemos que estão bastante distantes das fixadas em países desenvolvidos. Apesar de formarem um grupo heterogêneo, como havia sido dito, os países em desenvolvimento se assemelham

bastante em termos das características do regime de metas adotado. Dessa forma, o Brasil está mais próximo do caso de Israel, estudado no capítulo IV.

De fato, a taxa de inflação foi reduzida nos países que adotaram a sistemática. Entretanto, a análise do sucesso também depende de uma avaliação dos benefícios obtidos, e se estes poderiam ou não ser alcançados na ausência do regime. Uma comparação entre a performance econômica do país antes e depois da implementação também fornece importante avaliação. Estudos apontam que, no caso da Nova Zelândia e do Canadá, pode-se dizer que ambos alcançaram sucesso. Nos dois países a credibilidade foi conquistada e a taxa de inflação assumiu uma tendência de queda.

No caso brasileiro, o maior entrave para o regime é o déficit fiscal. O sucesso do regime depende crucialmente do ajuste das contas públicas.

ANEXO I – Gráfico da evolução do Índice de Preços ao Consumidor Amplo - IBGE



ANEXO II – Decreto No. 3088, de 21 de junho de 1999

Estabelece a sistemática de “metas para a inflação” como diretriz para a fixação do regime de política monetária e dá outras providências.

O Presidente da República, no uso das atribuições que lhe confere o artigo 84, inciso IV, da Constituição, e tendo em vista o disposto no artigo 4º da Lei nº 4595, de 31 de dezembro de 1964, e no artigo 14, inciso IX, alínea “a”, da Lei nº 9649, de 27 de maio de 1998, Decreta:

Art 1º Fica estabelecida, como diretriz para fixação do regime de política monetária, a sistemática de “metas para a inflação”.

§ 1º As metas são representadas por variações anuais de índice de preços de ampla divulgação.

§ 2º As metas e os respectivos intervalos de tolerância serão fixados pelo Conselho Monetário Nacional – CMN, mediante proposta do Ministro de Estado da Fazenda, observando-se que a fixação deverá ocorrer:

I – para os anos de 1999, 2000 e 2001, até 30 de junho de 1999; e

II – para os anos de 2002 e seguintes, até 30 de junho de cada segundo ano

imediatamente anterior. Art 2º Ao Banco Central do Brasil compete executar as políticas necessárias para cumprimento das metas fixadas.

Art 3º O índice de preços a ser adotado para os fins previstos neste Decreto será escolhido pelo CMN, mediante proposta do Ministro de Estado da Fazenda.

Art 4º Considera-se que a meta foi cumprida quando a variação acumulada da inflação – medida pelo índice de preços referido no artigo anterior, relativa ao período de janeiro a

dezembro de cada ano calendário – situar-se na faixa do seu respectivo intervalo de tolerância.

Parágrafo único. Caso a meta não seja cumprida, o Presidente do Banco Central do Brasil divulgará publicamente as razões do descumprimento, por meio de carta aberta ao Ministro de Estado da Fazenda, que deverá conter:

I – descrição detalhada das causas do descumprimento;

II – providências para assegurar o retorno da inflação aos limites estabelecidos; e

III – o prazo no qual se espera que as providências produzam efeito.

Art 5º O Banco Central do Brasil divulgará, até o último dia de cada trimestre civil, relatório de inflação abordando o desempenho do regime de “metas para a inflação”, os resultados das decisões passadas de política monetária e a avaliação prospectiva da inflação.

Art 6º Este Decreto entra em vigor na data de sua publicação.

BIBLIOGRAFIA

BERNANKE, Ben S.; LAUBACH, Thomas; MISHKIN, Frederic S.; POSEN Adam S.. *Inflation Targeting: lessons from the international experience*. Princeton: Princeton University Press, 1999. 382 p.

Mc CALLUM, B. T. *Inflation targeting in Canada, New Zealand, Sweden, the United Kingdom, and in general*. Cambridge: National Bureau of Economic Research, May 1996. (Working Paper n. 5579).

SVENSSON, Lars E. O. *Inflation targeting as a monetary policy rule*. Cambridge: National Bureau of Economic Research, Nov. 1998. 50 p. (Working Paper Series n. 6790).

DEBELLE, Guy. *Inflation targeting in practice*. [Washington]: IMF, Mar., 1997. 32 p. (IMF Working Paper n. 97/35).

KAHN, George A.; PARRISH, Klara. *Conducting monetary policy with inflation targets*. Federal Reserve Bank of Kansas City, 3rd quarter 1998. 32 p.

THIESSEN, Gordon. *The canadian experience with targets for inflation control*. [Ottawa]: Bank of Canada, Oct. 1998. 19 p.

KUTTNER, Kenneth N.; POSEN, Adam S. *Does talk matter after all? inflation targeting and central bank behavior*. New York: Federal Reserve Bank of New York, Sep., 1999. 43 p.

MASSON, Paul R.; SAVASTANO, Miguel A.; SHARMA, Sunil.. *The scope for inflation targeting in developing countries*. [Washington]: IMF, Oct. 1997. 53 p. (IMF Working Paper).

DEBELLE, Guy; MASSON, Paul R.; SAVASTANO, Miguel A.; SHARMA, Sunil.. ___ *Inflation targeting as a framework for monetary policy*. [Washington]: IMF, Sep.1999. 12 p. (Economic Issues).

RIGOLON, Francisco; GIAMBIAGI, Fábio. A atuação do Banco Central em uma economia estabilizada: é desejável adotar metas inflacionárias no Brasil? *Revista de Economia Política*, São Paulo, v. 19, n 3, p. 3-22, jul./set. 1999.

Brasil. Banco Central do Brasil. *Relatório de Inflação*. jun. 1999.