

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA
MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

“INFLATION TARGET: ESTUDO DE CASOS E O CASO BRASILEIRO”

Henrique Levy Benzecry
No. de matrícula: 9715449

Orientador: Marcos de Bustamante Monteiro

Dezembro de 2000

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

Dedico este trabalho à toda a minha família, aos meus amigos e ao meu orientador pelas críticas e comentários que me ajudaram na formulação deste trabalho.

ÍNDICE:

| | | |
|-------|--|----|
| I. | Introdução..... | 5 |
| II. | Conceitos acerca do regime de “Inflation Target” | 8 |
| III. | Experiências de outros países..... | 12 |
| III.1 | Alemanha | 14 |
| III.2 | Nova Zelândia | 18 |
| III.3 | Canadá | 27 |
| III.4 | Reino Unido | 35 |
| III.5 | Israel | 42 |
| IV. | “Inflation Target” no Brasil | 47 |
| IV.1 | O Período Inflacionário de 1980 a 1993 | 47 |
| IV.2 | O Plano Real | 49 |
| V. | Conclusão | 59 |
| VI. | Referências Bibliográficas | 62 |

I. INTRODUÇÃO

Ao final do século vinte e, principalmente, durante a década de 1990, os países de todo o mundo vem mostrando suas preocupações em atingir um crescimento sustentado para a economia. Como é consenso geral que o crescimento sustentado só convive com taxas de inflação estáveis, dentre as diversas formas possíveis para obtê-la, uma que vem ganhando bastante notabilidade, é o regime de metas de inflação, que começou a ser adotado por alguns países no início da década de 1990.

Em geral, as políticas macroeconômicas tem como objetivo a obtenção de taxas de inflação baixas, crescimento real da economia, baixo nível de desemprego, estabilidade financeira e uma situação externa favorável. Com a adoção de metas de inflação, as Autoridades Monetárias baseam seus esforços na obtenção de um nível de inflação baixo e sustentável.

Altos níveis de inflação fazem com que o poder de compra da população se reduza. A economia passa então a desenvolver mecanismos de indexação de preços para equilibrar, dentre outros, os salários à inflação. Esta indexação acaba prolongando a inflação pois a expectativa de inflação se mantém elevada. À medida que os agentes reajustam os salários de acordo com uma determinada inflação esperada, eles acabam indiretamente alimentando a inflação. É a chamada inflação inercial.

No regime de metas de inflação, as Autoridades Monetárias estipulam um ponto fixo, ou uma banda, a ser atingida pela taxa de inflação de acordo com um determinado índice escolhido, e tomam todas as medidas necessárias para atingir este objetivo. Para dar maior transparência e credibilidade ao novo regime, os países passam a publicar relatórios a respeito da conjuntura econômica explicando os acontecimentos passados e fazendo prognósticos futuros de forma a dar clareza às medidas a serem tomadas.

O regime de “Inflation Target” trouxe importantes benefícios aos países que o adotaram. Eles obtiveram baixas taxas de inflação, e baixas expectativas de inflação. O nível de repasse dos choques ao nível de preços também diminuiu. A taxa de juros nominal também caiu já que a expectativa de inflação havia diminuído.

No caso brasileiro, as metas de inflação foram adotadas após uma mudança no regime cambial, onde se temia que houvessem pressões inflacionárias. Apesar de ainda ser cedo para que possamos tirar maiores conclusões sobre o resultado da adoção deste novo

regime, podemos dizer que o Brasil vem apresentando resultados satisfatórios desde a sua implantação.

Neste trabalho iremos fazer uma breve análise da experiência de alguns países que adotaram o regime de “Inflation Target”. Na seção II nós iremos apresentar o conceito do regime de metas de inflação; na seção III nós iremos iniciar o estudo de casos, sendo a seção III.1 dedicada à Alemanha, a seção III.2 dedicada à Nova Zelândia, a seção III.3 dedicada ao Canadá, a seção III.4 dedicada ao Reino Unido e a seção III.5 dedicada a Israel; na seção IV iremos descrever a adoção de metas de inflação no Brasil, sendo a seção IV.1 um breve resumo do período inflacionário que vai de 1980 a 1993 e a seção IV.2 dedicada ao período posterior ao Plano Real.

II. CONCEITOS ACERCA DO REGIME DE “INFLATION TARGET”

Os Bancos Centrais de todo o mundo tem como um de seus principais objetivos a obtenção da estabilidade de preços. Um país que apresente níveis de preços crescentes gera custos à sociedade tanto no que diz respeito à tomada de decisões dos agentes, quanto na viabilidade de um desenvolvimento sustentado da economia.

Podemos mencionar como estratégias possíveis para se contornar o problema da inflação a adoção de um regime de câmbio fixo, a utilização de uma meta para os agregados monetários, e a utilização do regime de “Inflation Target”. A vantagem da utilização de um câmbio fixo é que ele pode levar à uma queda na inflação esperada, podendo em alguns casos atingir o patamar do país utilizado como âncora.

Objetivos relacionados a agregados monetários tem como vantagem o fato de serem facilmente mensuráveis e de o Banco Central possuir grande controle sobre a taxa de

crescimento da oferta de moeda, principalmente do M1. No entanto, colocar metas para os agregados monetários mostrou ser um sistema bastante problemático que levou a maioria dos países que o adotaram na década de 70 a abandonarem-no na década de 80, pois verificou-se que a relação entre os agregados monetários e variáveis-chaves da economia, como inflação e taxa de crescimento nominal do PIB, haviam diminuído devido à instabilidade na velocidade da moeda, decorrente, por exemplo, das inovações bancárias.

No sistema de “Inflation Target”, o Banco Central irá adotar um determinado índice de inflação, que poderá variar dentro de um certo intervalo, e tomará todas as medidas necessárias para que este índice seja alcançado. Em alguns casos utiliza-se uma banda de confiança para a inflação, já que existem problemas ligados a choques de curto prazo e ao fato de o nível de inflação não ser perfeitamente controlável pois ele também depende da inflação passada. É importante ressaltar que outros objetivos de política econômica diferentes da meta de inflação, tais como aumento da renda, só poderão ser buscados na medida em que respeitem as metas de inflação.

O Banco Central que venha a adotar este regime não pode vir a ser um instrumento do governo. Ele deve possuir independência na tomada de decisões já que ele passará a trabalhar em função de apenas um único objetivo, alcançar a meta de inflação, não podendo assim ser influenciado por medidas de caráter político.

A utilização da inflação como medida de balizamento das políticas do Banco Central é mais coerente principalmente no médio e longo prazo. Isto porque, é quase um

consenso que a política monetária tem maior efeito sobre o nível de renda e de emprego principalmente no curto prazo e sobre a inflação no longo prazo, já que a inflação corrente é determinada também por ocorrências anteriores.

Com a adoção de metas de inflação para a economia, irá haver uma convergência entre os formuladores de política econômica e os agentes, criando desta forma uma espécie de contrato entre os dois. Isto feito, os agentes poderão tomar decisões tendo um nível de inflação pelo qual se basear.

O regime de metas de inflação também possui algumas desvantagens. Devido à incerteza do real efeito da política monetária sobre a inflação, é difícil se obter total precisão sobre os níveis de inflação. Desta forma, é mais difícil para as Autoridades Monetárias alcançarem um determinado nível de inflação com a mesma precisão que podem fixar uma determinada taxa de câmbio, ou alcançar um objetivo quanto aos agregados monetários.

Utilizando a taxa de inflação como meta, devemos escolher uma taxa de inflação que não seja nem tão baixa nem tão alta. Inflação zero não significa estabilidade de preços. Deve-se objetivar uma taxa de inflação positiva porém baixa. Se escolhermos uma meta de inflação que seja muito alta, corre-se o risco de permitir uma escalada na expectativa de inflação e na própria inflação. Se escolhermos uma taxa de inflação muito baixa, podemos estar levando a economia à uma deflação, o que é prejudicial para a economia como um todo.

Uma questão importante diz respeito a qual índice deve ser usado para se medir a inflação. Diante dos diversos índices existentes, deve-se escolher aquele que seja confiável, conhecido pelo público e independente. Em alguns casos, deve-se expurgar deste índice os choques de caráter apenas temporário para que estes não venham a afetar na mensuração da inflação. É o chamado *core inflation*. Todos os países que utilizam metas para a inflação utilizam uma variante do IPC (Índice de Preços ao Consumidor). No caso brasileiro o índice escolhido foi o IPCA¹ (Índice de Preços ao Consumidor Amplo) determinado pelo IBGE e não há *core inflation*.

O Banco Central, como órgão responsável pela adoção do regime de metas de inflação, deve frequentemente se reportar ao público através de relatórios que indiquem a situação da inflação. Isto é importante na medida em que o Banco Central deve utilizar todos os recursos existentes para o cumprimento da meta, estando este sujeito a sanções por parte do governo em decorrência da não obtenção do sucesso esperado.

¹ Detalhes sobre o IPCA se encontram no capítulo IV.2

III. EXPERIÊNCIAS DE OUTROS PAÍSES:

Nesta seção será apresentado um resumo com os principais casos de países que adotaram metas de inflação. A Alemanha não utilizou metas de inflação, mas sim metas para os agregados monetários. No entanto, este é um caso especial que deve ser mencionado e explicado pois é uma grande lição para o sucesso dos regimes de metas de inflação.

Será apresentado uma síntese do processo de adoção do regime, as metas a serem alcançadas e os resultados obtidos. Os países a serem analisados serão Alemanha, Nova Zelândia, Canadá, Reino Unido e Israel. A Alemanha foi pioneira na adoção de metas para os agregados monetários, enquanto a Nova Zelândia foi pioneira no regime de “Inflation Target”. Canadá e Reino Unido representam o estudo de caso de dois países que adotaram metas de inflação em diferentes circunstâncias, enquanto Israel representa o estudo do regime em um país pequeno.

Tabela 1.1 – Características dos regimes de “Inflation Target”

| País | Índice Utilizado | Meta de Inflação corrente |
|---------------|--|---------------------------|
| NOVA ZELÂNDIA | Núcleo do Índice de Preços ao Consumidor | 0% a 3% |
| CANADÁ | Núcleo do Índice de Preços ao Consumidor | 1% a 3% |
| REINO UNIDO | RPIX (Variação anual do Índice de Preços do Varejo) | 2,5% ou menos |
| ISRAEL | Índice de Preços ao Consumidor puro | 4% |

Fonte: Bernanke e Mishkin (1997)

III.1 ALEMANHA:

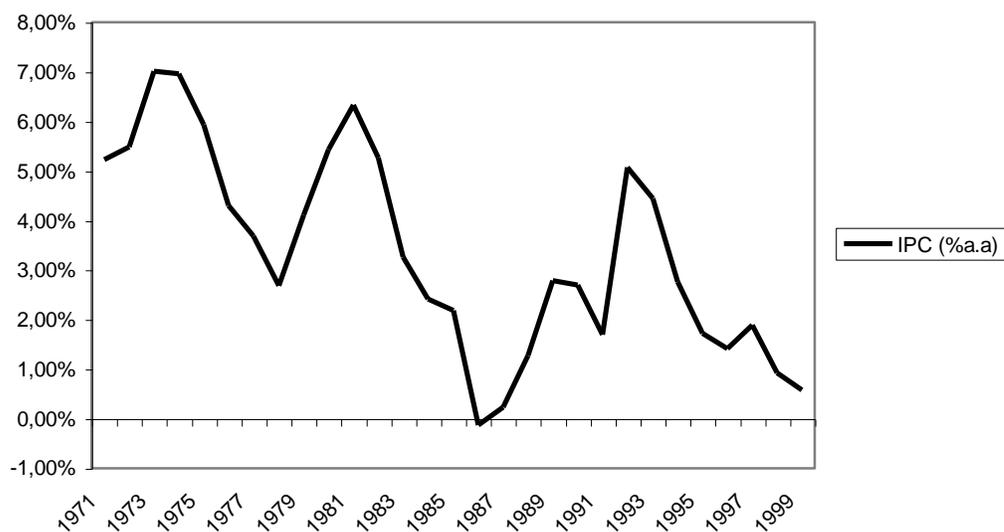
Com a finalização do regime de Bretton Woods e a queda do regime de taxas de câmbio fixas, a Alemanha passou a adotar um regime de metas monetárias a partir do final de 1974. Ela inicialmente apresentou como meta um crescimento de 8% no estoque de moeda para o ano de 1975 visando alcançar como objetivo o crescimento real da economia.

A meta escolhida pelo Banco Central Alemão foi o chamado “CBM” (Central Bank Money) devido à sua maior transparência e facilidade de entendimento por parte do público. O CBM corresponde à quantidade de moeda em circulação, os depósitos à vista, os depósitos com maturidade abaixo de 4 anos, os depósitos de poupança e títulos de poupança com maturidade abaixo de 4 anos. A partir de 1988 passou a ser utilizado como meta o agregado M3, definido como a soma da quantidade de moeda em circulação, os depósitos à vista, os depósitos com maturidade abaixo de 4 anos e os depósitos de poupança com no máximo 3 meses.

Com o choque do petróleo, a partir de 1979 o Banco Central Alemão passou a utilizar bandas para a meta monetária, ao invés de uma meta simples. Com isso, na existência de choques seria possível uma resposta sem fugir da meta imposta pelas bandas monetárias. Estas bandas variariam de 1 a 1,5 pontos percentuais para cima e para baixo. No entanto, o Banco Central Alemão aceitava variações acima da meta monetária visando o suporte de outros objetivos econômicos.

No gráfico abaixo temos uma idéia da inflação medida pelo Índice de Preços ao Consumidor do início da década de 70 até o final da década de 90:

Gráfico 1.1: Variação da inflação medida pelo IPC da Alemanha.



Fonte:International Financial Statistics (Set/2000)

O Banco Central Alemão sempre se preocupava em transmitir ao público em geral as medidas que estava tomando, com suas respectivas razões. Fazia também um prognóstico de curto e longo prazo para a economia, de forma a não deixar nada sem ser explicado ao público.

Com a unificação da Alemanha Ocidental e Oriental, o Banco Central Alemão aumentou a taxa de juros, o que, juntamente com um Marco forte e uma política fiscal expansionista permitiu um grande crescimento do PIB real. O estoque de moeda M3 aumentou quase 15% devido à unificação monetária. Foi verificado um choque de demanda e não um choque de oferta, após a unificação. No entanto, devido à credibilidade do Banco Central na exposição das questões relativas às metas monetárias, o público já possuía um maior discernimento do que seria um choque temporário e um choque permanente sobre os índices inflacionários evitando desta forma acelerar a expectativa de inflação.

A experiência alemã de regime de metas monetárias nos permite tirar algumas conclusões aplicáveis a países que adotam a inflação como meta. Para Mishkin e Posen (1997) um regime baseado em metas pode obter sucesso mesmo sendo flexível e possibilitando “overshootings” e “undershootings” sobre a meta a fim de controlar outras necessidades de curto prazo. No caso da Alemanha, havia casos de não se acertar a meta a fim de dar suporte a outros objetivos, porém não se tolerava fortes desvios.

É importante ressaltar que um regime de metas necessita de uma imensa transparência nas informações passadas ao público pois isto permite ao público saber quais

objetivos o Banco Central está buscando. A Alemanha sempre cumpriu seu papel de informar ao público os prognósticos e os motivos de certas decisões da forma mais transparente possível.

III.2 NOVA ZELÂNDIA:

A Nova Zelândia foi o primeiro país a adotar formalmente o regime de “Inflation Target” (fevereiro de 1990). Esta mudança na condução da política monetária foi parte de uma reforma econômica iniciada em 1984 que serviu de resposta ao longo período de mal desempenho da economia.

Na Nova Zelândia, a escolha da meta para a inflação é uma decisão conjunta do presidente do Banco Central e do ministro das Finanças. Eles chegam a um acordo sobre as metas (PTA – *Policy Target Agreement*) indicando quais os números a serem atingidos para a taxa de inflação em um determinado período.

Quando a primeira PTA foi assinada em março de 1990, o Banco Central da Nova Zelândia já havia obtido sucesso em reduzir a inflação de 17% em 1985 para menos de 5%

em 1989. Foi com a redução da inflação, que se tornou possível a efetivação do regime de “Inflation Target”.

A meta inicial a ser alcançada não seria um ponto fixo de taxa de inflação, mas sim o alcance de uma taxa de inflação anual entre 0% e 2%. Como a banda escolhida era muito baixa, considerou-se uma decisão extremamente ambiciosa. Como resultado, os agentes sempre se focavam na inflação perto do teto da banda (2%), ao invés de um meio termo (1%) que era a meta intencionada pelas Autoridades Monetárias. Devido ao difícil controle da inflação, no final de 1996 a banda sofreu uma mudança, passando a ser de 0% a 3%.

A escolha do índice a ser utilizado também foi uma decisão difícil. O motivo de se escolher o Índice de Preços ao Consumidor como balizador das metas de inflação, deveu-se ao fato de este ser o mais conhecido e o de mais fácil compreensão pela sociedade. Foi também concluído através de um julgamento preliminar, que uma inflação de 1% medida pelo Índice de Preços ao Consumidor seria consistente com a estabilidade no nível geral de preços.

Ficou também decidido que o índice de preços a ser utilizado não seria o IPC puro, mas sim o núcleo do IPC. A definição da meta no caso da Nova Zelândia é único. Primeiramente seriam retirados do índice, pela *Statistics of New Zealand*, os efeitos da taxa de juros sobre os preços; posteriormente o Banco Central faria novos ajustes sobre esta série. Os efeitos destes ajustes eram claros pois muitas vezes o IPC puro e o núcleo do IPC divergiam em até 2% e em alguns casos caminhavam em direções opostas.

O uso do núcleo de inflação está claramente descrito nas PTAs. As PTAs incluem previamente uma lista de “choques” que devem ser expurgados do índice, tais como variações na taxa de juros, significantes mudanças nos termos de troca, aumentos ou reduções nos impostos de bens e serviços e nos impostos indiretos, além de fatores exógenos como um desastre natural que possa vir a influenciar no aumento do preço de um bem.

Como a série do núcleo do IPC, que servirá de índice para a meta de inflação, não é constante ao longo do tempo, há uma irregularidade quanto à persistência das PTAs. Podemos ter algumas PTAs que durem apenas seis meses (como foi o caso da primeira) e outras que durem mais tempo. Não há uma predeterminação do tempo de duração das mesmas.

A partir de Junho de 1997, o Banco Central mudou a forma como expressa a sua postura quanto a política monetária. Em primeiro lugar, ele tornou claro o efeito líquido da inflação futura sobre mudanças na taxa de câmbio, tomando como dado a política monetária. Sempre que haviam mudanças na taxa de câmbio, o governo ajustava-se através de variações na taxa de juros. Sendo assim, a taxa de câmbio seria um fator influenciador da inflação futura.

O Banco Central passou então a construir o chamado Índice de Condições Monetárias (MCI – *Monetary Conditions Index*) como forma de demonstrar a postura do

governo quanto à política monetária. No caso da Nova Zelândia, o efeito sobre a inflação de um aumento de 2% na taxa de câmbio seria equivalente ao de um aumento de 1% na taxa de juros. Desde junho de 1997 o Banco Central publica uma previsão do MCI para indicar os rumos da política monetária para os próximos 3 anos.

As projeções de médio prazo para a inflação antes de 1997 se baseavam em uma taxa de juros fixa para 90 dias. Consequentemente, as previsões de inflação sobre estas hipóteses não coincidiam com o ponto mediano da banda utilizada como meta para a inflação. Visando acabar com esta inconsistência, as projeções passaram a ser feitas ajustando-se as condições monetárias, tais quais definidas pelo MCI, de forma a estas alcançarem o ponto mediano da banda ao final do horizonte de tempo demarcado.

Desde que foi adotado o sistema de “Inflation Target” na Nova Zelândia, o Banco Central não objetivou metas secundárias como renda ou estoque de moeda. Isto ocorreu pois estudos empíricos mostraram que nenhum agregado monetário demonstrou uma relação próxima ao crescimento da renda e à inflação, o que levou o Banco Central a ressaltar o crescente papel da taxa de juros sobre a economia.

O governo neo zelandês sempre se preocupou em transmitir à população a situação dos índices macroeconômicos. Para isso, haviam publicações como o *Annual Report*, e o *Reserve Bank of New Zealand Bulletin*, com artigos e declarações oficiais. A inflação, no entanto, ao invés de ser divulgada mensalmente, era divulgada trimestralmente, podendo

ser tanto um problema de coleta de dados quanto um objetivo tático de se omitir flutuações de curto prazo.

Não podemos dizer que o Banco Central da Nova Zelândia possua a mesma independência que outros bancos centrais. Isto porque a meta é escolhida em conjunto com o governo, e cabe ao Banco Central alcançá-la. Ou seja, ele é tido mais como um agente do governo do que uma instituição formuladora de metas.

Historicamente, podemos considerar o período que vai de 1990 a 1992 (início do regime de “Inflation Target”) como sendo de redução da inflação e baixo desempenho da economia. A inflação caiu para os patamares de 0% a 2%; as taxas de juros que estavam inicialmente altas sofreram uma rápida queda; a taxa de câmbio se depreciou; houve uma queda no PIB e aumento do desemprego.

Com a primeira PTA assinada em março de 1990, estipulou-se que a inflação anual entre 0% e 2% deveria ser alcançada em dezembro de 1992. Na Declaração de Política Monetária (MPS – *Monetary Policy Statement*) de abril de 1990 também foi especificada uma meta de 3% a 5% em dezembro de 1990 e de 1,5% a 3,0% em dezembro de 1991. Com o aumento do preço do petróleo, devido à Guerra do Kuwait, decidiu-se que a meta para dezembro de 1990 excluiria do índice o preço do petróleo.

Uma nova MPS em fevereiro de 1991 especificou metas para a inflação de 2,5% a 4,5% em dezembro de 1991, de 1,5% a 3,5% em dezembro de 1992 e de 0% a 2% em

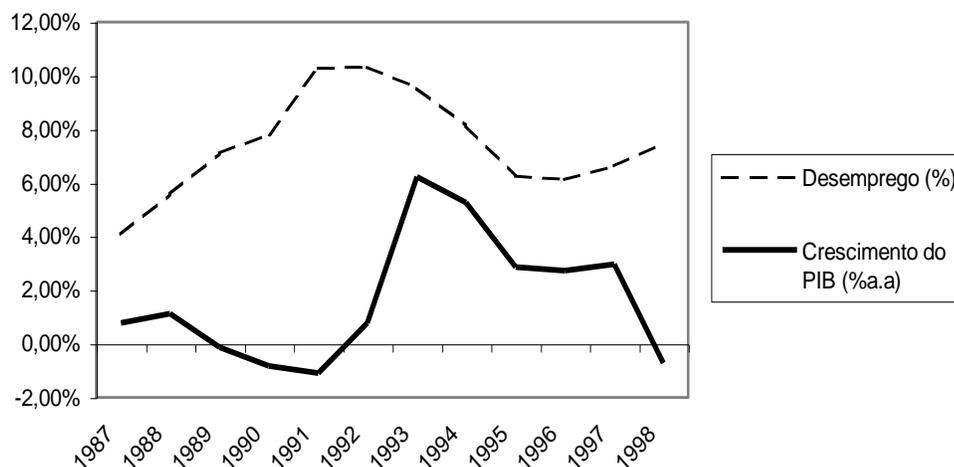
dezembro de 1993. A MPS de junho de 1992 procurou focar a existência de uma estabilidade de preços ao invés de expressar o desejo de novas reduções na inflação.

De 1992 a 1994 houve uma recuperação. A inflação se situou perto dos 2%, os juros continuaram a cair, a taxa de câmbio sofreu uma apreciação, o PIB aumentou e o desemprego diminuiu moderadamente. Em dezembro de 1993 o Banco Central noticiou que a recuperação da economia pode ter sido maior do que o esperado, mas considerou prematura a realização de um aperto na política monetária. As previsões para o núcleo da inflação ficaram em 0,8% para o fim de 1994 e de 1,8% para o fim de 1995.

O período compreendido entre 1994 e 1997 pode ser compreendido como sendo de grande desafio para o Banco Central. A inflação aumentou, as taxas de juros aumentaram, a taxa de câmbio se apreciou, o PIB se manteve em um crescimento sustentado e o desemprego caiu com maior rapidez.

Um tópico importante apresentado no MPS do início de 1994 foi sobre a incerteza com o nível de crescimento da economia. Com as reformas iniciadas em 1985, acreditava-se que seria mais fácil a obtenção de um crescimento do PIB juntamente com a sustentação de um período não inflacionário. Devido a esta incerteza, a partir de meados de 1994 a política monetária passou a ser mais apertada visando evitar a não obtenção da meta para a inflação.

Gráfico 1.2: Crescimento anual do PIB e Desemprego (em % da PEA)



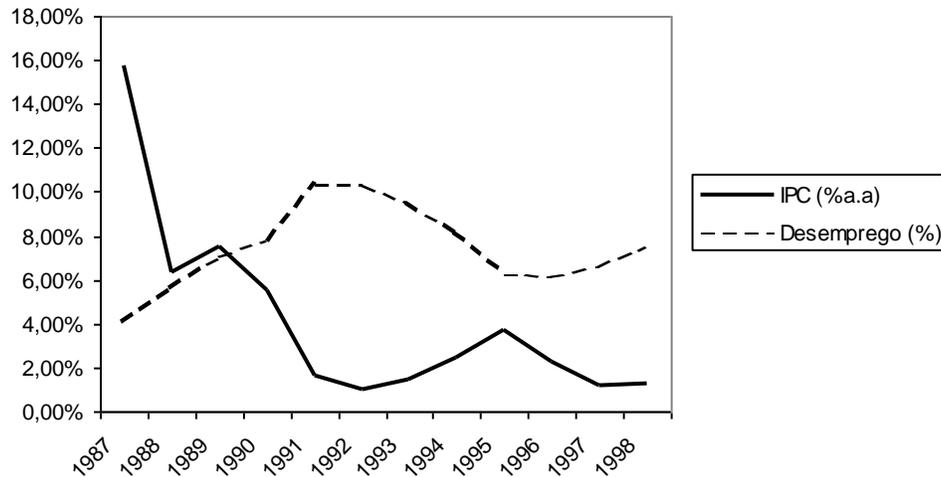
Fonte: International Financial Statistics (Set/2000)

Em 1995 a revisão do Banco Central havia previsto uma inflação acima de 2% no segundo trimestre de 1995, excedendo a meta estipulada. De fato, o núcleo da inflação se situou em 2,2%, porém o Banco Central resolveu temporariamente não apertar a política monetária por estar confiante que haveria uma redução nos preços durante o terceiro trimestre. De fato a inflação voltou ao patamar de 2% ao ano em setembro de 1995.

Em dezembro de 1995 o Banco Central voltou a fazer uma política monetária mais restritiva. A partir de 1996 as altas taxas de juros passaram a levar impopularidade ao Banco Central. Em abril de 1996 uma carta do Banco Central avisava que existia a possibilidade de a meta anual de 2% ser superada no meio do ano. Em junho de 1996 o

Banco Central noticiou que de fato a meta havia sido superada no primeiro trimestre e que ela chegaria a 2,6% no terceiro trimestre.

Gráfico 1.3: Relação entre o IPC e o Desemprego (% da PEA)



Fonte: International Financial Statistics (Set/2000)

A meta anual de 2% passou então a ser questionada por diversos setores da sociedade. O Banco Central no entanto temia mudar esta meta achando que isto poderia levar a uma perda de credibilidade e a problemas na expectativa de inflação. O resultado das eleições em outubro de 1996, sem haver um partido com mais de 50% no parlamento, gerou coalizões entre os partidos. Os dados de outubro de 1996 mostravam a inflação em 2,3% ao ano, abaixo das análises privadas que alcançavam 2,7% ao ano, o que gerou desconfiança na mensuração da política monetária. Uma coalizão entre o *National Party* e o *New Zealand First Party* levou a mudanças na meta de inflação. Uma nova PTA modificava a banda de 0% a 2% para 0% a 3% até 2001.

A última PTA foi assinada em Dezembro de 1999 e reafirma a banda de 0% a 3% para a taxa anual de inflação. Além disso, ela acentua que para que o Banco Central obtenha a estabilidade de preços ele deve implementar sua política monetária de maneira sustentável, transparente e consistente tal que evite flutuações desnecessárias no produto, nas taxas de juros e na taxa de câmbio.

Podemos concluir da experiência da Nova Zelândia, que em países com uma banda mais estreita torna-se mais difícil o controle da inflação. Tanto os instrumentos de política quanto os agregados macroeconômicos tornam-se mais instáveis. Além disso, podemos concluir que a maneira como se porta o Banco Central, tanto no que diz respeito a explicações sobre determinadas políticas quanto na sua discricção, pode criar situações de falta de credibilidade que pioram a sua imagem.

No entanto, podemos considerar o caso da Nova Zelândia como tendo sido de sucesso, já que após uma década de alta inflação e onde foram iniciadas reformas na economia, com o regime de “Inflation Target” esta conseguiu atingir um baixo e estável nível de inflação juntamente com modernização e crescimento econômico.

III.3 CANADÁ:

O Canadá passou a adotar o regime de “Inflation Target” em 1991, logo após a Nova Zelândia. Diferentemente da Nova Zelândia, no Canadá não havia uma legislação formal para a determinação das metas, no entanto, as mesmas também eram anunciadas em conjunto entre o Banco Central e o governo. O responsável direto pela obtenção das metas é o Banco do Canadá, porém não existem punições formais para o caso de desvios.

Da mesma forma que ocorreu na Nova Zelândia, o regime de “Inflation Target” no Canadá foi adotado após a inflação ter sido controlada, podendo assim conferir um maior sucesso ao novo regime. Este regime se deu de forma bastante flexível, já que a política monetária também levava em conta variações na renda, fazendo com que o novo regime passasse a ter mais o papel de suavizador das flutuações da economia do que a rigidez propriamente dita na obtenção das metas inflacionárias.

A meta para a inflação foi primeiramente explicitada em fevereiro de 1991. O anúncio foi feito em conjunto entre o Banco Central e o Ministro da Economia. Tudo foi previamente pensado para que este novo regime atraísse a atenção do público fazendo com que o mesmo desse suporte ao governo. Neste período a inflação estava caindo, as pressões sobre a demanda estavam se reduzindo e a economia como um todo estava se desacelerando.

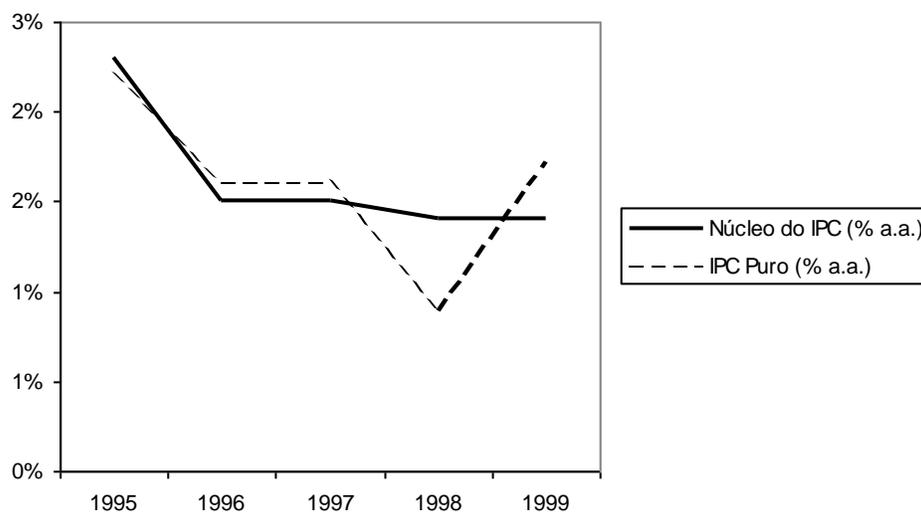
A primeira meta escolhida foi para vinte e dois meses após o anúncio pois achava-se que era necessário este período de tempo para que os resultados de uma política monetária se tornassem aparentes. No entanto, até 1993 não havia ainda se explicitado que a inflação serviria de âncora nominal, fazendo com que o público não confiasse muito neste novo modelo e tornando a inflação uma incerteza, pois as expectativas inflacionárias não haviam diminuído.

Em 1991 houve no Canadá o que se convencionou chamar de “metas para a redução da inflação”. A primeira meta seria a de uma inflação média em torno de 3% ao ano, medida por variações no Índice de Preços ao Consumidor, ao final de 1992, ou seja, vinte e dois meses após a sua adoção. A segunda meta seria uma inflação anual média de 2,5% ao final de junho de 1994 e a terceira meta alcançaria uma inflação anual de 2% em fevereiro de 1995. Considerava-se uma inflação anual abaixo de 2% como sendo o mais ideal, mas não necessariamente uma inflação anual de 0%.

Ao consolidar estas metas, esperava-se que tanto o Banco Central quanto os agentes ajustassem suas expectativas para um horizonte de médio prazo (um a três anos). No entanto também aceitava-se que o comportamento do público poderia não se alterar mesmo após alguns anos da adoção do novo regime.

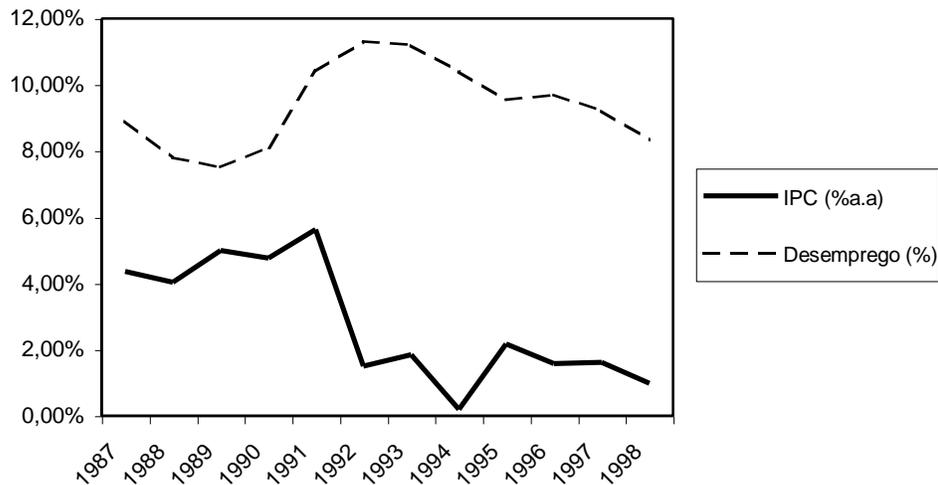
A escolha do Índice de Preços ao Consumidor como sendo o balizador da meta, ocorreu por este ser considerado o de mais alta qualidade. O IPC é o mais usado e o de mais fácil entendimento por parte do público. Ele é divulgado mensalmente e não são frequentes as revisões. Por incluir preços de energia e de alimentos no seu índice, este se torna muito volátil, sendo então divulgado também o núcleo do IPC. Ambos se movem juntos no médio e longo prazo.

Gráfico 1.4: Variações anuais do Núcleo do IPC (% a.a.) e do IPC puro (% a.a.)



Fonte: Banco Central do Canadá

Gráfico 1.5: Relação entre a inflação medida pelo IPC e o Desemprego (% da PEA)



Fonte: International Financial Statistics (Set/2000)

O Banco Central sempre se preocupou em transmitir ao público a sua visão sobre o andamento da economia e a razão das suas tomadas de decisões. Sempre que há maiores variações no IPC ele relata as mudanças mostrando se foi devido a fatores transitórios ou permanentes. Esta preocupação se deve ao fato de o IPC puro, que pode apresentar fortes variações de caráter transitório, ter sido escolhido como meta.

As metas são escolhidas através de intervalos, podendo variar 1% acima ou abaixo da meta. A partir de dezembro de 1995, por exemplo, a banda variaria de 1% a 3%, mantendo como objetivo o ponto mediano (neste caso 2%). Acreditava-se que com esta banda o Banco Central teria suficiente flexibilidade de lidar com eventuais choques.

Durante a adoção do regime de “Inflation Target” haviam dúvidas sobre o tempo necessário de políticas desinflacionárias para se alcançar os resultados esperados. No caso canadense, mais de 4 anos de regime não foram suficientes para se reduzir os custos destas políticas. As Autoridades Monetárias canadenses viam o regime de metas de inflação como a chave para a melhoria do bem estar econômico e não simplesmente como a chave para se alcançar a estabilidade de preços.

Visando mensurar de forma mais apurada a situação econômica, foi introduzido pelo Banco Central Canadense o Índice de Condições Monetárias (MCI – *Monetary Conditions Index*) como sendo uma meta operacional de curto prazo. Uma variação no MCI é definida como a soma ponderada de mudanças nos juros dos papéis de noventa dias e mudanças nas taxas de câmbio, sendo o peso de 3:1. O MCI não constitui uma âncora nominal e nem mesmo pode ser usado para se realizar mudanças cambiais. Ele é apenas uma meta operacional de curto prazo publicada semestralmente no *Monetary Policy Report*.

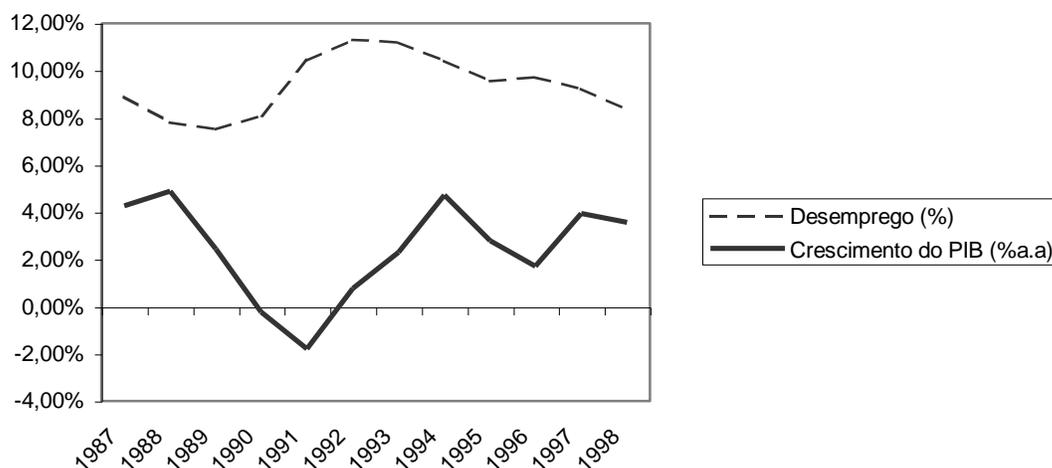
Como forma de passar ao público a situação econômica e a transparência sobre as políticas governamentais, o chamado *Annual Report* foi remodelado a partir de 1994. Houve mudanças, como as antigas citações de “metas para redução da inflação” passaram a ser chamadas de “metas para o controle da inflação”.

Alguns dos principais desafios enfrentados pelo Banco Central do Canadá dizem respeito a fatores políticos, ao invés de econômicos. O regime de metas de inflação possuía

o suporte do público, no entanto o sucesso da redução da inflação com a manutenção de altas taxas de desemprego foi contestada.

O primeiro grande desafio do Banco Central Canadense diz respeito a como lidar com a pressão inflacionária que estava emergindo no período inicial de adoção do regime de “Inflation Target”. Neste período havia sido introduzido o imposto sobre bens e serviços e outros impostos indiretos haviam sido aumentados, gerando pressões inflacionárias. Não havia incentivo para se aumentar as taxas de juros e os dados mostravam que o PIB cairia ao final de 1991. O Banco Central usou as metas como forma de evitar que a expectativa inflacionária fosse repassada aos preços, tendo a taxa de juros como instrumento de última instância.

Gráfico 1.6: Relação entre o Crescimento anual do PIB e o Desemprego (% da PEA)



Fonte: International Financial Statistics (Set/2000)

O segundo grande desafio veio no verão de 1993, antes das eleições parlamentares de novembro. A popularidade do governo se encontrava em baixa devido às altas taxas de desemprego, enquanto a taxa de inflação se encontrava perto do limite inferior da banda. Com a vitória do Partido Liberal a banda de 1% a 3% foi estendida para os próximos 3 anos.

O emprego voltou a crescer a partir de 1994 devido principalmente ao aumento das exportações. Houve uma desvalorização do Dólar Canadense, principalmente frente ao Dólar Americano e as taxas de juros aumentaram. No *Annual Report* de 1994 o governo ressaltou o controle da inflação por três anos consecutivos após duas décadas de alta inflação.

Podemos considerar que o Banco Central Canadense obteve sucesso no controle da inflação, evitando choques sobre o nível de preços. Este sucesso pode ser creditado tanto ao trabalho conjunto do Banco Central com o Ministro das Finanças, quanto à transparência nas informações fornecidas ao público.

O regime de “Inflation Target” no Canadá funcionou como forma de manter a inflação baixa e estável, mesmo sendo este regime bastante flexível, já que a não obtenção da meta não resultaria em sanções ao Banco Central. Isto ainda permitiu ao mesmo um instrumento para fazer com que choques inesperados sobre a economia pudessem ser

revertidos. Um fator essencial para isso foi a transparência com que o Banco Central passava as suas informações.

III.4 REINO UNIDO:

O Reino Unido seguiu o Canadá na adoção do regime de “Inflation Target”. No entanto, os motivos não foram os mesmos. No caso britânico, houve uma crise especulativa sobre a moeda em setembro de 1992 que resultou na flutuação e na depreciação do câmbio. As metas de inflação foram então adotadas visando recuperar a credibilidade para a política monetária, perdida com a crise especulativa.

Uma diferença fundamental no caso britânico é que o Banco Central não possuía autonomia para manipular os instrumentos de política monetária. A sua influência era feita principalmente através de suas análises e de sua insistência pública no caso de o mesmo achar necessário a tomada de novas medidas.

Da mesma forma que os outros países, a adoção das metas para a inflação no Reino Unido se deu após um período desinflacionário, o que fez com que as metas iniciais fossem

facilmente alcançadas. A política monetária sobre o regime de “Inflation Target” era relativamente flexível, estando mais parecida com o regime do Canadá do que o da Nova Zelândia, e sempre mantendo o controle sobre o nível de renda e de emprego.

As metas de inflação no Reino Unido foram inicialmente implantadas em outubro de 1992 devido à saída da Libra Esterlina do Mecanismo de Taxa de Câmbio Europeu (ERM – *Exchange Rate Mechanism*) algumas semanas antes. O momento da adoção do novo regime foi considerado favorável pois a economia estava voltando a melhorar com taxas de juros mais baixas e com o câmbio desvalorizado.

A adoção das metas de inflação podem também ser entendidas, de uma forma mais geral, como uma resposta ao insucesso quando da adoção de estratégias de metas intermediárias. O Reino Unido experimentou algumas metas intermediárias como forma de condução da política monetária nas décadas de 1970 e 1980.

Com o fim do regime de Bretton Woods no início da década de 1970, o Reino Unido adotou metas para os agregados monetários que provaram ser de limitado sucesso. A taxa de câmbio assumiu uma maior importância como indicador das condições monetárias em meados da década de 1980. Antes da adoção do ERM em outubro de 1990, o Reino Unido chegou a adotar metas para a taxa de câmbio, que também vieram a sucumbir mais tarde.

A variável utilizada como meta no Reino Unido é a variação anual do índice de preços do varejo excluindo-se os pagamentos de juros de hipoteca, (RPIX – *Retail Price Index*). A taxa de inflação medida pelo RPIX deveria ficar entre 1% e 4% até as eleições de maio de 1997 porém com uma expectativa de se situar em 2,5% ou menos nessa data. Posteriormente esta meta foi mudada para a expectativa do RPIX.

O RPIX provou ser um bom índice de mensuração para a taxa de inflação por ser de fácil compreensão para a sociedade como um todo. Chegou a se pensar na utilização do RPIY (RPIX excluindo-se os efeitos do impostos indiretos) em 1995 mas considerou-se que haveria um risco nesta mudança pois o público poderia achar que as metas estariam sendo modificadas com uma certa constância. Evitando-se a hipótese de manipulação, ficou a cargo do *Office For National Statistics*, uma agência separada do governo, o cálculo das séries de inflação.

A escolha da utilização de uma banda para a meta de inflação serviu para permitir às Autoridades Monetárias responder a certos desvios de curto prazo sem que a confiança sobre o regime fosse perdido. No entanto, sempre ficou claro que a meta a ser alcançada seria os 2,5% ao ano.

Como outros Bancos Centrais, o Banco Central Britânico também aceitava a realização de um *trade off* entre inflação e outros agregados macroeconômicos. Apesar de o governo estar objetivando fundamentalmente a estabilidade no nível de preços, são

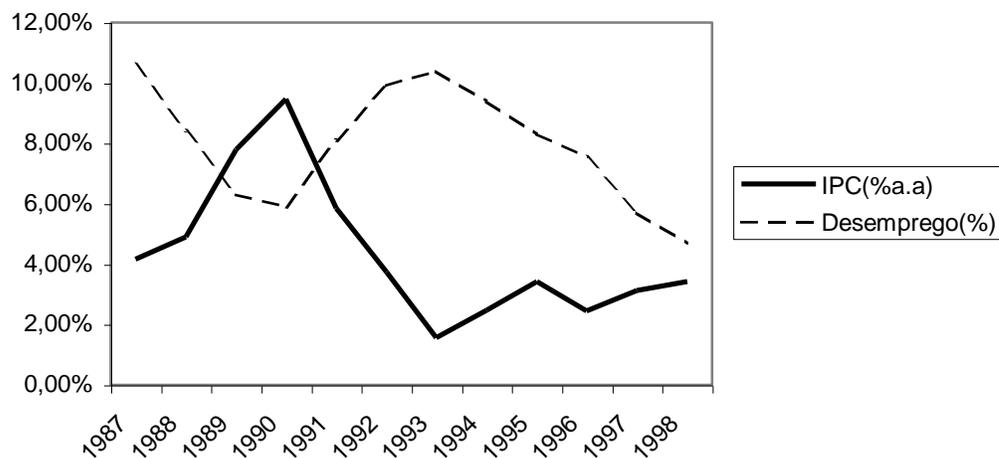
aparentes as medidas visando outros objetivos (sempre respeitando a restrição inflacionária).

As autoridades inglesas utilizavam o *Inflation Report* para passar ao público dados sobre inflação, moeda, taxa de juros, demanda/oferta, mercado de trabalho e previsões sobre a inflação. Ela servia para passar confiança e transparência ao público sobre a situação econômica do país.

O período que vai de outubro de 1992 ao final de 1993 marcou o fim da recessão e o começo da recuperação da economia britânica. Durante o ano de 1993 a economia cresceu e o nível de desemprego diminuiu. O RPIX continuou sua tendência de baixa e atingiu o seu alvo (2,5%) pela primeira vez em novembro de 1993.

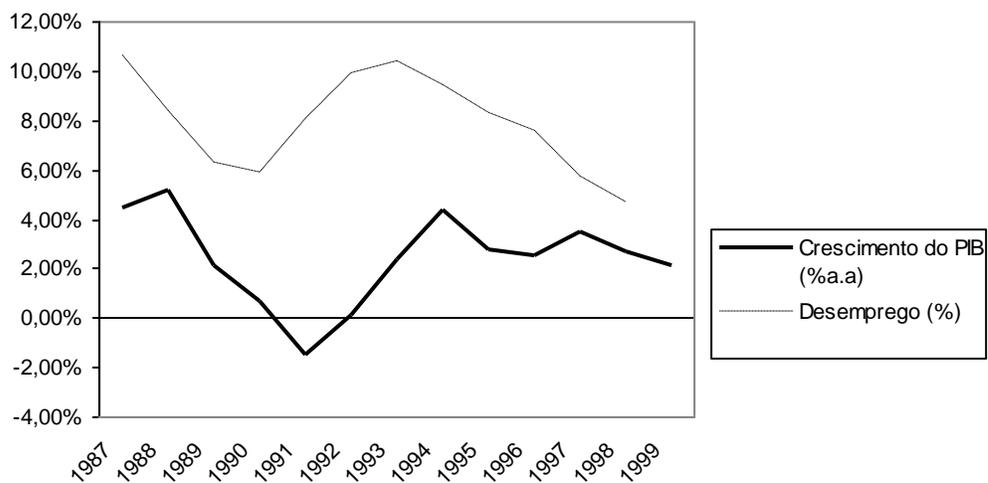
No *Inflation Report* do início de 1993 as previsões mostravam que a depreciação da Libra Esterlina e o aumento do déficit público seriam dois fatores que forçariam a inflação. As taxas de juros haviam caído de 10% em agosto de 1992 para 6% em janeiro de 1993. Em 1994 o PIB cresceu vigorosamente, enquanto o RPIX atingiu 2% em setembro e outubro e chegou a 2,5% em dezembro. A taxa de desemprego continuou a cair para perto de 9% e a Libra Esterlina mantinha sua tendência de queda desde o início do ano.

Gráfico 1.7 : Relação entre o IPC (% a.a.) e a Taxa de Desemprego (% da PEA)



Fonte: International Financial Statistics (Set/2000)

Gráfico 1.8: Relação entre o Crescimento do PIB (% a.a.) e o Desemprego (% da PEA)



Fonte: International Financial Statistics (Set/2000)

Com esta recuperação da economia, a inflação começou a ser pressionada, o que levou as Autoridades Monetárias à realizarem dois aumentos nos juros de 0,5% em 12 de setembro de 1994 e em 7 de dezembro de 1994. Em 1995 o PIB desacelerou, o nível de desemprego continuou a cair, o RPIX atingiu 2,8% ao ano em janeiro e flutuou entre 2,6% e 3,1% durante todo o resto do ano. Em 1996 o nível de desemprego continuou a diminuir, e de outubro de 1995 a setembro de 1996 o RPIX flutuou entre 2,8% e 3% ao ano, até alcançar 3,3% ao ano em outubro e novembro.

Em maio de 1997 foi concedido ao Banco Central a independência operacional devido aos sucessos em suas previsões e em suas ajudas políticas. Neste novo regime, as decisões estão concentradas no chamado Comitê de Política Monetária (MPC – *Monetary Policy Committee*) formado por nove membros, dentre eles alguns economistas renomados. Esta mudança visava o aumento da transparência e confiança na política monetária, diminuindo a incerteza do público.

Até maio de 1997 vigorou no Reino Unido um sistema onde o governo, e não o Banco Central, controlava os instrumentos de política monetária. Restam então algumas dúvidas tais como a responsabilidade por divulgar o índice de inflação e dizer se ele atingiu ou não a meta predeterminada. Deveria ser o Banco Central ou o governo (responsável pela política monetária) o responsável pela informação?

O sucesso do regime de “Inflation Target” no Reino Unido deve ser creditado ao Banco Central da Inglaterra por ter demonstrado transparência e segurança nas informações

transmitidas ao público. No entanto, como a sua posição era menor do que a de outros Bancos Centrais, por este se caracterizar mais pelas análises realizadas do que por possuir autonomia na realização de políticas, ele procurava se comunicar com o público através de excelentes relatórios como o *Inflation Report* descrevendo a situação econômica com total confiança e transparência.

III.5 ISRAEL:

Como os outros países analisados anteriormente, Israel passou a adotar o regime de “Inflation Target” após ter conseguido baixar a inflação. Em 17 de dezembro de 1991 o Ministro das Finanças e o Banco Central de Israel anunciaram conjuntamente que a inflação medida pelo Índice de Preços ao Consumidor ficaria entre 14% e 15% durante 1992. O Ministro das Finanças possuía a responsabilidade de escolher a meta, consultando previamente o Banco Central.

O caso de Israel é mais atípico do que os casos anteriores pois ele foi o único país que passou a adotar o regime de “Inflation Target” enquanto a inflação se encontrava em dois dígitos, e, além de colocar metas para a inflação, Israel também impôs metas para a taxa de câmbio.

A adoção deste novo regime aconteceu em um momento de crise macroeconômica. Em 1985, sobre extrema pressão fiscal devido aos custos da Guerra do Líbano, o país estava quase se defrontando com um período de hiperinflação. O déficit fiscal estava em 14% do PIB, e a dívida externa se encontrava em 80% do PIB. Em 1985 houve um programa de estabilização que inicialmente fixou o Shekel ao Dólar Americano e posteriormente a uma cesta de moedas de 5 países.

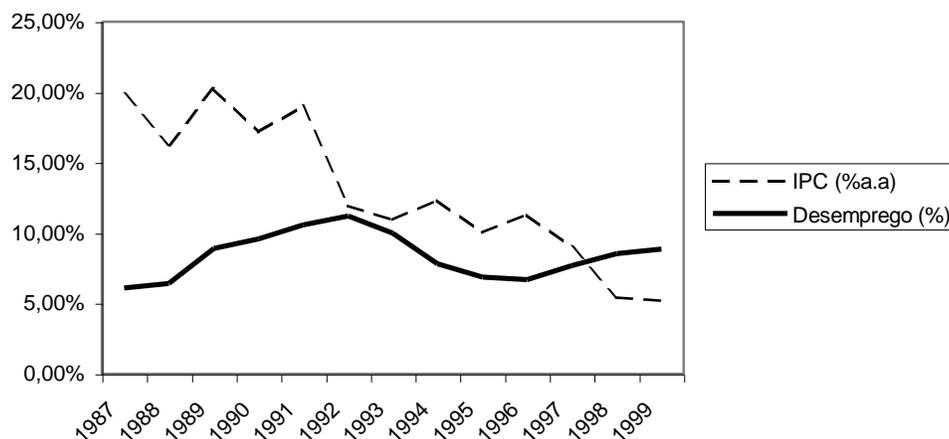
Este programa de estabilização obteve um imenso sucesso fazendo com que a inflação se reduzisse de 400% para 20% e se mantendo até 1990 entre 16% e 18% ao ano. Em 1989 o governo decidiu permitir a flutuação da taxa de câmbio dentro de um certo intervalo e realizando ocasionalmente desvalorizações do câmbio.

Com a adoção de metas tanto para a taxa de câmbio quanto para a inflação, o governo israelense pretendia balancear seus objetivos macroeconômicos. Como o regime de “Inflation Target” era uma experiência recente aos países, unir metas de inflação com metas para a taxa de câmbio foi sem dúvida uma experiência ambiciosa por parte das Autoridades Monetárias israelenses.

As Autoridades Monetárias israelenses decidiram escolher o IPC puro para servir como meta para a inflação. Decidiu-se não retirar do índice produtos voláteis pois estes correspondiam a 40% do IPC e o salários já se encontravam indexados ao IPC puro. É interessante constatar que nos cinco, dos seis próximos anos, o núcleo do IPC ficou abaixo do IPC puro e apresentou menor volatilidade do que o mesmo.

Israel sempre anuncia a sua meta para a inflação do ano seguinte, no ano precedente. A meta para 1992 foi definida através de uma banda, variando de 14% a 15% de inflação. Em 1993 e 1994 foram definidos pontos fixos como meta, sendo eles 10% e 8%, respectivamente. Em 1995 a banda poderia variar entre 8% e 11%; 8% a 10% para 1996; 7% a 10% para 1997; 7% a 10% para 1998 e para 1999 ficou definido como meta a taxa de 4% ao ano.

Gráfico 1.9: Relação entre o IPC (% a.a.) e o Desemprego (% da PEA)



Fonte: International Financial Statistics (Set/2000)

A escolha da meta todos os anos é um processo que leva em conta diversos fatores. O momento em que ela é anunciada varia, o que gera incerteza e reduz a transparência. A meta de 1994, por exemplo, foi anunciada em julho de 1993, refletindo o grande otimismo

deste período. A meta de 1997, no entanto, foi anunciada no último momento, em dezembro de 1996 refletindo pressões políticas sobre o Ministro das Finanças.

O método pelo qual é escolhida a meta para a taxa de câmbio deixa claro que esta variável funciona, em algum grau, como uma meta intermediária. Ela é calculada da seguinte forma: a meta de inflação mais hipóteses sobre a inflação no resto do mundo, mais a relação com a paridade de poder de compra.

O Banco Central de Israel possui um alto grau de independência, especialmente no que diz respeito ao dia a dia da condução da política. O presidente fica no cargo por um período de 5 anos, ou seja, mais do que os 4 anos vigente para os políticos. O Ministro das Finanças escolhe a meta a ser alcançada e deixa a cargo do Banco Central a obtenção da mesma.

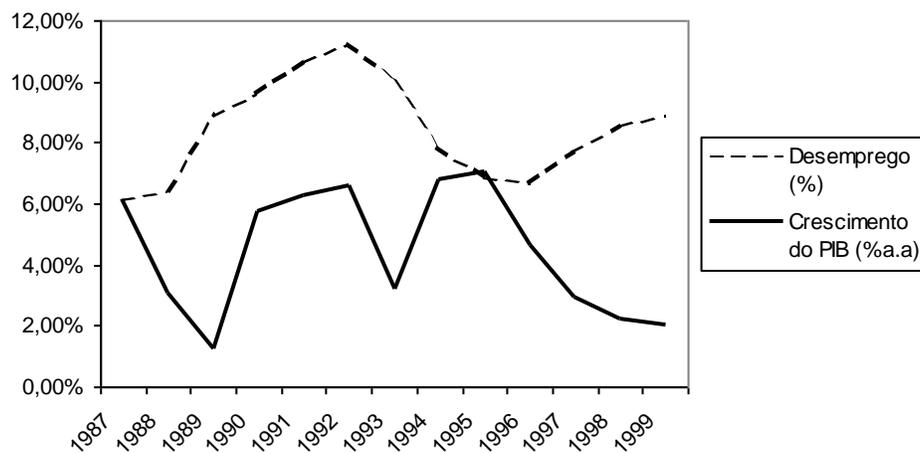
A experiência israelense com metas de inflação tem sido um sucesso. Desde a adoção das metas no final de 1991, com exceção de 1994 quando se passou 6% acima da meta, estas tem sido cumpridas ou então excedidas em menos de 1%, tendo sido a inflação média por volta de 10,6%. Mesmo com o rompimento da meta em 1994 não houve perda de controle sobre a inflação e sobre a expectativa de inflação.

A meta de 8% em 1994 foi rompida em aproximadamente 6%, no entanto, constatou-se neste período um aperto na política monetária visando responder a esta alta inflação, sem levar em conta que a taxa de câmbio estava precisamente na sua meta. Este

fato demonstrou que o Banco Central de Israel se preocupou inicialmente com o objetivo inflacionário deixando como fator secundário a estabilidade da taxa de câmbio.

Com o processo de desinflação, em 1997 a economia israelense começou a se desacelerar. Visando diminuir o nível de desemprego, a meta de inflação se manteve inalterada para 1998, porém o anúncio foi feito em agosto de 1997 tornando-se uma referência para as outras políticas. Em 1998 Israel completou a sua transição de um regime de taxa de câmbio fixo iniciado em 1985 para um regime mais flexível.

Gráfico 1.10: Relação entre o Crescimento anual do PIB e o Desemprego (% da PEA)



Fonte: International Financial Statistics (Set/2000)

IV. “INFLATION TARGET” NO BRASIL:

IV.1 O PERÍODO INFLACIONÁRIO DE 1980 a 1993:

O Brasil viveu durante a década de 1980 um período marcado pela estagnação do nível de atividade, profundos desequilíbrios macroeconômicos e, principalmente, altas taxas de inflação. Durante o período de 1980 a 1993, a taxa de crescimento média da economia brasileira foi de apenas 2,1% ao ano. Nesse mesmo período de 1980 a 1993, a taxa de inflação, medida pelo IGP-DI, atingiu o patamar médio de 438% ao ano.

A inflação foi durante a década de 1980 o principal objetivo de política econômica, tendo sido realizado, em um curto período de tempo, cinco diferentes planos de estabilização. Como todos estes planos acabaram fracassando, a instabilidade e a incerteza com relação a economia acabaram aumentando.

Durante a década de 80, com a geração de megassuperávits na balança comercial, o Brasil conseguiu enfrentar a crise cambial que se precipitou a partir do segundo choque do petróleo e da moratória mexicana. Com isso, os elevados déficits em conta corrente registrados no período 1980-1982 se transformaram em superávit em 1984.

Ao mesmo tempo que se tentava conter a inflação, criavam-se mecanismos que acabavam facilitando-a. Os agentes, visando evitar as perdas decorrentes da corrosão inflacionária, geram a indexação da economia como um todo, evitando-se assim, a erradicação da inflação.

IV.2 O PLANO REAL

A situação econômica brasileira no início da década de 1990 apresentava além de uma elevada inflação, um déficit fiscal moderado (no conceito operacional), uma taxa de câmbio bastante desvalorizada, uma situação externa folgada com uma conta corrente que foi, na média, superavitária, e com um grande aumento no nível das reservas internacionais devido a maior entrada de capitais.

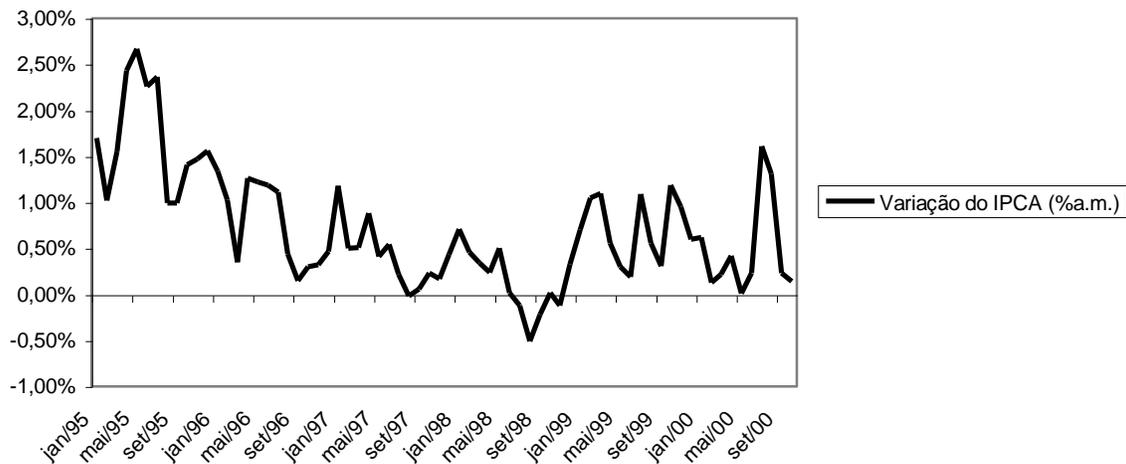
Em contraste, a partir de 1995 a economia brasileira passou a se caracterizar por uma inflação muito baixa (para o padrão histórico brasileiro), contas públicas com um elevado desequilíbrio, uma elevada deterioração da situação externa e uma taxa de câmbio mais apreciada em relação ao período pré-Real.

O aumento do desequilíbrio público se deve, entre outros fatores, à redução da inflação. Isto porque o governo passou a não contar mais com o chamado “Efeito Bacha”

na qual as receitas governamentais eram indexadas pela inflação, enquanto os gastos sofriam a corrosão das mesmas, fazendo com que houvesse um efeito desproporcional e favorável ao governo sobre as contas públicas.

O principal êxito do Plano Real foi a eliminação do maior problema brasileiro da década de 80 e do início da década de 90: a inflação. Outros planos de estabilização se baseavam em um congelamento de preços, que efetivamente conseguia baixar a inflação no curto prazo, porém acelerava ainda mais o crescimento dos preços posteriormente.

Gráfico 2.1: Variação mensal do IPCA



Fonte: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE)

O sucesso do novo plano de estabilização baseou-se, principalmente, no estabelecimento de uma unidade de conta (URV – Unidade Real de Valor) para alinhar os

preços relativos da economia. A URV serviu como forma de desindexação dos preços da economia, evitando assim a inflação inercial. Posteriormente a URV foi convertida na nova moeda estável da economia, o Real.

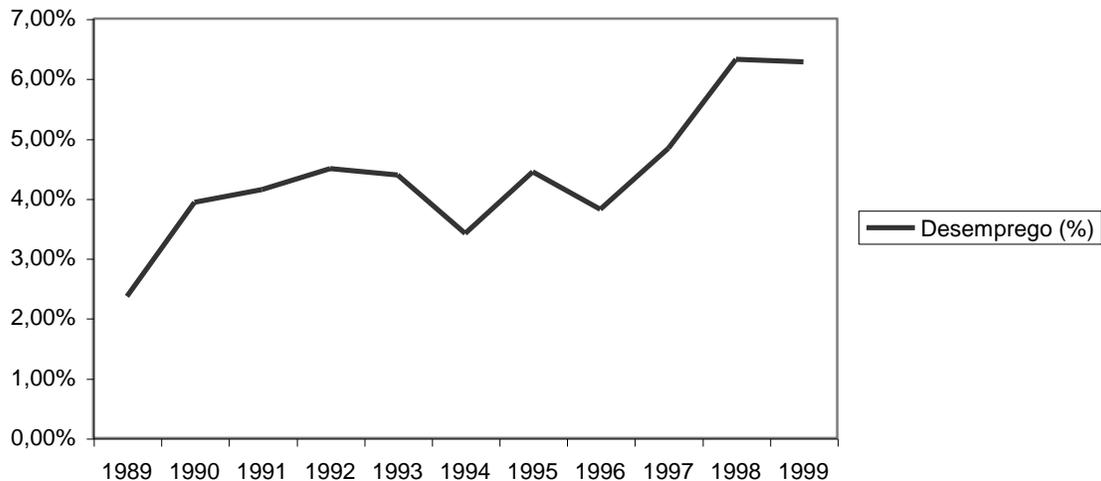
Além disso, a apreciação cambial juntamente com a abertura comercial permitiu que os preços dos bens *tradable* não sofressem fortes alterações desde o início do Plano Real, tornando assim mais efetivo o papel da âncora cambial no controle da inflação. No entanto, esta apreciação cambial levou a uma piora da situação externa pois encareceu os bens nacionais em detrimento dos bens internacionais.

O ajuste fiscal das contas do governo foi constantemente postergado, em parte porque a coalizão governamental ainda não estava suficientemente convencida da sua urgência. Com isso, o Brasil estava vulnerável à uma crise de confiança que se tornou mais nítida com a moratória russa em Agosto de 1988.

Uma importante questão concernente ao Plano Real, foi o aumento do desemprego na economia. Segundo dados do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), a taxa de desemprego aberto² na segunda metade da década de 90 passou de uma média anual de 4,6% em 1995 para 6,5% em 1998.

² Obtida da relação entre o número de pessoas que estavam procurando emprego ou aguardando resultado de proposta à época da pesquisa e o número de pessoas economicamente ativas com mais de 15 anos.

Gráfico 2.2: Taxa de Desemprego Aberta no Brasil



Fonte: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE)

Neste período houve uma grande fuga de capitais dos países emergentes. O Brasil além de aumentar sua taxa de juros e de promover um forte ajuste fiscal, recorreu a uma ajuda do Fundo Monetário Internacional (FMI) que totalizou US\$ 41,5 bilhões. O governo obteve um sucesso inicial com seu pacote fiscal porém a crise de confiança persistiu até o início de 1999, forçando o Brasil a abandonar o regime cambial vigente.

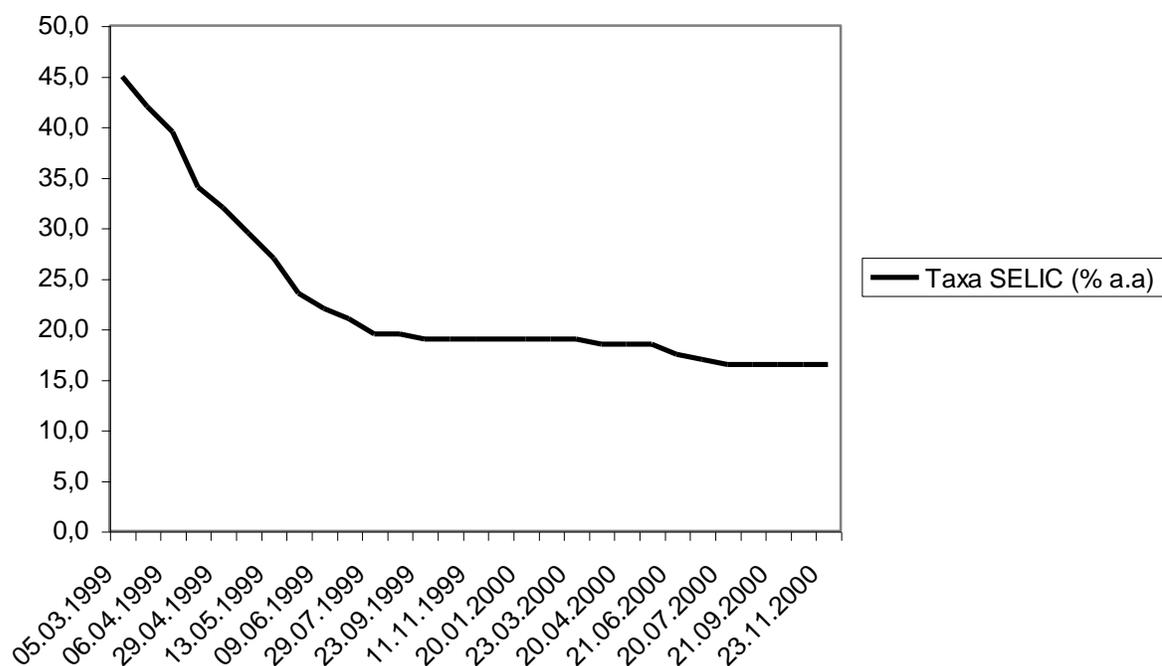
A desvalorização cambial ocorrida em janeiro de 1999, que atingiu o seu pico em meados de fevereiro, foi captada imediatamente pelos índices de preços, principalmente os de atacado. Foi verificado o aumento de preço tanto nos produtos importados quanto nos exportáveis. Os preços ao consumidor sofreram menos com a desvalorização pois a demanda estava em queda e o PIB cresceu apenas 0,8% em 1999.

Gráfico 2.3: Variação Anual do PIB no Brasil



Fonte: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE)

A nova diretoria do Banco Central, que tomou posse em março de 1999, era presidida por Armínio Fraga Neto. Sua primeira medida foi a de tentar acalmar o mercado financeiro. O Comitê de Política Monetária (COPOM) decidiu então elevar a taxa de juros básica da economia (SELIC) de 39% ao ano para 45% ao ano. Ficou também decidido que o Banco Central adotaria um viés de baixa para a taxa de juros, ou seja, o presidente do Banco Central teria autonomia para reduzir os juros sem a necessidade de uma nova reunião do COPOM. De fato o viés foi usado duas vezes antes da nova reunião. Primeiramente os juros foram reduzidos para 42% a.a e posteriormente para 39,5% a.a.

Gráfico 2.4 : Variação da Taxa SELIC³ (% a.a.)

Fonte: Banco Central do Brasil

A partir de março, e principalmente em maio, houve uma alteração significativa nas projeções para a taxa de inflação em 1999. Em abril as estimativas indicavam variações anuais em torno de 16% para os índices gerais e de 11% para os índices ao consumidor. Em maio estas estimativas se reduziram situando-se entre 11% e 12% para o primeiro caso e entre 6,5% e 8% no segundo caso.

Ao final do primeiro semestre de 1999 e início do segundo, o ritmo inflacionário voltou a crescer principalmente devido ao aumento dos preços dos combustíveis, do

³ Para uma análise da evolução da Taxa SELIC, ver Tabela 2.1

reajuste das tarifas públicas e do encarecimento dos produtos agrícolas e dos medicamentos.

A adoção do regime de metas de inflação pelas Autoridades Monetárias brasileiras, conforme o determinado no Decreto nº 3.088, de 21 de junho de 1999, coloca a inflação como prioridade de política econômica. Alguns pontos foram fixados, são eles: as metas de inflação serão estabelecidas com base nas variações de um índice de preços conhecido; tanto a meta de inflação quanto o intervalo de tolerância serão estabelecidos pelo Conselho Monetário Nacional; o Banco Central tem a responsabilidade de implementar as políticas necessárias para obter as metas; caso a inflação anual se situe dentro do intervalo de confiança previamente estabelecido, a meta será considerada atingida; caso a meta não seja atingida o presidente do Banco Central terá que enviar uma carta ao Ministro da Economia explicando as causas do rompimento, e mostrando as medidas que serão tomadas para que a inflação volte aos níveis tolerados; o Banco Central se obriga a realizar um relatório trimestral com informações a respeito dos resultados e das perspectivas para a inflação.

O índice escolhido para balizamento das metas foi o IPCA (Índice de Preços ao Consumidor Amplo) divulgado pelo IBGE. O IPCA é calculado pelo IBGE desde dezembro de 1979 e é o índice de preços ao consumidor com maior abrangência. O IPCA 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 famílias com faixa de renda de 1 a 40 salários mínimos. A publicação de seus resultados ocorre com defasagem aproximada de 10 dias.

As metas foram fixadas inicialmente em 8% para 1999, 6% para 2000 e 4% para 2001 e posteriormente em 3,5% ao ano para 2002, estando todas elas dentro de um intervalo de confiança de $\pm 2\%$. Ficou também decidido que seria utilizado o IPCA puro, ou seja, não haveria *core inflation*, apesar de a melhor opção técnica ser a retirada dos efeitos de choques exógenos. Esta escolha se deveu principalmente a razões de credibilidade já que a sociedade brasileira passou por períodos de manipulação nos índices de preços em um passado não muito distante. A retirada de algum item do índice poderia levantar a suspeita de manipulação.

Visando dar uma maior transparência ao novo regime, o Banco Central passou a publicar trimestralmente um *Relatório de Inflação* com informações a respeito de preços, demanda, moeda, finanças públicas, etc.. Além disso, o COPOM se reúne regularmente, e as decisões são tomadas de acordo com o voto da maioria. Atualmente as decisões do Comitê são divulgadas logo após a reunião. Durante a segunda metade de 1999 as explicações referentes às decisões demoravam em média 2 semanas para serem divulgadas. Esforços de comunicação em um regime de “Inflation Target” são vitais para que seja passado ao público em geral os objetivos de política das Autoridades Monetárias.

Embora o Brasil tenha obtido a meta estipulada em 1999 para a inflação, ainda é muito cedo para que possamos concluir sobre seu sucesso. Da mesma forma que os outros países o Brasil vem tomando as medidas necessárias visando mostrar transparência ao

público na sua tomada de decisões. Mesmo com a desvalorização cambial, o governo tem conseguido até o momento manter a inflação em níveis estáveis.

Tabela 2.1 : Evolução da Taxa SELIC (% a.a.)

| Data da Alteração da Taxa | Taxa SELIC (%a.a) | Data da Alteração da Taxa | Taxa SELIC (%a.a) |
|--------------------------------------|------------------------------|--------------------------------------|------------------------------|
| 05/03/1999 | 45,0 | 16/12/1999 | 19,0 |
| 25/03/1999 | 42,0 | 20/01/2000 | 19,0 |
| 06/04/1999 | 39,5 | 17/02/2000 | 19,0 |
| 15/04/1999 | 34,0 | 23/03/2000 | 19,0 |
| 29/04/1999 | 32,0 | 29/03/2000 | 18,5 |
| 10/05/1999 | 29,5 | 20/04/2000 | 18,5 |
| 13/05/1999 | 27,0 | 25/05/2000 | 18,5 |
| 20/05/1999 | 23,5 | 21/06/2000 | 17,5 |
| 09/06/1999 | 22,0 | 10/07/2000 | 17,0 |
| 24/06/1999 | 21,0 | 20/07/2000 | 16,5 |
| 29/07/1999 | 19,5 | 24/08/2000 | 16,5 |
| 02/09/1999 | 19,5 | 21/09/2000 | 16,5 |
| 23/09/1999 | 19,0 | 19/10/2000 | 16,5 |
| 07/10/1999 | 19,0 | 23/11/2000 | 16,5 |
| 11/11/1999 | 19,0 | | |

V. CONCLUSÃO:

Do estudo realizado nos diversos países, podemos chegar a algumas conclusões importantes. Normalmente, as Autoridades Monetárias adotam uma mudança de regime quando a situação não é confortável. No entanto, como vimos durante o texto, os países passaram a adotar o regime de “Inflation Target” após obterem sucesso na redução da inflação.

Apesar de haver uma concordância geral de que não se deve colocar como meta uma taxa de inflação de 0%, os países se diferenciavam entre a utilização do IPC puro e do núcleo do IPC. Alguns preferiam o IPC puro por ser um índice mais familiar ao público em geral enquanto outros países escolhiam o núcleo do IPC para evitar eventuais choques de oferta.

Podemos afirmar que todos os países que adotaram o regime de “Inflation Target” se preocupavam com as flutuações em outros agregados macroeconômicos como renda e emprego, apesar de alguns serem mais flexíveis que outros.

Muitos dos Bancos Centrais enfatizavam o uso de certos indicadores macroeconômicos que serviam como variáveis informacionais, isto é, continham informações sobre o curso futuro da economia mas que não eram utilizados como alvo. Temos como exemplo o MCI (*Monetary Conditions Index*) na Nova Zelândia e no Canadá.

Outra decisão se refere à escolha entre um ponto fixo como meta ou entre uma banda. Vimos que a banda tem a vantagem de permitir uma maior flexibilidade e também de mostrar ao público que o controle da inflação é imperfeito. No entanto, a banda possui a desvantagem de a não obtenção da meta dentro da banda, levar a uma maior perda de credibilidade para o governo do que a perda da meta para um ponto fixo.

Vimos que em todos os regimes de “Inflation Target” analisados, houve a preocupação de se transmitir ao público com clareza e transparência as medidas que estavam sendo tomadas. Os relatórios de inflação mostravam de uma forma compreensiva informações a respeito dos planos e objetivos das Autoridades Monetárias, assim como projeções para a inflação. O esforço para atingir tal clareza foi sem dúvida crucial para o sucesso dos regimes de metas de inflação.

Os principais benefícios que podem ser tirados da adoção de metas de inflação dizem respeito à idéia de que uma economia com inflação baixa e estável promove o crescimento econômico e a eficiência no longo prazo. “Inflation Target” junto com outras reformas fiscais e estruturais podem ajudar a criar um ambiente onde a economia possa prosperar.

O caso brasileiro ainda é muito recente mas já podemos tirar as primeiras conclusões. Ao final de 1999 o Brasil ficou dentro da banda prevista para a taxa de inflação medida pelo IPCA, tendo sido a inflação anual de 8,94%. O PIB, de acordo com dados do IBGE, cresceu aproximadamente 1% neste mesmo ano. Para o ano 2000 a inflação esperada se encontra por volta de 6,5% tendo sido a inflação acumulada até outubro de 2000 de 5,02%.

Ainda é muito cedo para que possamos tirar conclusões definitivas a respeito do regime de “Inflation Target” no mundo, pois esta é uma experiência ainda muito recente. No entanto, podemos afirmar que devido ao grande número de países que vem adotando tal regime e obtendo sucesso, este pode ser o futuro sistema de diversas Autoridades Monetárias no mundo daqui para a frente.

VI. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS:

- Araújo, F., Moreira, M. e Neto, J. “Optimal Interest Rate Rules in Inflation Targeting Frameworks”. Banco Central do Brasil, Working Paper series 6, Julho 2000
- Baumgartner, J., Ramaswamy, R. “Inflation Targeting in the United Kingdom: Information content of financial and monetary variables”. IMF Working Paper, 1996
- Bernanke, B., Laubach, T., Mishkin, F. e Posen A. “Inflation Targeting: Lessons from the International Experience”, 1999
- Bernanke, B. e Mishkin, F. “Inflation Targeting: A new framework for monetary policy?”. Journal of Economic Perspectives, Volume 11, número 2, 1997
- Bogdanski, J., Tombini, A. e Werlang, S. “Implementing Inflation Target in Brazil”. Banco Central do Brasil, Working Paper Series 1, Julho 2000.
- Debelle, G. “Inflation Targeting in practice”. IMF Working paper, 1997
- Giambiagi, F. e Rigolon, F. “A atuação do Banco Central em uma economia estabilizada: é desejável adotar metas inflacionárias no Brasil?”. BNDES, 1998
- Giambiagi, F. e Moreira, M. “A Economia Brasileira nos anos 90”. BNDES, 1999