
Sumário

Resumo.	5
Abstract	5
1. Introdução	7
2. As Motivações para a Adoção de Metas Inflacionárias	9
3. A Implementação das Metas Inflacionárias: Fundamentos Teóricos.	10
4. Metas Inflacionárias na Prática: Problemas, Dilemas e Soluções	12
4.1. O Anúncio da Meta	13
4.2. A Interação com Outros Objetivos	15
4.3. A Definição da Meta	16
4.4. A Previsão da Inflação como Meta Intermediária	18
4.5. O Monitoramento do Desempenho do Banco Central	19
4.6. O Desempenho Econômico dos Países com Metas Inflacionárias	19
5. Questões para o Brasil	23
Referências Bibliográficas	29

Resumo

Este artigo trata da possibilidade de adoção explícita do regime de *inflation targets* pelas autoridades monetárias do Brasil, a exemplo das experiências de países como Nova Zelândia, Canadá, Reino Unido, Suécia, Finlândia, Austrália e Espanha. Metas inflacionárias funcionariam, primeiro, como um mecanismo de coordenação para a fixação de preços e salários e, segundo, como um objetivo transparente da política monetária, cujo desempenho seria avaliado pela aderência da inflação às metas estabelecidas. O texto apresenta as motivações que explicam a introdução do regime, discute seus fundamentos teóricos e analisa os problemas e dilemas associados com a sua implementação na prática. Por último, à luz da teoria e da experiência internacional, desenvolvem-se alguns argumentos favoráveis à implantação deste regime no Brasil.

Abstract

This article deals with the possible adoption of explicit inflation targets by monetary authorities in Brazil, following the example of the experiences of New Zealand, Canada, the United Kingdom, Sweden, Finland, Australia and Spain. Inflation targets would work, first, as a coordination device for those involved in the price and wage setting process, and second, as a transparent aim of the monetary policy, whose performance would be evaluated by the adherence of inflation to the targets. The paper shows the motivations that explain the adoption of the regime, discusses its theoretical fundamentals, and analyzes the problems and trade-offs related to its implementation in practice. Finally, based on the theory and the international experience, some arguments in favour of the adoption of the regime of inflation targets in Brazil are developed.

1. Introdução

O Plano Real conseguiu reduzir rapidamente a inflação no Brasil ao longo dos últimos quatro anos. No final do quarto ano desde o seu lançamento, a inflação acumulada em 12 meses, medida pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor (INPC), alcançou 4%, após ter atingido 33% no primeiro ano, 16% no segundo e 6% no terceiro, esperando-se que em 1998 seja da ordem de 3%.

As Autoridades Monetárias brasileiras enfrentam então um dilema a respeito do que fazer após essa vitória inicial contra a inflação, semelhante em certa medida ao confrontado há alguns anos pelas Autoridades Monetárias dos Estados Unidos, quando a inflação se encontrava em queda, mas ainda no nível de 4% a 5% a.a. Havia então três alternativas: uma era simplesmente considerar satisfatória a redução obtida e implementar uma política monetária passiva; a outra era continuar buscando metas declinantes de inflação, até um nível da ordem de 2% a.a. ou menos; e a terceira era adotar um “enfoque oportunístico da desinflação”. O presidente do Federal Reserve Bank da Filadélfia, em um encontro do Federal Open Market Committee (FOMC), em 1989, apresentou este enfoque, conforme citado em Orphanides e Wilcox (1996, p. 1):

“Now, sooner or later, we will have a recession. I don't think anybody around the table wants a recession or is seeking one, but sooner or later we will have one. If in that recession we took advantage of the anti-inflation (impetus) and we got inflation down from 4.5% to 3.0%, and then in the next expansion we were able to keep inflation from accelerating, sooner or later there will be another recession out there. And so, if we could bring inflation down from cycle to cycle just as we let it build up from cycle to cycle, that would be considerable progress over what we've done in other periods in history.”

Na prática, o que ocorreu foi uma combinação da segunda e da terceira alternativas, com uma redução da inflação até o nível atual de 2% a.a., queda que foi favorecida, porém, pela recessão nos Estados Unidos do início dos anos 90.

No Brasil, a discussão sobre o papel do Banco Central em uma economia estabilizada, visando não só à manutenção da estabilidade dos preços, mas também à busca de taxas de inflação compatíveis com as dos países industrializados, deve entrar em algum momento na agenda dos policy-makers. Sob o aspecto institucional, o debate vem contemplando propostas de aumento da independência de instrumentos do Banco Central.¹ No resto

1 Para uma análise acerca da importância da autonomia decisória do Banco Central, ver Cukierman (1992). Para um survey da literatura e uma reflexão aplicada ao caso brasileiro, ver Rigolon (1993 e 1997).

do mundo, outros temas relacionados também vêm ganhando importância, como a proposta da introdução de *metas inflacionárias* quantitativas (*inflation targets*) para orientar a formulação e a execução da política monetária.

Metas inflacionárias foram adotadas no passado recente por diversos países industrializados, como Nova Zelândia, Canadá, Reino Unido, Suécia, Finlândia, Austrália e Espanha, tendo sido também observadas nas estratégias de política monetária da Alemanha e da Suíça. Nos Estados Unidos, elas são defendidas por influentes *policy-makers*, enquanto o Congresso vem examinando uma legislação que atribuirá à estabilidade dos preços o *status* de principal objetivo da política monetária. Finalmente, o tratado de Maastricht estabelece a estabilidade dos preços como objetivo prioritário do Banco Central Europeu (BCE), que provavelmente deverá incorporar elementos do regime de metas inflacionárias nos seus procedimentos [Bernanke e Mishkin (1997)].

Metas inflacionárias explícitas têm duas funções importantes: a) servir como mecanismo de coordenação para a fixação de preços e salários; e b) prover um objetivo preciso e transparente à política monetária, cujo desempenho pode ser avaliado pela aderência da inflação à meta estabelecida. Além disso, sua introdução é consistente com uma estratégia mais ampla para aumentar a eficiência da política monetária e que compreende: a) a escolha da estabilidade dos preços como o objetivo prioritário da política; b) a independência de instrumentos do banco central; e c) o monitoramento do desempenho do banco central na busca de seus objetivos [Leiderman e Svensson (1995)].

Este artigo, que tem o objetivo de discutir a conveniência da adoção de metas inflacionárias no Brasil, foi organizado em quatro seções, além desta introdução. A Seção 2 resume as motivações mais relevantes para a introdução do regime de metas inflacionárias, em substituição à fixação de metas rígidas para a taxa de câmbio ou para os agregados monetários. A Seção 3 apresenta os fundamentos teóricos que subsidiam a implementação das metas inflacionárias, particularmente o uso da previsão de inflação do banco central como meta intermediária. O tema da adoção de metas inflacionárias na prática é discutido na Seção 4, com foco na experiência dos sete países industrializados que adotaram o sistema até o momento. Os problemas e dilemas associados com a implementação das metas inflacionárias e as soluções encontradas também são apresentados nesta seção. Finalmente, a Seção 5 tenta construir uma resposta à questão da conveniência de serem adotadas metas inflacionárias no Brasil, à luz da evidência teórica e empírica das seções anteriores.

2. As Motivações para a Adoção de Metas Inflacionárias

Desenvolvimentos teóricos e empíricos recentes apóiam a introdução do regime de metas inflacionárias. Primeiro, elas *permitem que a política monetária concentre-se na busca prioritária do objetivo de inflação baixa e estável*. No longo prazo, metas inflacionárias mais baixas são preferíveis às mais altas, porque uma inflação mais alta tem custos econômicos e sociais superiores a uma mais baixa e não traz benefícios em termos de aumento do produto.² A manutenção da estabilidade dos preços no longo prazo, ou seja, o cumprimento das metas inflacionárias, também reduz a incerteza, aumenta a eficiência alocativa e incentiva o investimento, o crescimento da produtividade e o crescimento econômico.³

Segundo, *metas inflacionárias incentivam uma resposta eficiente do banco central aos efeitos de choques de curto prazo e contribuem para suavizar a variância da inflação e do produto ao longo dos ciclos econômicos* [Fischer (1996) e Taylor (1996)].

Terceiro, a fixação de metas quantitativas para a inflação possibilita uma *avaliação do desempenho da política monetária – pela comparação entre a inflação efetiva e a meta inflacionária – e da credibilidade da política – pela comparação entre as expectativas inflacionárias e a meta*. Conseqüentemente, metas inflacionárias facilitam a implementação e o monitoramento da política monetária e contribuem para o aumento da credibilidade e da transparência da política.

Quarto, regimes de metas inflacionárias podem *substituir eficientemente regimes baseados em metas para a taxa de câmbio ou para os agregados monetários*. Na prática, metas inflacionárias críveis passam a funcionar como âncoras nominais para a formação das expectativas inflacionárias e a fixação de preços e salários, o que reduz a importância de metas cambiais ou monetárias como alvos intermediários da política monetária.⁴

Por último, mas não menos importante, *metas inflacionárias têm fundamentos apoiados na literatura de regras e descrição*

-
- 2 Para uma descrição dos custos da inflação, ver Fischer (1995). Para a ausência de conflito no longo prazo entre a estabilização da inflação e do produto, ver Fischer (1996) e Taylor (1996).
 - 3 Regressões *cross-country* descritas em Fischer (1995) mostram associações negativas consistentes entre inflação e crescimento econômico e entre inflação e crescimento da produtividade. Para uma amostra de 80 países no período 1961/88, um aumento de 10 pontos percentuais na inflação associou-se a reduções de 0,4% a.a. no crescimento econômico e de 0,2% a.a. no crescimento da produtividade. Para os países com inflação entre 0% e 15% a.a., a correlação negativa entre inflação e crescimento econômico era ainda mais elevada: um aumento de 10 pontos percentuais na inflação correspondia a uma redução de 1,3% a.a. no crescimento.
 - 4 Svensson (1997c) mostra que, em geral, metas inflacionárias produzem resultados mais eficientes do que metas monetárias. Persson e Tabellini (1996) demonstram a superioridade das metas inflacionárias sobre as metas monetárias ou cambiais e propõem a sua adoção na Europa após a introdução do euro.

em política monetária (economia normativa). Em particular, elas podem eliminar o viés inflacionário derivado da ausência de credibilidade dos anúncios de política. Por exemplo, se a inflação socialmente ótima for igual a 2% a.a. e a inflação efetiva média a 4% (com viés de 2%), a inflação socialmente ótima pode ser alcançada fixando-se uma meta inflacionária igual a zero.⁵

3. A Implementação das Metas Inflacionárias: Fundamentos Teóricos

Apesar de suas vantagens, o regime de metas inflacionárias apresenta alguns problemas potencialmente sérios com relação à sua implementação e monitoramento [Svensson (1997c)].

Primeiro, a implementação é dificultada pelo *controle imperfeito da inflação*. A inflação corrente é predeterminada por contratos anteriores, o que significa que a política monetária só pode afetar a inflação futura. A escolha adequada do instrumento (a taxa de juros de curto prazo), por sua vez, é limitada pela incerteza sobre o mecanismo de transmissão da política monetária. Finalmente, a inflação também é afetada por fatores alheios à política monetária, em particular pelos choques que ocorrem durante a defasagem de controle, período que vai da escolha do instrumento até o seu impacto na inflação.

Segundo, o *controle imperfeito da inflação também cria dificuldades para o monitoramento do desempenho do banco central*. Por exemplo, se a defasagem de controle for de dois anos, a política monetária corrente só pode ser avaliada dois anos após a escolha do instrumento, quando a inflação resultante desta política for observável. Entretanto, como já mencionado, a inflação também é afetada por fatores que estão fora do controle da política monetária. Um banco central pode sempre argüir que um eventual desvio entre a inflação observada e a meta inflacionária deveu-se a fatores alheios ao seu controle, pelos quais ele não deveria ser responsabilizado.

Estes problemas podem reduzir a credibilidade da política. Críticos e céticos podem argumentar que os méritos do regime de metas inflacionárias são ambíguos e que regimes menos sofisticados, baseados em metas monetárias ou cambiais, seriam mais

5 *Surveys* da literatura de regras e discrição em política monetária podem ser encontrados em Cukierman (1992) e Fischer (1990). Kydland e Prescott (1977) introduziram o conceito de inconsistência dinâmica e de viés inflacionário. Rogoff (1985) propôs a instituição de bancos centrais independentes como mecanismos para atenuar o viés inflacionário. Walsh (1995) e Persson e Tabellini (1993) desenvolveram mecanismos de incentivo para a atuação do banco central – contratos lineares de inflação – capazes de eliminar o viés inflacionário. Svensson (1997a e 1996) mostrou que metas inflacionárias também podem eliminar o viés inflacionário e são muito mais fáceis de implementar do que os contratos lineares de inflação.

adequados para buscar a estabilização da inflação [Von Hagen (1996)].

Há, todavia, uma solução potencialmente eficaz para os problemas de implementação e monitoramento acima descritos. Dadas as defasagens longas e variáveis da política monetária e o controle imperfeito da inflação, é desejável que o banco central adote um enfoque prospectivo de política e use previsões de inflação condicionais à informação corrente para subsidiar a escolha corrente do instrumento. De fato, metas inflacionárias implicam metas para a previsão da inflação [Svensson (1997c)]. Na interpretação de King (1994, p. 118), citado em Svensson (1997c, p. 2):⁶

"The use of an inflation target does not mean that there is no intermediate target. Rather, the intermediate target is the expected level of inflation at some future date chosen to allow for the lag between changes in interest rates and the resulting changes in inflation. In practice, we use a forecasting horizon of two years."

É importante também que o banco central use a sua própria previsão de inflação como meta intermediária, e não as previsões do mercado financeiro ou de observadores externos. Conforme argumenta Assaf Razin, citado em Cysne (1997, p. 54):⁷

"... you are tempted as a monetary authority to use the inflationary forecast from the market, but we know from theory, and there is some evidence, that this is wrong because you are basically getting into a two-person game situation, because the market will make its forecasts adjusting for the reaction of the Central Bank. And then, the Central Bank, if it will adopt the market forecast, will basically, indirectly, get into this kind of guessing of what was the capital market forecast of the adjustment of the Central Bank, and you can see that these things don't provide a good anchor and it could create a lot of instability in the contact of monetary policy if the chief forecast comes from the capital market. So, in order to use seriously this instrument, you have to look for the fundamentals forces behind the inflation and the Central Bank has to create its own models from which it will make the forecast."

Svensson (1997b, 1997c e 1997d) estudou a implementação de metas inflacionárias sob as hipóteses de economias fechada e aberta. Em ambos os casos, a previsão de inflação do banco central é a meta intermediária ideal da política monetária, porque, por definição, é a variável mais correlacionada com a variável-objetivo, é mais controlável que a variável-objetivo, é continuamente observável pelo banco central e é transparente.

Teoricamente, a implementação de metas inflacionárias usando a previsão de inflação do banco central como meta intermediária é relativamente simples e pode ser descrita de forma sucinta. Suponha-se que os principais objetivos de curto prazo da política monetária sejam a estabilização da inflação e do produto em torno da meta inflacionária e do produto potencial, respectivamente. Outros objetivos podem ser a estabilização e/ou

6 Sobre estas questões, ver também Begg (1997).

7 Woodford (1994) reforça o argumento de Razin mostrando que o uso de previsões de observadores externos pelo banco central pode ter consequências indesejáveis, entre elas equilíbrios instáveis, equilíbrios múltiplos e não existência de equilíbrio.

a suavização da taxa de juros e da taxa de câmbio e a estabilidade do sistema financeiro.

Se a estabilização da inflação for o único objetivo da política monetária (meta inflacionária estrita), o instrumento é escolhido tal que a previsão de inflação sempre iguale a meta inflacionária. Neste caso, se a previsão de inflação for maior (menor) que a meta inflacionária, o banco central reage aumentando (diminuindo) a taxa de juros até que a previsão de inflação volte a igualar a meta.

Se houver outros objetivos além da estabilização da inflação (meta inflacionária flexível), o instrumento é escolhido tal que a previsão de inflação se aproxime gradualmente da meta inflacionária. Isto resulta numa política monetária em geral menos ativista que no caso anterior e em flutuações mais suaves do produto, da taxa de juros ou da taxa de câmbio.

4. Metas Inflacionárias na Prática: Problemas, Dilemas e Soluções

Nos últimos anos, diversos países (Nova Zelândia, Canadá, Reino Unido, Suécia, Finlândia, Austrália e Espanha) adotaram metas inflacionárias, regime caracterizado por: a) uma meta quantitativa explícita para a inflação, na forma de uma banda de confiança ou de um ponto, onde o centro da banda ou o ponto variam atualmente de 1,5% a 2,5% a.a.; b) uma busca da estabilidade dos preços como o objetivo prioritário da política monetária; c) o uso da previsão de inflação do banco central como meta intermediária; e d) um grau elevado de transparência e de monitoramento do desempenho do banco central. A Tabela 1 resume características selecionadas dos regimes de metas inflacionárias nos sete países industrializados mencionados.⁸

Uma característica comum à maioria dos países com metas inflacionárias foi o seu desempenho relativamente precário na estabilização da inflação ao longo dos últimos 30 anos, em comparação com o de outros países industrializados, como Alemanha, Suíça, Japão e Estados Unidos. Na maioria daqueles países, a experiência com metas monetárias ou para a taxa de câmbio também era insatisfatória. A introdução de metas inflacionárias pode então ser interpretada como uma tentativa de

8 Para maiores detalhes sobre as experiências dos diversos países, ver Leiderman e Svensson (1995), Haldane (1995 e 1997), Mayes e Riches (1996), McCallum (1996), Svensson (1997b e 1997c), Freedman (1996), Bernanke e Mishkin (1997), Debelle (1997) e Mishkin e Posen (1997). Ver também Fischer (1993) e Debelle (1996) para os casos de Nova Zelândia e Canadá, Stiehler (1995) para a experiência do Reino Unido e Svensson (1995) para o caso sueco. Lane, Griffiths e Prati (1995) focalizam a possível aplicação de metas inflacionárias na Itália e o International Monetary Fund (1997) faz uma síntese das experiências internacionais.

Tabela 1
Características dos Regimes de Metas Inflacionárias Adotados em Sete Países Industrializados

	<i>Nova Zelândia</i>	<i>Canadá</i>	<i>Reino Unido</i>	<i>Suécia</i>	<i>Finlândia</i>	<i>Austrália</i>	<i>Espanha</i>
Início	03/90	02/91	10/92	01/93	02/93	04/93	01/95
Meta Corrente (% a.a.)	0-3	1-3	2.5 ou menos	1-3	2	2-3	abaixo de 2
Horizonte	cinco anos (até 2001)	1998	mandato do atual Parlamento	indeterminado	indeterminado	duração do ciclo econômico	indeterminado
Medida de Inflação	núcleo do IPC	núcleo do IPC	IPC	IPC	núcleo do IPC	núcleo do IPC	IPC
Itens Excluídos do IPC	taxa de juros, impostos indiretos, tarifas públicas, variações significativas nos termos de troca	alimentos, energia, efeitos primários dos impostos indiretos	juros de empréstimos imobiliários	–	juros de empréstimos imobiliários, impostos indiretos, subsídios, preços de imóveis	juros de empréstimos imobiliários, impostos indiretos, outros itens voláteis	–
Anúncio da Meta	ministro das Finanças e presidente do Banco Central	ministro das Finanças e presidente do Banco Central	Chanceler do Erário	Banco Central	Banco Central	Banco Central	Banco Central
Relatório da Inflação	trimestral desde 03/90	semestral desde 05/95	trimestral desde 02/93	trimestral desde 10/93	–	–	semestral
Previsão de Inflação Publicada?	sim	não	sim	não	não	não	não

Fontes: Bernanke e Mishkin (1997) e Debelle (1997).

aumentar a credibilidade da política monetária e a eficiência da política de estabilização naquelas economias.

Em teoria, o funcionamento do regime é relativamente simples (ver Seção 3). O banco central produz uma previsão da inflação, que é comparada com a meta inflacionária, e uma eventual diferença é então corrigida ajustando-se o instrumento. A experiência dos países que adotaram o sistema mostrou, no entanto, uma série de questões operacionais complexas, que serão abordadas em seguida [ver Debelle (1997)].

4.1. O Anúncio da Meta

A questão de quem anuncia a meta está intimamente ligada com a independência do banco central.⁹ Na Austrália, na Finlândia e na Suécia, a meta inflacionária foi inicialmente anunciada pelo Banco Central e endossada posteriormente pelo governo. No Canadá e na Nova Zelândia, a meta é fixada em um acordo entre o ministro das Finanças e o presidente do Banco

9 Debelle e Fischer (1994) argumentam que pode ser mais apropriado que o banco central seja dependente na escolha dos objetivos, ou seja, tenha seus objetivos fixados em lei ou pelo governo, mas independente na escolha dos instrumentos, ou seja, tenha capacidade de escolher sem restrições os instrumentos requeridos para a busca dos objetivos. Bernanke e Mishkin (1997) observam que, em geral, a adoção de metas inflacionárias é acompanhada por um aumento da independência de instrumentos do banco central.

Central. No Reino Unido, o Chanceler do Erário, que é o responsável formal pela política monetária, anuncia a meta. É importante observar que um anúncio unilateral da meta pelo banco central pode diminuir a efetividade e diluir a credibilidade do regime.

Uma meta inflacionária não é mencionada explicitamente em nenhuma das cartas dos bancos centrais. Em vez disso, estes justificam a adoção de metas para a inflação como uma interpretação operacional do objetivo de estabilidade dos preços. Dado o conflito de curto prazo entre a estabilização da inflação e do emprego, bancos centrais cujas metas incluam o pleno emprego podem ser percebidos como decidindo arbitrariamente em favor de uma das metas. Estes bancos centrais têm enfatizado, entretanto, que não existe conflito entre a estabilização da inflação e do produto no longo prazo e que a melhor maneira de o banco central apoiar o crescimento econômico é mantendo uma taxa de inflação baixa. Em outras palavras, a manutenção da estabilidade dos preços no longo prazo seria a melhor contribuição da política monetária para o crescimento econômico [Taylor (1996)].

Neste ponto, é importante observar que a questão dos objetivos de política monetária e da administração dos conflitos entre a estabilização da inflação e do emprego ainda é controversa na literatura. Por exemplo, Drazen e Masson (1994, p. 736) arguem que, se uma política restritiva produz um desemprego persistente, ela pode reduzir, ao invés de aumentar, a credibilidade da política monetária:

"Whether or not an announced policy is carried out, however, reflects more than the policymaker's intentions. The situation in which he finds himself can be as important. Since even a 'though' policymaker cannot ignore the cost of very high unemployment... the credibility the public assigns to an announced policy should therefore reflect external circumstances as well.... If though policies constrain the room to maneuver in the future, then following a tough policy may actually harm rather than enhance credibility" (grifos nossos).

Já Fischer (1995), ao discutir a política monetária do Bundesbank, afirma:

"O objetivo geral do Bundesbank de manter o valor da moeda está longe de ser um guia completo para as escolhas cruciais de política que ele precisa fazer. Nenhum mandato de estabilidade dos preços é um guia suficiente para qualquer banco central. Isto porque os bancos centrais não podem simplesmente contentar-se com a tarefa de manter a inflação baixa. O controle de seu desempenho é importante, particularmente quanto às políticas anticíclicas, para verificar se eles estão fazendo o julgamento correto sobre a velocidade de redução da inflação ou de retorno ao pleno emprego. Eles não podem se refugiar na proposição de que não existe trade-off de longo prazo."

O mesmo Fischer (1996) reconhece que:

"A situação corrente, na qual os bancos centrais enfatizam a estabilidade de preços no longo prazo como o principal ou o único objetivo da política monetária e minimizam ou negam a possibilidade de políticas anticíclicas ao mesmo tempo em que as praticam, é um tanto desorganizada, mas preferível a uma outra na qual as ações correspondessem ao discurso."

Fischer argumenta também que deve haver um caminho melhor e que, em sua opinião, o regime de metas inflacionárias é este caminho.

4.2. A Interação com Outros Objetivos

Num regime de metas inflacionárias, o principal objetivo da política monetária é alcançar a meta anunciada. Qualquer outro objetivo só pode ser buscado na medida em que seja consistente com a meta inflacionária. Por exemplo, uma meta inflacionária não é consistente com um regime de câmbio fixo. Como a política monetária é endógena sob câmbio fixo, em geral não é possível buscar uma inflação no médio prazo muito diferente daquela do país a cuja moeda o câmbio foi fixado. Na prática, as metas inflacionárias substituíram metas para a taxa de câmbio em diversos países que adotaram o novo regime.¹⁰

Um objetivo de pleno emprego não é necessariamente inconsistente com uma meta inflacionária. No longo prazo, como já mencionado, o cumprimento da meta é a melhor contribuição da política monetária para o objetivo de pleno emprego. A resposta da política monetária a choques de demanda em geral é a mesma tanto sob uma meta de pleno emprego quanto sob uma meta inflacionária. A resposta a choques de oferta pode igualmente não ser incompatível com o objetivo de pleno emprego.¹¹

Num regime de metas inflacionárias, há também uma interação implícita entre os objetivos das políticas monetária e fiscal. Por exemplo, uma dívida pública excessiva pode induzir expectativas inflacionárias elevadas, que limitam a capacidade de o banco central cumprir a meta inflacionária no curto prazo. Uma eventual elevação das taxas de juros de curto prazo aumenta os custos de servir a dívida e o seu próprio estoque, o que pode resultar num círculo vicioso, com taxas de juros reais e dívida pública cada vez mais elevadas.

Numa certa medida, este fenômeno ocorreu no início das experiências do Canadá e da Nova Zelândia, que introduziram metas inflacionárias quando suas dívidas públicas situavam-se em níveis elevados, o que provavelmente deteriorou as expectati-

10 Estes foram os casos do Reino Unido, da Suécia e da Finlândia, que adotaram metas inflacionárias após os ataques especulativos de 1992. A Espanha introduziu metas inflacionárias apenas no início de 1995, mas não abandonou o mecanismo cambial europeu. A Itália não fixou qualquer meta nominal de política monetária desde a sua saída do mecanismo cambial europeu. Persson e Tabellini (1996) estudaram o comportamento da taxa de câmbio real sob metas inflacionárias. Na Nova Zelândia, as volatilidades cambiais de curto e longo prazos diminuíram significativamente após a introdução das metas inflacionárias. O mesmo resultado não foi observado, entretanto, no Canadá. Na Europa, depois da adoção das metas inflacionárias, a desvalorização real média foi mais elevada na Itália e na Espanha do que no Reino Unido, na Suécia e na Finlândia, enquanto a volatilidade cambial de curto prazo também foi mais alta na Itália.

11 Para um tratamento detalhado dos procedimentos operacionais na resposta da política monetária a choques de oferta ou de demanda, ver Freedman (1996).

vas inflacionárias e aumentou o custo da desinflação em ambos os países [Debelle (1996)].

4.3. A Definição da Meta

Um aspecto crítico do desenho de um regime de metas inflacionárias é a definição da série de preços na qual basear a meta. A série deve ser precisa, de rápida divulgação e de fácil entendimento pelo público, ao mesmo tempo em que não permita que choques de preços individuais afetem a tendência da inflação. Todos os países escolheram alguma variação do índice de preços ao consumidor (IPC).¹² Esta opção em geral não recaiu sobre o IPC publicado ou *cheio*, mas sobre índices que medem o núcleo da inflação, que excluem, por exemplo, os efeitos de primeira ordem dos choques de oferta (choques no nível de preços), mas não os efeitos de segunda ordem nos salários e nos preços (choques na inflação).

Canadá e Finlândia excluíram os impostos indiretos de suas medidas do núcleo da inflação. Os núcleos inflacionários do Canadá e da Austrália também não consideram os preços de alimentos e de energia, que tendem a ser altamente voláteis no curto prazo e poderiam influenciar as expectativas inflacionárias.¹³ Na Nova Zelândia não são consideradas variações de preços causadas por desastres naturais, por mudanças nos impostos indiretos e nas tarifas públicas e por alterações significativas nos termos de troca.¹⁴ Diversos países também não incluem os juros de empréstimos imobiliários na medida operacional da inflação, para evitar que eventuais elevações das taxas de juros de curto prazo afetem estas taxas de juros de longo prazo e a tendência da inflação.

Há vários motivos que justificam a busca de uma meta inflacionária baixa, porém positiva, em torno de 2% a.a. [Fischer (1996) e Bernanke e Mishkin (1997)]: o primeiro é o recolhimento de alguma receita de senhoriagem; o segundo é a possibilidade de um *trade-off* de longo prazo entre inflação e desemprego a taxas de inflação muito baixas, inferiores a 2% a.a. (inflação muito baixa reduz a flexibilidade dos salários reais, diminui a eficiência alocativa no mercado de trabalho e pode aumentar permanente-

12 A escolha do IPC ou de suas variantes não significa que seja irrelevante acompanhar a inflação medida por outros índices. Em particular, esta observação ajuda a julgar se a inflação medida pelo IPC está refletindo uma tendência ou acidentalidades [ver Freedman (1996)].

13 Os preços de alimentos e de energia no Canadá e na Austrália em geral reverterem à média num intervalo de dois ou três anos. Entretanto, como as metas inflacionárias têm uma periodicidade anual, ambos os países decidiram excluir estes componentes de sua medida operacional de inflação. Ao mesmo tempo, como a meta inflacionária também é ajustada para levar em conta eventuais diferenças na tendência destes preços e do resto do IPC, a integridade da abordagem é mantida, no sentido de não se introduzirem distorções no longo prazo, relacionadas com o fenômeno de reversão à média. Ver a discussão em Debelle (1997) e Freedman (1996).

14 Neste caso, *significativo* é definido como um impacto acumulado no nível de preços superior a 0,25 ponto percentual em 12 meses [Debelle (1996)].

mente a taxa natural de desemprego); o terceiro é a dificuldade de a política monetária buscar taxas de juros reais negativas nas vizinhanças de uma inflação próxima de zero (taxas de juros reais negativas podem ser requeridas, por exemplo, para debelar recessões);¹⁵ o quarto é o risco de uma deflação, sob metas inflacionárias muito baixas (uma deflação persistente e não antecipada pode interferir no funcionamento normal do mercado financeiro e precipitar uma recessão); e o quinto é o viés de medida do IPC, que varia de 1% a 2% nos Estados Unidos e chega a 0,5% no Canadá e no Reino Unido.¹⁶

Os argumentos acima justificam uma meta inflacionária em torno de 2% a.a. para economias industrializadas que já tenham alcançado a inflação de um dígito. Mesmo para economias em desenvolvimento, é desejável buscar taxas de inflação de um dígito, face aos custos alocativos e de perda de crescimento econômico associados com a inflação moderada [Fischer (1996) e Dornbusch e Fischer (1993)]. Na prática, as metas inflacionárias têm sido fixadas em torno de 2% a.a. (ver Tabela 1).

As metas inflacionárias são mais freqüentemente especificadas como bandas de confiança,¹⁷ cujo uso é motivado pelo controle imperfeito da inflação, na presença de defasagens longas e variáveis da política monetária e da eventual ocorrência de choques de curto prazo. As bandas permitem, em particular, alguma flexibilidade na resposta da política monetária aos choques.

Em princípio, as variações nas larguras das bandas entre os diversos países refletem percepções divergentes quanto às estruturas das economias, especialmente quanto às variâncias dos choques exógenos. A escolha da largura também 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 tibieza do banco central na busca da estabilidade dos preços.¹⁸ As bandas anunciadas têm uma lar-

15 Buscar taxas de juros reais negativas com inflação zero é o mesmo que fixar taxas de juros nominais negativas, o que é absurdo.

16 Há cinco fontes principais de vieses no IPC: a ponderação da base, o ajuste imperfeito para variações de qualidade, a introdução de novos bens, a substituição na direção de bens mais baratos e o viés de fórmulas. A redução do viés pode ser obtida com uma atualização mais freqüente da cesta de consumo usada na construção do índice. No Canadá, por exemplo, as atualizações são feitas a cada quatro anos, enquanto nos Estados Unidos elas só acontecem de 10 em 10 anos. A revisão mais lenta da base adiciona de 0,1 a 0,2 ponto percentual no viés do IPC nos Estados Unidos. Os demais vieses são mais difíceis de corrigir e mesmo de avaliar. Sobre estas questões, ver Freedman (1996).

17 Canadá, Reino Unido, Suécia e Nova Zelândia adotaram inicialmente bandas explícitas. Espanha e Reino Unido, a partir de 1997, fixaram tetos para a inflação, enquanto Finlândia e Austrália definiram metas pontuais. Na Austrália o ponto é na verdade um "ponto espesso" de 2% a 3%, mas a intenção das autoridades é efetivamente sinalizar uma meta pontual [Debelle e Stevens (1995)].

18 Uma banda estreita também pode aumentar a variância do instrumento [Debelle (1997)].

gura típica de dois pontos percentuais, o que torna provável que a inflação algumas vezes se mova para fora das bandas.¹⁹

A fixação inicial de uma banda estreita pode trazer benefícios de longo prazo que compensam os custos de manter a inflação no interior da banda. Por outro lado, se a credibilidade for baixa e os efeitos da política monetária na inflação excessivamente incertos, pode ser melhor estabelecer inicialmente uma banda larga e ganhar credibilidade ao longo do tempo, para só depois estreitar a banda. É provável também que seja mais fácil estreitar a banda inicial do que alargá-la.²⁰

4.4. A Previsão da Inflação como Meta Intermediária

A implementação dos regimes de metas inflacionárias requer o uso da previsão de inflação do banco central como meta intermediária. A qualidade da previsão é, portanto, um ingrediente importante da política. Há diversas técnicas para se prever a inflação um ou dois anos à frente, como, por exemplo, modelos estruturais, modelos de vetores auto-regressivos (VAR), análises de indicadores antecedentes e pesquisas de expectativas. Em geral, os bancos centrais combinam várias técnicas, de modo a construir suas previsões usando toda a informação relevante disponível. No Canadá e na Suécia, por exemplo, um índice de condições monetárias, que resume a situação das taxas de juros e de câmbio, é usado em associação com outros indicadores (agregados monetários e creditícios, preços de *commodities*, salários nominais e nível de utilização da capacidade) para avaliar os impactos potenciais da política monetária na demanda agregada e na inflação.²¹

O monitoramento do desempenho do banco central sugere que as previsões de inflação deveriam ser publicadas. Eventuais descumprimentos da meta poderiam ser justificados como erros de previsão inevitáveis. Erros sistemáticos de previsão seriam revelados e forçariam o banco central a melhorar a sua metodologia.

19 Ver uma discussão mais analítica deste ponto em Svensson (1997c). Pode parecer paradoxal que uma inflação menor do que o limite inferior da banda seja interpretada como um descumprimento da meta. Afinal, se o objetivo é a estabilidade dos preços, uma inflação mais baixa do que a meta anunciada deveria ser considerado um sinal de sucesso da política. No entanto, o limite inferior deve ser tão seriamente considerado quanto o limite superior [Fischer (1996)]. Uma inflação muito baixa, inferior a 1% a.a., por exemplo, encerra riscos consideráveis para a economia, como uma deflação não antecipada seguida de crise financeira e recessão, um aumento permanente na taxa natural de desemprego e a própria rigidez operacional da política monetária na presença destes eventos – em particular a sua dificuldade de buscar juros reais negativos, que, como já mencionado, podem ser necessários para combater recessões.

20 A experiência recente da Nova Zelândia, que alargou a banda de 0-2% para 0-3% em dezembro de 1996 mostra que este não é necessariamente o caso.

21 O índice de condições monetárias é mais usado nos intervalos entre as previsões formais [Freedman (1994)].

Na prática, apenas os Bancos Centrais da Nova Zelândia e do Reino Unido publicam suas previsões. A experiência da Nova Zelândia mostrou um problema associado com a publicação: os mercados reagem ao anúncio das previsões e mudam instantaneamente o ambiente no qual as previsões foram baseadas.

4.5. O Monitoramento do Desempenho do Banco Central

As metas inflacionárias facilitam o controle do desempenho do banco central. Em geral, os bancos centrais com metas inflacionárias prestam contas diretamente ao governo. Depoimentos regulares ao Parlamento e a publicação de relatórios periódicos detalhados sobre a situação da inflação são mecanismos importantes de monitoramento.

O banco central pode estar sujeito a sanções se a inflação efetiva mover-se para fora da banda. O exemplo mais explícito é o da Nova Zelândia, onde o presidente pode ser removido de seu posto em caso de descumprimento da meta. Nenhum dos outros países impôs este tipo de penalidade ao banco central ou ao seu presidente. Aparentemente, eles se baseiam mais na reputação do presidente ou do banco central como elementos disciplinadores de sua atuação. Sem embargo, a publicação de relatórios periódicos sobre a situação da política monetária e os depoimentos ao Parlamento são instrumentos que incentivam um desempenho mais eficiente do banco central.

Outra alternativa seria introduzir um mecanismo de incentivo pecuniário para o banqueiro central, com a sua remuneração incorporando um prêmio pelo cumprimento das metas inflacionárias. Este mecanismo chegou a ser discutido no caso da Nova Zelândia, mas não foi adotado na versão final do *Reserve Bank Act* de 1989 [Walsh (1995) e Goodhart (1994)].²²

4.6. O Desempenho Econômico dos Países com Metas Inflacionárias²³

Os Gráficos 1 a 7 mostram o comportamento recente da inflação e do desemprego nos países com metas inflacionárias. Em geral, a inflação tem permanecido dentro das bandas de confiança ou próxima à meta pontual. A princípio, o regime estaria sendo bem-sucedido na estabilização da inflação.

Entretanto, provavelmente ainda é muito cedo para declarar o sucesso das metas inflacionárias, já que a inflação também

22 Segundo Goodhart, que era consultor externo, à época, do Banco Central da Nova Zelândia, a proposta foi rejeitada "... on the presentational argument that it would evoke headlines such as 'Governor makes \$ 500 thousand by taking action to throw 500 thousand out of work'." Ver Goodhart (1994, p. 1.432).

23 Esta seção resume a descrição de Debelle (1997).

Gráfico 1
Inflação e Desemprego nos Países com Metas Inflacionárias: Nova Zelândia - 1986/96

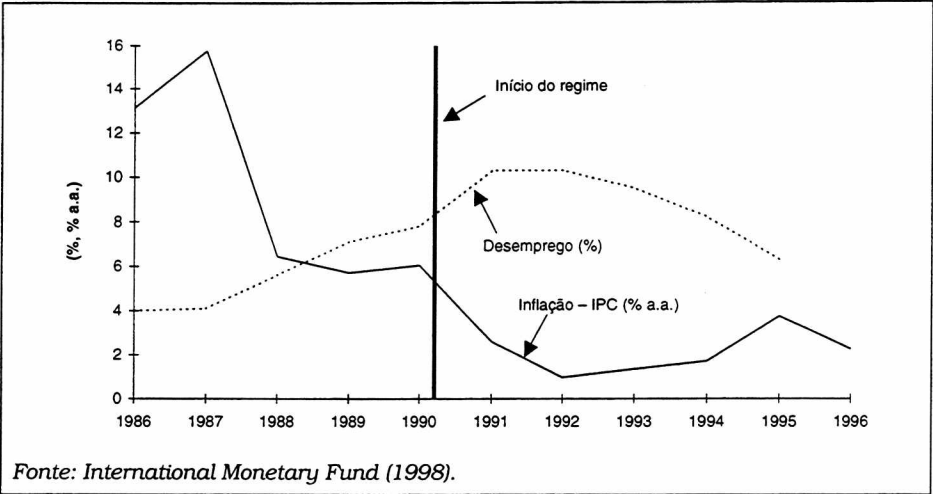


Gráfico 2
Inflação e Desemprego nos Países com Metas Inflacionárias: Canadá - 1985/96

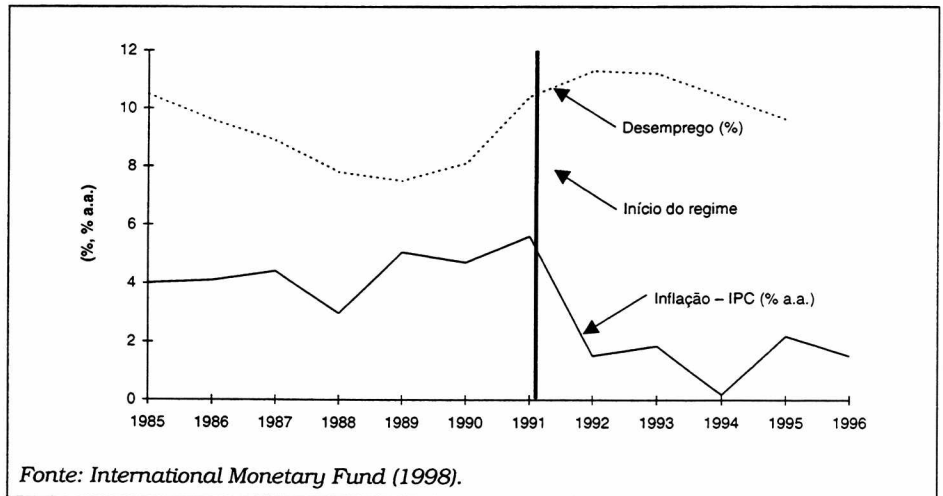


Gráfico 3
Inflação e Desemprego nos Países com Metas Inflacionárias: Reino Unido - 1986/96

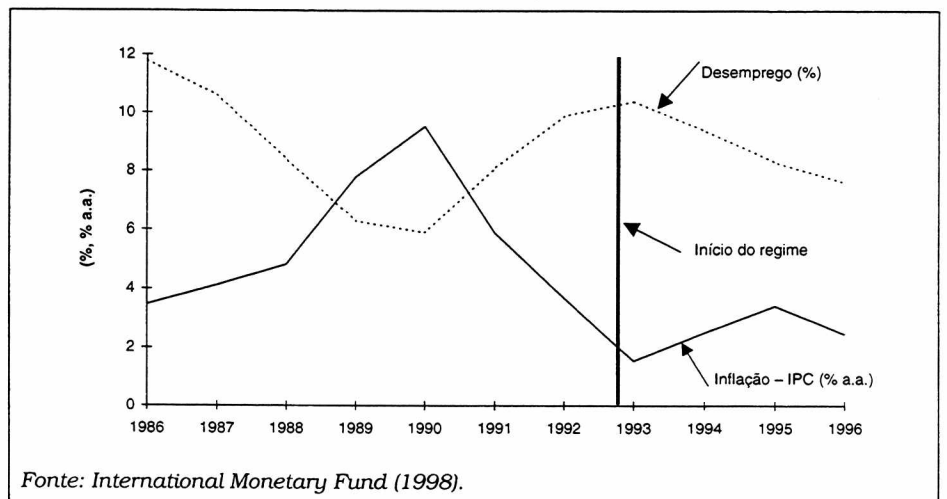


Gráfico 4
Inflação e Desemprego nos Países com Metas Inflacionárias: Suécia – 1986/96

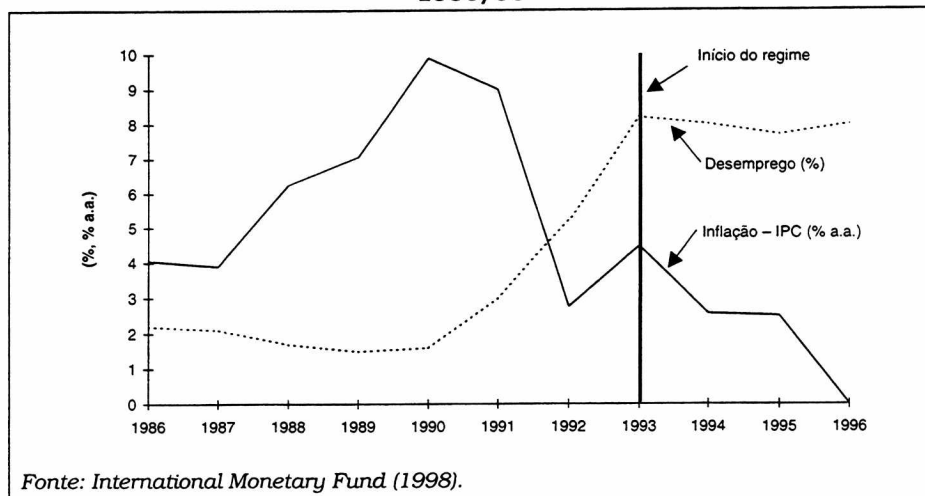


Gráfico 5
Inflação e Desemprego nos Países com Metas Inflacionárias: Finlândia – 1985/96

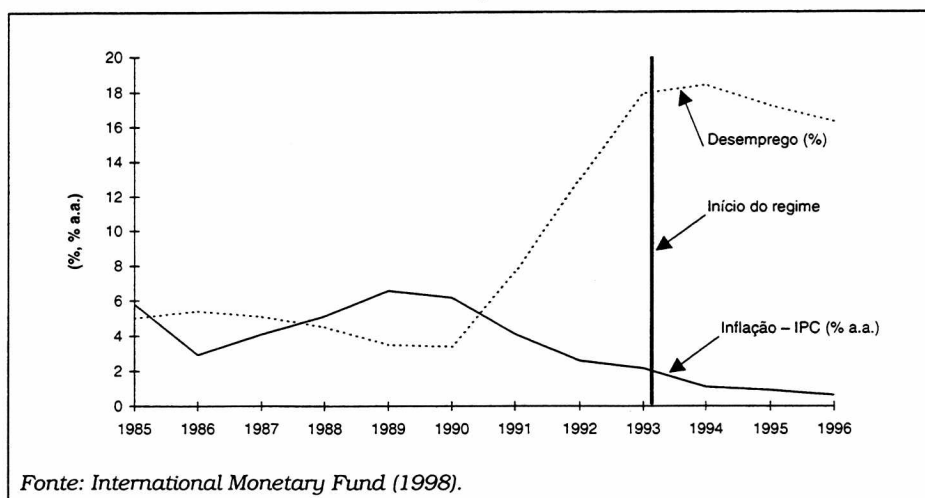


Gráfico 6
Inflação e Desemprego nos Países com Metas Inflacionárias: Austrália – 1985/96

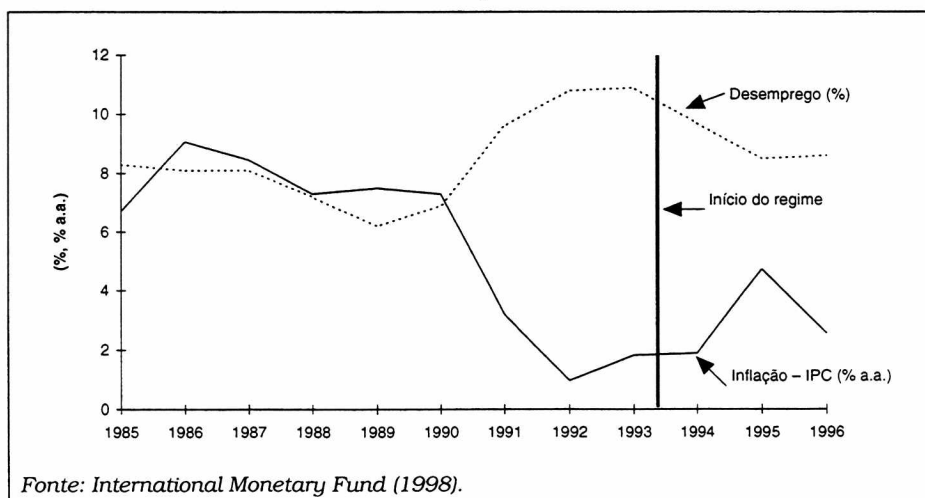
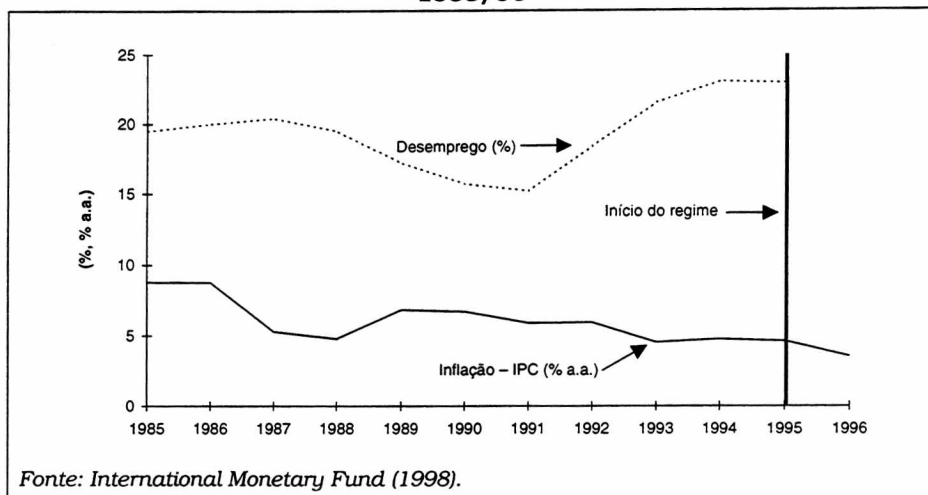


Gráfico 7
Inflação e Desemprego nos Países com Metas Inflacionárias: Espanha - 1985/96



diminuiu nos países industrializados que não adotam este regime. Nos últimos quatro anos, os países com metas reduziram mais fortemente suas taxas de inflação e vêm mantendo níveis de inflação similares aos dos demais países industrializados. Este desempenho sugere que, em princípio, as metas inflacionárias seriam adequadas para países com retrospecto relativamente precário na estabilização da inflação.

A redução da inflação na maioria dos países com metas inflacionárias foi acompanhada inicialmente pelo aumento do desemprego. Somente na Nova Zelândia houve uma redução sistemática do desemprego na década de 90, ainda aquém da requerida para recuperar o nível de emprego da segunda metade dos anos 80.²⁴ O desemprego médio cresceu bastante no início dos anos 90 nos países com metas inflacionárias, mas desde 1994 vem convergindo para o nível dos maiores países industrializados.

O Reino Unido e a Suécia mantiveram até o momento a inflação no interior de suas bandas de confiança, enquanto na Nova Zelândia ela permaneceu dentro da banda de 1992 até o início de 1995. Mais recentemente, a banda foi rompida em duas ocasiões, mas por valores bem pequenos. Em dezembro de 1996, ela foi ampliada para o intervalo de 0% a 3%.

As indicações iniciais na Nova Zelândia sugerem que os custos do rompimento de uma banda estreita podem não ser muito altos, pois os mercados financeiros e as expectativas inflacionárias aparentemente foram pouco afetados. Entretanto, estes episódios introduzem a discussão sobre o que pode ser considerado um rompimento relevante e quais as suas consequências.

24 A redução do desemprego na Nova Zelândia nos anos 90 também coincidiu com reformas importantes no mercado de trabalho.

As experiências do Canadá e da Austrália revelam a importância da medida operacional da inflação. No Canadá, a inflação *cheia* entre 1994 e 1995 caiu abaixo do limite inferior da banda, após uma redução dos impostos indiretos. O foco no núcleo da inflação, que permaneceu dentro da banda, propiciou a manutenção do nível da taxa de juros, enquanto a inflação *cheia* voltava ao interior da banda após a diluição dos efeitos da redução dos impostos nos preços.

Na Austrália, a inflação *cheia* subiu rapidamente em 1995, após a elevação dos juros de empréstimos imobiliários, mas o núcleo da inflação manteve-se próximo da meta. A queda da inflação *cheia* no início de 1996 sugere que uma política monetária mais restritiva em 1995 teria sido inadequada.

Nas experiências de desinflação do Canadá e da Nova Zelândia, as expectativas inflacionárias permaneceram acima do limite superior da banda e sempre caíram defasadamente com relação à redução da inflação efetiva, o que sinaliza uma credibilidade imperfeita do novo regime. Entretanto, a credibilidade pode também ter sido afetada pelo nível da dívida pública em ambos os países, que aumentava a incerteza sobre a sustentabilidade das metas inflacionárias no longo prazo. O andamento do ajuste fiscal na Nova Zelândia vinha reduzindo estas preocupações, em contraste com o seu adiamento no Canadá.

5. Questões para o Brasil

É desejável adotar metas inflacionárias no Brasil? Esta seção tenta construir uma resposta minimamente fundamentada a esta questão. Para isso, inicialmente a experiência de estabilização no Brasil desde o lançamento do Plano Real é revisitada. Depois, à luz da evidência teórica e empírica das seções anteriores, são discutidas as vantagens e desvantagens de uma eventual mudança de regime, juntamente com os requisitos para uma transição suave. Finalmente, são abordados alguns aspectos práticos referentes à possível adoção de metas inflacionárias no Brasil.

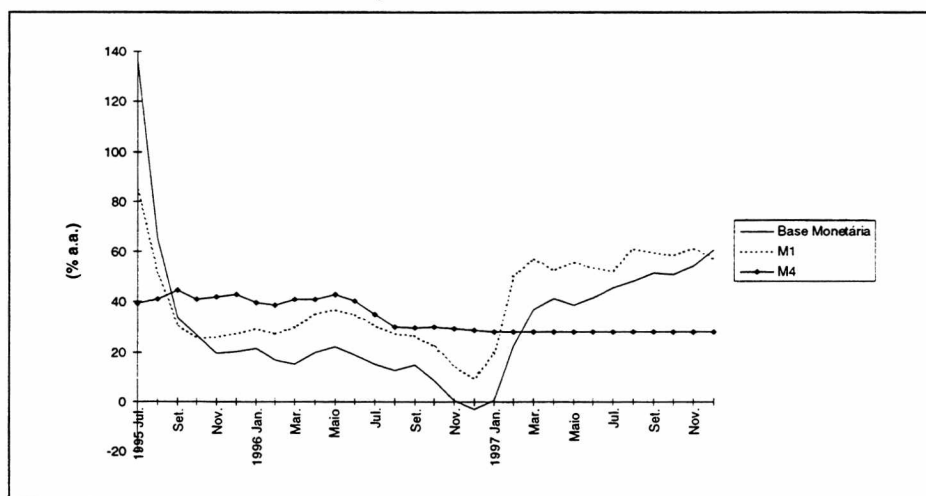
O Plano Real, lançado em julho de 1994, é um programa de estabilização que tem como âncora nominal a taxa de câmbio. Até a crise cambial mexicana, a valorização nominal do câmbio foi usada, em conjunto com a abertura comercial, para evitar o retorno da indexação na presença de choques de oferta e de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

política vem produzindo uma desvalorização nominal acumulada que flutua em torno de 7% a.a.

Os *policy-makers* recorreram a elevações da taxa de juros em três diferentes ocasiões desde o lançamento do Plano Real: no segundo semestre de 1994, para ajudar a conter a expansão da demanda agregada; e nas crises do setor externo em março de 1995 e outubro de 1997, para manter a atratividade dos ativos financeiros domésticos e assegurar o equilíbrio do balanço de pagamentos.²⁵

A política monetária do Plano Real não conduziu, entretanto, a um maior controle dos agregados monetários (ver Gráfico 8). De fato, a instabilidade da demanda pelos ativos financeiros domésticos, que refletiu o comportamento do público e dos bancos diante das oscilações das taxas de juros e da dívida pública e dos efeitos da reestruturação do sistema financeiro em ambiente de baixa inflação, dificultou a previsão dos movimentos dos agregados monetários e limitou o seu papel como metas intermediárias da política monetária.²⁶

Gráfico 8
Agregados Monetários: Expansão Acumulada em 12 Meses - Julho de 1995/Dezembro de 1997



25 Em março de 1995, a elevação da taxa de juros também destinou-se a arrefecer a expansão da demanda agregada.

26 É desejável que metas intermediárias sejam altamente correlacionadas com a variável-objetivo e também mais controláveis, mais observáveis e mais transparentes do que a variável-objetivo [Brunner e Meltzer (1967), Friedman (1990) e McCallum (1990), citados em Svensson (1997c)]. Goodhart (1994) chama a atenção para a dificuldade de os bancos centrais controlarem até mesmo o agregado monetário mais restrito, a base monetária. Segundo ele, "virtually every monetary economist believes that the Central Bank *can* control the monetary base" (grifo no original), mas que "almost all those who have worked in a Central Bank believe that this view is totally mistaken" (p. 1.424). O controle estrito do estoque de moeda seria impossibilitado pela existência de um componente flutuante expressivo e imprevisível, associado à instabilidade da demanda por moeda. Neste sentido, "... the adoption of price stability targets for Central Banks might reduce the intensity of dispute between monetarist and Central Bank officials over operational techniques" (p. 1.432). Na experiência brasileira após o Plano Real, somente o agregado mais amplo, o M4, apresentou uma boa correlação com a inflação medida pelo INPC (0,92 entre julho de 1995 e dezembro de 1997). As correlações da base monetária e do M1 com a inflação, no mesmo período, foram iguais a, respectivamente, 0,05 e -0,30.

O Bacen estabelece desde julho de 1994 metas para a expansão da base monetária estrita, da base monetária ampliada, do M1 e do M4. Há uma banda de variação permitida de 20% em torno da meta, e o Bacen deve justificar ao Congresso eventuais descumprimentos das metas para a base monetária estrita e o M1. Dadas a volatilidade da expansão monetária e a instabilidade da demanda por moeda observadas desde o início do Plano Real, bem como a amplitude da referida banda de variação, é difícil atribuir à fixação destas metas um papel importante no controle da inflação.

A Tabela 2 mostra os erros de previsão da programação monetária, entre 1995 e 1997, para a base monetária estrita, o M1 e o M4. É interessante observar que, na média, o Bacen errou menos na previsão do M4, justamente o agregado que apresentou maior correlação com a inflação medida pelo INPC entre julho de 1995 e dezembro de 1997. Isto sugere que as previsões de demanda por moeda já realizadas pelo Bacen – particularmente do M4 – poderão ser úteis numa eventual introdução do regime de metas inflacionárias, desde que ajudem a prever a inflação. Esta discussão será retomada mais adiante.

Quais foram os impactos da escolha dos instrumentos de política monetária e cambial no período pós-Plano Real sobre a inflação, o nível de atividade e as contas externas? A inflação acumulada em 12 meses, medida pelo INPC, diminuiu monotonicamente de 22% a.a. em 1995 para 9% a.a. em 1996 e 4% a.a. em 1997. O crescimento acumulado do PIB em 12 meses mostrou um comportamento cíclico, desde praticamente zero no 2º trimestre de 1996 até quase 8% a.a. no 2º trimestre de 1995.

Tabela 2
Erros de Previsão^a da Programação Monetária – 1995/97

<i>Trimestres</i>	<i>Base Monetária (Estrita)</i>	<i>M1</i>	<i>M4</i>
1995.I	-12,3	-13,4	3,4
.II	-9,0	-7,8	-1,1
.III	-10,2	-4,0	6,9
.IV	-0,7	6,0	1,9
1996.I	-2,4	1,7	3,9
.II	-4,7	3,2	2,2
.III	-4,6	-3,7	-0,9
.IV	-10,0	-6,5	2,8
1997.I	-2,4	2,2	-4,4
.II	-5,2	-3,5	-4,2
.III	5,7	5,6	1,0
.IV	-6,2	-13,7	-2,7

Fonte: Banco Central do Brasil (Bacen).

^aOs erros de previsão comparam os fluxos observados em cada trimestre com os pontos médios das bandas de confiança estabelecidas no início dos mesmos trimestres.

A balança comercial vem apresentando uma tendência deficitária, enquanto o déficit em conta corrente do balanço de pagamentos ampliou-se desde 1994, até atingir o nível de 4,2% do PIB em 1997. Entretanto, não obstante os efeitos das crises cambiais de março de 1995 e outubro de 1997, as reservas internacionais mantêm-se num nível suficiente para sustentar a política cambial: na média, passaram de US\$ 41 bilhões no biênio 1994/95 para US\$ 58 bilhões no biênio 1996/97 e, no momento (maio de 1998), encontram-se num nível superior.

Uma redução mais acentuada das taxas de juros e a recomposição de condições de crédito adequadas para a retomada do crescimento econômico em bases sustentadas também foram perturbadas pelo comportamento recente das contas públicas. O superávit primário de 5,2% do PIB obtido em 1994 deu lugar a um déficit de 0,7% do PIB em 1997, e a modesta redução do déficit operacional de 4,9% do PIB em 1995 para 4,1% do PIB em 1997 foi inteiramente devida à queda das despesas com juros reais. Este desempenho desfavorável pelo lado dos fluxos refletiu-se na evolução da dívida pública, cuja queda, que se observava desde 1991, foi revertida em 1995.

Em síntese, a política monetária após o Plano Real foi bem-sucedida na estabilização da inflação, mas, dadas as significativas flutuações da taxa de crescimento do PIB, provavelmente pode ser aperfeiçoada na busca da estabilização do produto em torno do nível potencial. A taxa de câmbio permanece uma âncora nominal importante para a estabilidade dos preços, sem deixar de funcionar como um sinal relevante para os setores produtores de bens comerciáveis.²⁷ Finalmente, o desempenho medíocre da política fiscal vem comprometendo a criação de condições adequadas para a retomada do crescimento econômico sustentado.

Neste contexto, o que significaria a introdução de metas inflacionárias explícitas? Na nossa opinião, *o regime de metas inflacionárias pode ser perfeitamente compatível com a política de estabilização correntemente adotada no Brasil*. Diferentemente de outros países que adotaram metas inflacionárias em substituição a metas para a taxa de câmbio ou metas monetárias, o Brasil não se comprometeu com nenhuma regra excessivamente rígida para a taxa de câmbio ou para a expansão monetária. De fato, como discutido acima, a escolha dos instrumentos desde o Plano Real esteve subordinada à busca prioritária da estabilidade dos preços. Outros objetivos só foram buscados na medida em que eram consistentes com a manutenção da estabilidade dos preços. Neste sentido, *a introdução de metas inflacionárias no Brasil tende a reforçar e a aprofundar a estratégia de estabilização iniciada com o Plano Real*.

27 Ver Carneiro (1995 e 1997) para algumas reflexões interessantes sobre a política cambial do Plano Real.

Para mostrar que metas inflacionárias são consistentes com a experiência de estabilização no Brasil desde o Plano Real, suponha-se que o regime já estivesse em vigor no segundo semestre de 1994. Dados os choques de oferta e a expansão da demanda agregada, os *policy-makers* observariam uma previsão de inflação superior à meta inflacionária e reagiriam aumentando a taxa de juros. Pois foi justamente esta a reação de política naquele episódio. Suponha-se agora que o regime já estivesse operando no quarto trimestre de 1997. A perda de reservas derivada da crise asiática também aumentaria a previsão de inflação *vis-à-vis* a meta inflacionária (via aumento da desvalorização esperada), requerendo como resposta adequada de política a elevação dos juros. O aumento da taxa de juros foi, de fato, a resposta da política monetária aos efeitos da crise asiática.

Por outro lado, é interessante observar que *a fixação de metas inflacionárias pode diminuir o foco na taxa de câmbio como âncora nominal*. Se a meta inflacionária for crível, ela passa a funcionar como âncora nominal e como parâmetro para os reajustes de preços e salários. Neste sentido, é até possível que as metas inflacionárias venham a facilitar, no futuro, uma eventual flexibilização da política cambial, sem maiores riscos de retorno da inflação.²⁸

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

A análise acima sugere que o regime de metas inflacionárias poderia ser adequado ao caso brasileiro. Esta conclusão é

28 Segundo Leiderman e Svensson (1995), "the adoption of inflation targets can be viewed as a further step in the transition away from a nominal exchange rate anchor into an inflation standard regime in which the exchange rate is more flexible", mas, "in principle, intermediate targets for ... exchange rates are fully consistent with inflation targets, if only the priority in case of conflict is clear." Visco (1995), analisando a experiência italiana, mostra que metas inflacionárias podem ser úteis como um mecanismo de coordenação precisamente quando a estratégia de desinflação abandona o câmbio como âncora nominal. Já Pastore é mais categórico a respeito da introdução de metas inflacionárias no Brasil. Segundo ele, "... aqui no Brasil seria impossível se fazer esse tipo de política, quer dizer, se nós formos nos mover para o *inflation target*, isto significa dizer que vamos nos mover de um câmbio fixo para um câmbio flexível e conseqüentemente mudar o atual regime e concentrar num objetivo de controlar um estoque de moeda de tal sorte que controle a inflação" [Afonso Pastore, citado em Cysne (1997, p. 64)]. Na opinião dos autores, esta visão deve ser qualificada. Primeiro, a introdução de metas inflacionárias não significaria um rompimento tão radical com a política de estabilização atualmente adotada no Brasil. Segundo, o regime de metas inflacionárias não exige a escolha de agregados monetários como metas intermediárias da política monetária.

bastante lógica, uma vez que foi a solução adotada por países com desempenho relativamente precário na estabilização da inflação e com baixa credibilidade da política monetária. Se isso é verdade, por que ainda não foram adotadas metas inflacionárias no Brasil?

Primeiro, porque se trata de um regime relativamente novo, adotado em poucos países industrializados apenas a partir da década de 90. Segundo, porque a sua introdução seria interpretada como uma mudança de regime, o que, numa economia com o histórico de instabilidade como a brasileira, encerra possíveis riscos associados com a credibilidade da nova política. Terceiro, a implementação do regime requer investimentos consideráveis em capital humano e em tecnologia. Quarto, se a política de estabilização atual for percebida como adequada, na prática pode não haver incentivos para a mudança de regime.

A discussão acima remete-nos a uma outra, relacionada com o *timing* apropriado para a introdução de metas inflacionárias no Brasil e com os requisitos para uma transição suave. Por um lado, não é desejável introduzir metas inflacionárias se a probabilidade de descumprimento das metas for alta. Por outro, se a situação da economia for percebida como de relativo controle, pode ser difícil propor a mudança. Portanto, o *timing* adequado estaria situado entre estes dois extremos. A experiência de outros países indica que pode ser recomendável introduzir metas inflacionárias sob relativa folga no nível de atividade econômica. No caso brasileiro, o foco na taxa de câmbio como âncora nominal também recomenda uma situação de expectativas de desvalorização cambial suficientemente baixas, ou seja, uma situação caracterizada por níveis confortáveis de reservas e de déficits nas contas externas. Também seria temerário introduzir metas inflacionárias na ausência de perspectivas concretas de equilíbrio das contas públicas no longo prazo.

Uma vez decidida a adoção de metas inflacionárias no Brasil, alguns aspectos práticos mereceriam destaque.

A economia normativa e a experiência internacional sugerem que é desejável aumentar a independência de instrumentos do Bacen sob metas inflacionárias. Isto significa que, dados os objetivos da política monetária fixados em lei ou pelo governo, o Bacen deve ter a capacidade de escolher sem restrições os instrumentos requeridos para a busca daqueles objetivos.²⁹

A série de preços na qual se deve basear a meta provavelmente será alguma variação do índice de preços ao consumidor. O IBGE já divulga duas destas séries, com abrangência nacional

29 Svensson (1997a) mostra, num contexto de economia normativa, que é desejável combinar metas inflacionárias com a independência do banco central. Bernanke e Mishkin (1997) observam que a introdução de metas inflacionárias foi, em geral, acompanhada pelo aumento da independência de instrumentos dos bancos centrais. Sobre independência de instrumentos e de objetivos, ver DeBelle e Fischer (1994).

(o INPC e o IPCA). Aperfeiçoamentos podem ser, entretanto, necessários, caso se deseje que as séries reflitam a evolução do núcleo da inflação, com um mínimo de viés de medida.³⁰ Em particular, cabe avaliar a conveniência de excluir os efeitos de primeira ordem dos choques de oferta (choques no nível de preços), suprimindo-se alguns componentes do índice de preços no cálculo da medida operacional da inflação. Também é desejável preservar o índice de eventuais intervenções externas ou dos efeitos de greves do instituto responsável pela sua apuração.³¹

Considerando a evolução da inflação medida pelo INPC nos últimos anos, parece factível fixar metas inflacionárias de longo prazo em torno de 2% a.a. Uma banda de confiança com largura apropriada – talvez 1 ponto percentual acima e abaixo desse nível – é desejável, seja para sinalizar o compromisso com a estabilidade dos preços, seja para assegurar flexibilidade à política monetária na resposta a choques de curto prazo.

O Bacen deveria ser capaz de prever a inflação um ou dois anos à frente, combinando técnicas econométricas, análises de indicadores antecedentes, pesquisas de expectativas etc. É importante que o Bacen use a sua própria previsão de inflação nas decisões de política monetária e não a de observadores externos. O foco na previsão da inflação não requer a interrupção das atuais previsões de demanda por moeda feitas pelo Bacen, mas a sua utilização na medida em que ajudem a prever a inflação. Finalmente, a publicação das previsões é desejável para facilitar a comunicação com os mercados e o monitoramento da política monetária.

Referências Bibliográficas

AKERHOLM, Johnny, BRUNILA, Anne. Inflation targeting: the finnish experience. In: LEIDERMAN, Leonardo, SVENSSON, Lars E. O. (eds.). *Inflation targets*. London: Centre for Economic Policy Research (CEPR), 1995.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Boletim do Banco Central do Brasil*, diversos números.

BEGG, David. *The design of EMU*. International Monetary Fund, Aug. 1997 (Working Paper, 97/99).

30 Para as dificuldades na construção do índice no caso da Finlândia, ver Akerholm e Brunila (1995).

31 As intervenções governamentais no cálculo do INPC, por exemplo, foram feitas após greves dos funcionários do IBGE, que prejudicaram as coletas de preços e forçaram a imposição de alguma hipótese sobre o comportamento dos preços entre dois meses, intercalados por um mês no qual a coleta não fora feita ou ficara incompleta.

-
- BERNANKE, Ben S., MISHKIN, Frederic S. Inflation targeting: a new framework for monetary policy? *Journal of Economic Perspectives*, v. 11, n. 2, p. 97-116, 1997.
- BRUNNER, Karl, MELTZER, Allan H. The meaning of monetary indicators. In: HORWICH, G. (ed.). *Monetary process and policy*. Irwin, Homewood, IL, 1967.
- CARNEIRO, Dionísio Dias. *A política monetária e a remonetização pós-real*. Rio de Janeiro: PUC/Departamento de Economia, 1995 (Texto para Discussão, 351).
- _____. *Capital flows and Brazilian economic performance*. Rio de Janeiro: PUC/Departamento de Economia, 1997 (Texto para Discussão, 369).
- CUKIERMAN, Alex. *Central bank strategy, credibility, and independence: theory and evidence*. Cambridge, Massachusetts: The MIT Press, 1992.
- CYSNE, Rubens. *Anais do III encontro nacional sobre mercados financeiros, política monetária e política cambial. Parte III: Mercados financeiros e política monetária*. Rio de Janeiro, 1997 (Ensaio Econômico EPGE, 314).
- DEBELLE, Guy. The ends of three small inflations: Australia, New Zealand and Canada. *Canadian Public Policy Analyse de Politiques*, v. 22, n. 1, p. 56-78, 1996.
- _____. *Inflation targeting in practice*. International Monetary Fund, Mar. 1997 (Working Paper, 35).
- DEBELLE, Guy, FISCHER, Stanley. How independent should a central bank be? In: FUHRER, Jeffrey C. (ed.). *Goals, guidelines and constraints facing monetary policymakers*. Boston, MA: Federal Reserve Bank of Boston, 1994.
- DEBELLE, Guy, STEVENS, Glenn. Monetary policy goals for inflation in Australia. In: HALDANE, Andrew (ed.). *Targeting inflation*. London: Bank of England, 1995.
- DORNBUSCH, Rudiger, FISCHER, Stanley. Moderate inflation. *World Bank Economic Review*, v. 7, n. 1, p. 1-44, Jan. 1993.
- DRAZEN, Allan, MASSON, Paul. Credibility of policies versus credibility of policymakers. *The Quarterly Journal of Economics*, p. 735-754, Aug. 1994.
- FISCHER, Andreas. Inflation targeting: the New Zealand and Canadian cases. *Cato Journal*, v. 13, n. 1, p. 1-27, 1993.
- FISCHER, Stanley. Rules versus discretion in monetary policy. In: FRIEDMAN, Benjamin M., HAHN, Frank H. (eds.). *Handbook of monetary economics*. 1990, v. II.

-
- _____. *Modern approaches to central banking*. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research (NBER), Mar. 1995 (Working Paper, 5064).
- _____. Why are central banks pursuing long-run price stability? In: *Achieving price stability*. Federal Reserve Bank of Kansas City Symposium Series, 1996.
- FREEDMAN, Charles. The use of indicators and of the monetary conditions index in Canada. In: BALIÑO, T. J. T., COTTARELLI, C. (eds.). *Frameworks for monetary stability*. Washington, D. C.: International Monetary Fund, 1994.
- _____. What operating procedures should be adopted to maintain price stability? – Practical issues. In: *Achieving price stability*. Federal Reserve Bank of Kansas City Symposium Series, 1996.
- FRIEDMAN, Benjamim M. Targets and instruments of monetary policy. In: FRIEDMAN, Benjamim M., HAHN, Frank H. (eds.). *Handbook of monetary economics*. 1990, v. II.
- GOODHART, Charles. What should central banks do? What should be their macroeconomic objectives and operations? *The Economic Journal*, n. 104, p. 1.424-1.436, Nov. 1994.
- HALDANE, Andrew G. (ed.). *Targeting inflation*. London: Bank of England, 1995.
- _____. On inflation-targeting in the United Kingdom. *Scottish Journal of Political Economy*, 1997.
- INTERNATIONAL MONETARY FUND. The rise and fall of inflation – lessons from the postwar experience. In: *The world economic outlook*. Washington, D. C., 1997.
- _____. *International financial statistics*, v. 51, n. 1, Washington, D. C., Jan. 1998.
- KING, Mervyn. Monetary policy in UK. *Fiscal Studies*, v. 15, n. 3, p. 109-128, 1994.
- KYDLAND, Finn, PRESCOTT, Edward. Rules rather than discretion: the inconsistency of optimal plans. *Journal of Political Economy*, v. 85, n. 3, p. 473-490, June 1977.
- LANE, Timothy, GRIFFITHS, Mark, PRATI, Alessandro. *An inflation targeting framework for Italy*. Washington: International Monetary Fund, 1995 (IMF Paper on Policy Analysis and Assessment, 95/4).
- LEIDERMAN, Leonardo, SVENSSON, Lars E. O. (eds.). *Inflation targets*. London: Centre for Economic Policy Research (CEPR), 1995.

MAYES, David, RICHES, Brendon. The effectiveness of monetary policy in New Zealand. *Reserve Bank of New Zealand Bulletin*, v. 50, n. 1, 1996.

MCCALLUM, Bennett. Targets, indicators, and instruments of monetary policy. In: HARAF, William S., CAGAN, Phillip (eds.). *Monetary policy for a changing financial environment*. Washington, D. C.: The AEI Press, 1990.

_____. *Inflation targeting in Canada, New Zealand, Sweden, the United Kingdom, and in general*. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research (NBER), 1996 (Working Paper, 5579).

MISHKIN, Frederic S., POSEN, Adam S. Inflation targeting: lessons from four countries. *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review*, Aug. 1997.

ORPHANIDES, Athanasios, WILCOX, David. *The opportunistic approach to disinflation*. Estados Unidos: Board of Governors of the Federal Reserve System, May 1996.

PERSSON, Torsten, TABELLINI, Guido. Designing institutions for monetary stability. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, n. 39, p. 53-84, Dec. 1993.

_____. *Monetary cohabitation in Europe*. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research (NBER), Apr. 1996 (Working Paper Series, 5532).

RIGOLON, Francisco. *Independência do Banco Central: o caso do Brasil*. Rio de Janeiro: PUC/Departamento de Economia, 1993 (Dissertação de Mestrado).

_____. *Independência do Banco Central: teoria e aplicações para o Brasil*. Rio de Janeiro: BNDES/Departamento Econômico, abr. 1997 (Ensaio BNDES, 3).

ROGOFF, Kenneth. The optimal degree of commitment to an intermediate monetary target. *The Quarterly Journal of Economics*, p. 1.169-1.189, Nov. 1985.

STIEHLER, Ulrich. The new monetary policy framework of the United Kingdom. *IMF Staff Papers*, v. 43, p. 199-215, 1995.

SVENSSON, Lars E. O. *The Swedish experience of an inflation target*. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research (NBER), Jan. 1995 (Working Paper, 4985).

_____. *Optimal inflation targets, "conservative" central banks, and linear inflation contracts*. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research (NBER), Sept. 1996 (Working Paper Series, 5251).

-
- _____. Optimal inflation targets, "conservative" central banks, and linear inflation contracts. *The American Economic Review*, v. 87, n. 1, p. 98-114, 1997a.
- _____. *Inflation targeting: some extensions*. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research (NBER), Mar. 1997b (Working Paper Series, 5952).
- _____. *Inflation forecast targeting: implementing and monitoring inflation targets*. *European Economic Review*, n. 41, p. 1.111-1.146, 1997c.
- _____. *Open-economy inflation targeting*. Mimeo, Oct. 1997d.
- TAYLOR, John B. *How should monetary policy respond to shocks while maintaining long-run price stability?* – Conceptual issues. In: *Achieving price stability*. Federal Reserve Bank of Kansas City Symposium Series, 1996.
- VISCO, Ignazio. Inflation, inflation targeting and monetary policy: notes for discussion on the Italian experience. In: LEIDERMAN, Leonardo, SVENSSON, Lars E. O (eds.). *Inflation targets*. London: Centre for Economic Policy Research (CEPR), 1995.
- VON HAGEN, Jürgen. *Monetary policy and institutions in the EMU*. Paper written for the Swedish Government Commission on EMU, 1996.
- WALSH, Carl. Optimal contracts for central bankers. *The American Economic Review* p. 150-167, Mar. 1995.
- WOODFORD, Michael. Nonstandard indicators for monetary policy: can their usefulness be judged from forecasting regressions? In: MANKIW, N. Gregory (ed.). *Monetary policy*. Chicago, IL: University of Chicago Press, 1994.

BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social

Av. República do Chile, 100
CEP 20139-900 – Rio de Janeiro – RJ
Telex: (21)34110/21857 – Tel.: (021) 277-7447
Fax: (021) 220-2615

FINAME – Agência Especial de Financiamento Industrial

Av. República do Chile, 100 – 17º andar
CEP 20139-900 – Rio de Janeiro – RJ
Telex: (21)34110/21857 – Tel.: (021) 277-7447
Fax: (021) 220-7909

BNDESPAR – BNDES Participações S.A.

Av. República do Chile, 100 – 20º andar
CEP 20139-900 – Rio de Janeiro – RJ
Telex: (21)34110/21857 – Tel.: (021) 277-7447
Fax: (021) 220-5874

Escritórios**Brasília**

Setor Bancário Sul – Quadra 1 – Bloco E
Ed. BNDES – 13º andar
CEP 70076-900 – Brasília – DF
Telex: (61) 1190 – Tel.: (061) 223-3636
Fax: (061) 225-5179

São Paulo

Av. Paulista, 460 – 13º andar
CEP 01310-904 – São Paulo – SP
Telex: (11) 35568 – Tel.: (011) 251-5055
Fax: (011) 251-5917

Recife

Rua Antonio Lumack do Monte, 96 – 6º andar
Ed. Empresarial Center II
CEP 51020-350 – Recife – PE
Tel.: (081) 465-7222
Fax: (081) 465-7861

Belém

Av. Presidente Vargas, 800/1007
CEP 66017-000 – Belém – PA
Tel.: (091) 216-3540
Fax: (091) 222-1965

BBS/BNDES

277-6868

Internet

<http://www.bndes.gov.br>
