

**ANTÔNIO NEGROMONTE NASCIMENTO JÚNIOR**

**FUNDAMENTOS DO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO**

**Salvador**

**2004**

**ANTÔNIO NEGROMONTE NASCIMENTO JÚNIOR**

**FUNDAMENTOS DO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO**

**Versão definitiva da monografia apresentada  
no curso de graduação em Ciências Econômicas  
da Universidade Federal da Bahia como  
requisito parcial à obtenção do grau de  
Bacharel em Ciências Econômicas.**

**Orientador: Prof. Dr. Antônio Henrique P. Silveira**

**Salvador**

**2004**

## RESUMO

Este trabalho monográfico investiga a fundamentação teórica do regime de metas de inflação. No primeiro momento, discute-se a condução das políticas macroeconômicas e há um enfoque para duas questões principais: a política pode ser ativa ou passiva e pode ser conduzida segundo regras ou de forma discricionária. Na seqüência, o trabalho explora os modelos monetarista e novo-clássico, sugerindo que estes formem a base teórica da política de metas de inflação. Em relação à base específica, o trabalho sugere que esta seja encontrada na utilização da teoria dos jogos na política econômica. Por fim, o trabalho explora um pouco mais o regime de metas de inflação propriamente dito, definindo-o, mostrando suas vantagens, desvantagens e como ocorre sua execução.

**Palavras-chave:** metas de inflação, regras na política econômica, economia novo-clássica.

## **FOLHA DE APROVAÇÃO**

**Antônio Negromonte Nascimento Júnior**

**FUNDAMENTOS DO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO**

**Aprovada em abril de 2004.**

Orientador: \_\_\_\_\_

Antônio Henrique P. Silveira  
Prof. da Faculdade de Economia da UFBA

\_\_\_\_\_  
Antônio Wilson F. Menezes  
Prof. da Faculdade de Economia da UFBA

\_\_\_\_\_  
Bouzid Izerrougene  
Prof. da Faculdade de Economia da UFBA

## SUMÁRIO

1	<b>INTRODUÇÃO</b>	6
2	<b>CONDUÇÃO DAS POLÍTICAS MACROECONÔMICAS</b>	8
2.1	A POLÍTICA ECONÔMICA DEVE SER ATIVA OU PASSIVA?	9
2.2	DISCRIÇÃO OU REGRAS NA POLÍTICA ECONÔMICA?	11
3	<b>BASES DA POLÍTICA DE METAS</b>	15
3.1	O MODELO MONETARISTA	15
3.1.1	Taxa natural de desemprego	15
3.1.2	Expectativas adaptativas	16
3.1.3	Curva de Phillips aceleracionista	17
3.1.4	Condução da Política Monetária	17
3.2	O MODELO NOVO-CLÁSSICO	19
3.2.1	Expectativas Racionais	19
3.2.2	Equilíbrio do mercado	20
3.2.3	A Crítica de Lucas	22
3.2.4	A curva de Phillips de Lucas	23
3.2.5	Inconsistência temporal e Jogos em Política Econômica	24
3.3	BASES ESPECÍFICAS DO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO	25
4	<b>REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO</b>	29
4.1	DEFINIÇÃO DO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO	29
4.2	VANTAGENS DO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO	31
4.3	DESvantagens DO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO	32
4.4	EXECUÇÃO DO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO	35
5	<b>CONSIDERAÇÕES FINAIS</b>	39
	<b>REFERÊNCIAS</b>	42

## 1 INTRODUÇÃO

O regime de metas de inflação tem sido uma estratégia de política monetária adotada por diversos países nos últimos anos. A Nova Zelândia foi o primeiro país a adotá-lo no ano de 1990. Ainda no início da década de noventa, essa atitude também foi tomada por muitos outros países, entre os quais estão o Reino Unido, o Canadá, a Suécia e a Austrália. No final da mesma década, observou-se um grande número de países emergentes adotando tal regime, inclusive o Brasil em 1999. Atualmente, mais de vinte países adotam o regime de metas de inflação.

O objetivo desse trabalho monográfico é investigar a fundamentação teórica do regime de metas de inflação e, dessa forma, ajudar ao leitor a compreender melhor essa estratégia de política monetária que tem sido tão difundida nos últimos anos.

Além deste capítulo introdutório, este trabalho é constituído de outros quatro capítulos. O segundo capítulo apresenta as principais controvérsias acerca da condução das políticas macroeconômicas, enfatizando duas questões importantes:

- a política macroeconômica deve ser ativa ou passiva?
- a política deve ser conduzida de forma discricionária ou através de regras?

O terceiro capítulo estuda as bases do regime de metas de inflação. No primeiro momento é abordado o modelo monetarista e, na seqüência, o modelo novo-clássico, os quais são considerados como a fundamentação teórica do regime. A terceira parte do capítulo discute o que o autor considera as bases específicas da política de metas de inflação.

O quarto capítulo aborda o regime de metas de inflação propriamente dito, definindo-o, mostrando suas vantagens, desvantagens e como ocorre sua execução. O quinto e último capítulo apresenta a conclusão e as considerações finais.

## 2 CONDUÇÃO DAS POLÍTICAS MACROECONÔMICAS

As decisões de política macroeconômica despertam o interesse do público em geral, pois tais políticas são capazes de influenciar na condução dos fatos e de afetar a vida das pessoas. Portanto, há sempre espaço na mídia para notícias do tipo: “governo anuncia um novo corte no orçamento e garante que o superávit fiscal continuará acima de 4% no próximo ano” ou “Banco Central eleva a taxa básica de juros para 26,5% ao ano”.

De acordo com os exemplos anteriores, a política macroeconômica pode ser executada através da política fiscal e da política monetária. A política fiscal tem como variáveis os gastos do governo e a arrecadação tributária. Já a política monetária, pode ser definida como “o controle da oferta de moeda e das taxas de juros, no sentido de que sejam atingidos os objetivos da política econômica global do governo” (LOPES; ROSSETTI, 2002, p. 253). Uma outra definição possível para a política monetária pode ser: “a atuação das autoridades monetárias, por meio de instrumentos de efeito direto ou induzido, com o propósito de controlar a liquidez do sistema econômico” (ibid.).

As políticas fiscal e monetária são utilizadas para que sejam alcançados certos objetivos, acerca dos quais não há grande divergência (CHICK, 1973). Os principais objetivos da política macroeconômica, na visão da maioria dos macroeconomistas, devem ser: alcançar os níveis desejados de inflação (em alguns casos, o nível desejado é a estabilidade de preços, ou seja, a inflação próxima a zero), baixo desemprego e crescimento econômico (FROYEN, 2001).

Se, por um lado, é possível afirmar que não há grande divergência acerca dos principais objetivos da política macroeconômica, o mesmo não pode ser dito sobre a forma como esses objetivos devem ser alcançados, isto é, sobre a condução da política macroeconômica.



De acordo com Mankiw (1998, p.278), as principais questões que surgem do debate sobre a condução das políticas macroeconômicas são: i) “as políticas monetária e fiscal devem desempenhar um papel ativo na tentativa de estabilizar a economia, ou devem, pelo contrário, ser passivas?” e ii) “os formuladores de políticas públicas devem ter liberdade para responder às mudanças nas condições econômicas, ou devem seguir uma regra fixa de política econômica?”

Nas próximas seções deste capítulo serão discutidas tais questões, apresentando o conteúdo e alguns dos principais autores que estão envolvidos nesse debate sobre a condução da política macroeconômica.

## 2.1 A POLÍTICA ECONÔMICA DEVE SER ATIVA OU PASSIVA?

Essa questão foi especialmente debatida nas décadas de 1950 e 1960, quando se desenvolveu a controvérsia entre keynesianos e monetaristas no hemisfério norte (BARBOSA, 1992b). Como lembra Barbosa (1992b, p. 193), “esta controvérsia tinha, como pano de fundo, um grande conteúdo ideológico: o papel do governo na política de estabilização”.

A revolução keynesiana, detonada a partir da publicação do livro *A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda* (1936), atribuiu ao governo uma importância fundamental na administração dos ciclos econômicos. Segundo o pensamento keynesiano, o governo deveria utilizar as políticas fiscal e monetária para controlar a demanda agregada e, dessa forma, estabilizar a economia.

Na visão de Keynes, o que importava para determinar o produto de uma economia seria a demanda efetiva. Portanto, o controle da demanda conduziria à estabilização do produto. Quando a demanda estivesse baixa, por exemplo, o governo deveria intervir exercendo uma política expansionista – de preferência na área fiscal, pois Keynes acreditava que a política fiscal fosse mais eficaz que a política monetária. Essa política fiscal expansionista poderia ser um aumento dos gastos do governo ou um pacote de cortes nos impostos.

O intervencionismo ganhou força através da formalização matemática das idéias de Keynes, do desenvolvimento de modelos como o IS-LM, da incorporação da curva de Phillips ao arcabouço teórico keynesiano e da elaboração de modelos macroeconômicos para guiar a política macroeconômica a um nível ótimo. Muitos economistas e políticos chegaram a acreditar que o desenvolvimento da macroeconomia era tão expressivo que, num futuro não muito distante, as recessões poderiam ser totalmente eliminadas através da utilização das políticas intervencionistas (BLANCHARD, 1999).

Não obstante todo o entusiasmo em relação às políticas intervencionistas, contra este pensamento se insurgiram os monetaristas, liderados por Milton Friedman. Este autor não aceitava o ativismo generalizado em matéria de política econômica (MADI, 1997, p. 222).

Uma das razões que, segundo Friedman, torna inadequado o uso de políticas ativas é a defasagem de tempo que existe entre a implementação da política e os seus efeitos sobre a economia. Essa defasagem aliada à dificuldade de prever o desempenho econômico futuro poderia tornar a economia mais instável.

Entretanto, a defasagem não era a única objeção dos monetaristas à utilização de políticas macroeconômicas ativas. Diferentemente de Keynes, que acreditava principalmente na

política fiscal, Friedman afirmou que a política monetária é que teria uma maior capacidade de causar impacto sobre a economia. Contudo, o impacto da política monetária sobre as variáveis reais só ocorreria no curto prazo, enquanto durasse a ilusão monetária. No longo prazo, a política monetária teria efeito somente sobre as variáveis nominais e o *trade-off* entre inflação e desemprego deixaria de existir, pois o desemprego tenderia para a taxa natural.

Diante da incapacidade da política monetária de ter efeitos duradouros sobre as variáveis reais, Friedman sugere que o principal objetivo da política monetária seja a busca da estabilidade do nível de preços. Na visão de Blanchard (op. cit.), a combinação de altas taxas de desemprego e de inflação na década de 1970 fortaleceu a teoria monetarista e suas recomendações para a política macroeconômica.

Como observam Blejer e Leone (1997), a grande maioria dos economistas, atualmente, concorda que o principal objetivo da política monetária deve ser a manutenção da estabilidade dos preços. Segundo Hillbrecht (2001, p. 408),

existe um reconhecimento tácito que a variável macroeconômica mais importante que a política monetária pode afetar no longo prazo é a taxa de inflação e que inflação baixa na média e pouco variável é uma condição importante para que o sistema de preços transmita informação adequada para alocação eficiente de recursos.

## 2.2 DISCRIÇÃO OU REGRAS NA POLÍTICA ECONÔMICA?

De acordo com a visão keynesiana, os *policymakers* devem ter liberdade para executar a política macroeconômica, escolhendo a melhor combinação de políticas de acordo com cada cenário específico. Ou seja, segundo a visão keynesiana, a política macroeconômica deve ser conduzida de forma discricionária.

Milton Friedman, além de condenar o ativismo da política macroeconômica, também condenou a sua condução de forma discricionária e sugeriu a condução através de regras, principalmente para a condução da política monetária. A justificativa de Friedman para a condução através de regras é a defasagem de tempo que existe entre a execução da política e seus efeitos sobre a economia. Segundo Friedman (1997b), na ausência de regras, as autoridades monetárias se vêem impelidas a pisar no freio ou no acelerador – dependendo do caso – com força excessiva, o que desestabilizaria a economia.

A defesa de regras na condução da política macroeconômica é fortalecida na década de 1970, no contexto da macroeconomia novo-clássica. Partindo do pressuposto de que os agentes são dotados de expectativas racionais, Kydland e Prescott (1977) afirmam que uma política econômica discricionária é inconsistente ao longo do tempo. Nesse período, muitos outros autores também defendem a adoção de regras para a condução da política econômica, mas, na visão novo-clássica, a regra deve existir como um compromisso para a autoridade política e não em função do conhecimento imperfeito que o *policymaker* porventura tenha sobre o comportamento da economia, como ocorre em Friedman (MENDONÇA, 2002b).

Atualmente, a corrente dominante defende a utilização de regras para a condução da política macroeconômica. Essa corrente defende a adoção de metas definidas e precisas para a política monetária – seja meta de crescimento de um agregado monetário específico, meta para a taxa de câmbio ou uma meta para a taxa de inflação. De acordo com Blejer e Leone (op. cit.), o principal argumento para a adoção de metas é a noção de que para vencer a inflação e posteriormente preservar a estabilidade dos preços requer-se credibilidade da política econômica, que por sua vez requer consistência, compromisso e transparência, características que, na visão dos autores, não podem ser alcançadas sem o aumento da responsabilidade (por parte da autoridade monetária) que deriva da adoção de metas

explícitas. Segundo Canuto (1999, p. 14), “regras e metas permitem a mensuração do desempenho dos responsáveis pelas políticas, além de tornarem visíveis e cercearem movimentos discricionários de política”. Na visão de Cukierman (1996, p. 408),

as metas são anunciadas por duas razões relacionadas entre si: a primeira para, pelo menos parcialmente, comprometer os formuladores de políticas com uma rota ou faixa particular para a política monetária; e a segunda para, desde o início, influenciar as expectativas inflacionárias e, portanto, os contratos nominais.

A fixação de metas, com o objetivo de fornecer uma âncora nominal para a política monetária, é uma idéia antiga, sendo a âncora cambial o regime monetário mais antigo (CANUTO, 1999). Um dos exemplos mais conhecidos foi o padrão ouro, sistema monetário que vigorou de 1870 até a Primeira Guerra Mundial, no qual um país estabelecia o ouro como moeda ou fixava uma taxa de conversão da moeda em ouro, o que, por conseguinte, implicava taxas nominais de câmbio fixas entre os países. De 1944 a 1971, as relações monetárias internacionais entre as nações industrializadas foram determinadas pelo sistema de Bretton Woods (padrão câmbio-ouro) – as moedas eram conversíveis em dólares e as reservas em dólares eram conversíveis em ouro pelos EUA a um preço fixo (US\$ 35 a onça).

De acordo com Mendonça, após a derrocada do sistema de Bretton Woods, “na busca de um novo regime monetário capaz de estabilizar preços, a utilização do controle de agregados monetários tornou-se uma prática comum em diversos países”. Entretanto, como mostra Canuto (1999), a utilização desse regime em economias avançadas entre os anos 70 e 80 foi em geral um fracasso. Segundo Cukierman (1996, p. 411),

as inovações financeiras e a conseqüente ruptura das regularidades tradicionais entre moeda e renda nominal reduziram a capacidade das autoridades monetárias de controlar a inflação e, com isso, o sentido das metas monetárias para o controle da inflação no curto prazo.

Diante da dificuldade de controlar os agregados monetários, vários países, sobretudo os emergentes, passaram a empregar variantes de um regime de câmbio fixo (crawling peg, currency board, plena dolarização etc.). Entretanto, como observa Mendonça, a utilização de uma taxa de câmbio fixo pode ser um bom começo para a busca da estabilização da economia, mas essa estratégia não deve ser utilizada por tempo indeterminado. Segundo Giambiagi e Carvalho (2002, p. 27),

a teoria sugere que esse tipo de mecanismo implica uma série de problemas de médio e longo prazos, ligados i) à maior dificuldade dos países de se ajustarem frente a problemas externos; ii) ao impacto sobre a política monetária, pela necessidade, que uma taxa de câmbio rígida pode implicar, de se praticarem taxas de juros elevadas na defesa da política cambial; e iii) à vulnerabilidade frente a ataques especulativos.

Diante das dificuldades enfrentadas pelos países que adotaram uma das duas estratégias de política monetária descritas anteriormente, uma terceira alternativa surgiu no início da década de noventa e, desde então, tem sido bastante difundida: o regime de metas de inflação.

De acordo com o exposto, este regime surgiu a partir de correntes teóricas que afirmam que o principal objetivo da política monetária é a estabilização do nível de preços e que defendem a utilização de regras na condução da política econômica. Estas características estão presentes tanto no monetarismo quanto na economia novo-clássica. Portanto, para

conhecer a fundamentação teórica do regime de metas de inflação, que é o principal objetivo deste trabalho, torna-se necessário um estudo mais aprofundado sobre a escola monetarista e a escola novo-clássica, o que será feito a seguir.

### **3 BASES DA POLÍTICA DE METAS**

#### **3.1 O MODELO MONETARISTA**

Durante as décadas de 1950 e 1960, Milton Friedman, o maior expoente do monetarismo, tentou reafirmar a teoria quantitativa da moeda, que havia sido atacada pela Revolução Keynesiana e havia caído no descrédito desde a Grande Depressão da década de 1930. Dessa forma, Friedman reafirmava a importância da moeda e, portanto, das políticas monetárias.

Como mostra Carvalho (2001), as idéias de Friedman estão apoiadas no tripé: taxa natural de desemprego, expectativas adaptativas e curva de Phillips. Logo, para uma melhor compreensão do monetarismo, deve-se analisar cada um desses itens. Posteriormente, analisar-se-á como deve ser feita a condução da política monetária na visão dos monetaristas.

##### **3.1.1 Taxa natural de desemprego**

A hipótese da taxa natural de desemprego considera que há somente uma única taxa de desemprego que equilibra o mercado de trabalho. Essa taxa será a soma do desemprego friccional com o desemprego voluntário. O desemprego friccional ocorre quando os trabalhadores estão apenas temporariamente desempregados, isto é, estão em transição entre um emprego e outro. O desemprego voluntário ocorre quando os trabalhadores preferem ficar desempregados, pois julgam que não vale a pena trabalhar pelo salário real que está sendo oferecido. Portanto, segundo essa hipótese, não existe desemprego involuntário.

O monetarismo considera que os preços e os salários são totalmente flexíveis, portanto, através da variação destes ocorre o equilíbrio dos mercados. Isso significa que, na ausência de intervenções monetárias, a taxa corrente de desemprego converge para a taxa natural. Esta última não é imutável, mas para que ela mude é necessário que haja alguma alteração estrutural ou institucional na economia.

### **3.1.2 Expectativas adaptativas**

Uma outra hipótese do monetarismo, como já foi dito anteriormente, é que os agentes têm expectativas adaptativas. Isso significa que eles formam expectativas de preços utilizando exclusivamente informações sobre o passado. Dessa forma, partindo-se de uma situação de equilíbrio, em que o estoque de moeda tenha sido mantido constante por vários períodos, caso haja uma expansão monetária, os empresários poderão oferecer um salário nominal mais elevado aos trabalhadores que estão voluntariamente desempregados. Como os preços estavam constantes no passado, os trabalhadores têm a expectativa de que a inflação futura vai continuar sendo zero, portanto eles irão pensar que um salário nominal mais elevado vai representar um salário real mais elevado, o que possibilitará um aumento da oferta de trabalho.



No entanto, quando os trabalhadores receberem seus salários, eles vão perceber que os preços também aumentaram, logo eles não obtiveram ganho real algum em seus salários, o que significa que eles sofreram uma ilusão monetária. Dessa forma, os trabalhadores que estavam voluntariamente desempregados e aceitaram trabalhar por um salário nominal mais elevado acreditando que teriam um aumento no seu nível de satisfação, deverão retornar para o desemprego voluntário. Por conseguinte, a taxa de desemprego corrente, que por um momento ficou menor que a taxa natural de desemprego, tende a retornar para o seu nível anterior.

### **3.1.3 Curva de Phillips aceleracionista**

A curva de Phillips, que evidencia o *trade-off* entre inflação e desemprego, existe, portanto, no modelo monetarista, mas somente no curto prazo, ou seja, enquanto prevalecer a ilusão monetária. O efeito de uma expansão monetária no longo prazo, ou quando os agentes perceberem que foram vítimas de uma ilusão monetária, será apenas a inflação, já que a taxa de desemprego corrente tende a retornar para a taxa natural de desemprego, o que significa que a curva de Phillips deixa de existir.

Para que a curva de Phillips continuasse existindo no longo prazo e a taxa de desemprego corrente continuasse abaixo da taxa natural seria necessário que os trabalhadores fossem permanentemente iludidos. Para que essa situação ocorra, na visão monetarista, é necessário que a taxa de expansão monetária de cada período seja superior ao período anterior e, conseqüentemente, a taxa de inflação de cada período seja superior ao período anterior. Como os agentes formulam suas expectativas de inflação futura de forma adaptativa, eles sempre subestimariam a inflação futura e seriam permanentemente

iludidos, o que possibilitaria que o desemprego permanecesse abaixo da taxa natural. A curva de Phillips nessa situação é chamada de aceleracionista, pois o *trade-off* entre inflação e desemprego só existe no longo prazo se houver uma aceleração constante da inflação.

### **3.1.4 Condução da Política Monetária**

Na visão de Friedman, a aceleração constante da inflação reduziria a satisfação individual de cada trabalhador, já que, devido à ilusão monetária, eles realizariam cálculos incorretos quando comparassem a satisfação que o salário esperado pode oferecer e a satisfação proporcionada pelas horas de lazer. Friedman é contrário ao expansionismo monetário, já que o seu uso pode reduzir o nível de satisfação individual dos trabalhadores.

Na ausência do expansionismo monetário, a política monetária seria capaz de afetar a economia somente no curto prazo, já que no longo prazo o efeito seria apenas nas variáveis nominais, ou seja, a moeda seria neutra. Visto que a política monetária não é capaz de alterar em definitivo a situação da economia, Friedman é contrário ao seu uso, mesmo no curto prazo.

Uma outra razão que Friedman apontou para que a política monetária não seja utilizada de forma ativista é o hiato que, segundo ele, existe entre as ações das autoridades monetárias e os efeitos subseqüentes sobre a economia. Isso significa que as autoridades tomam decisões pela situação econômica atual, mas que suas ações só afetarão a economia alguns meses depois, quando a situação pode ser completamente diferente. Essas defasagens de tempo “podem transformar a política monetária em uma fonte desestabilizadora” (CARVALHO, 2001).

Para que a autoridade monetária não seja tentada a estabilizar a economia através da política monetária, cometendo erros devido à defasagem de tempo, Friedman é contrário à discricionariedade na condução da política monetária e acredita que esta deva ser feita através de regras. Friedman (1997b, p. 266) afirma que

das várias magnitudes alternativas que ela (a autoridade monetária) pode controlar, os guias mais atraentes para a política são as taxas de câmbio, o nível de preços definido por algum índice e a quantidade de algum agregado monetário.

A sugestão de Friedman é que a regra adotada seja uma taxa regular de crescimento de um determinado agregado monetário.

## 3.2 O MODELO NOVO-CLÁSSICO

A modelo novo-clássico surgiu na década de 1970, período em que a economia mundial passava por uma crise de estagflação (FROYEN, op. cit.). Os seus principais teóricos, Lucas, Prescott, Sargent, Wallace e Barro, atacaram o intervencionismo proposto pela economia keynesiana de forma muito mais contundente do que havia sido feito pela escola monetarista. A principal diferença da economia novo-clássica para o monetarismo é a forma que os agentes formulam suas expectativas (CARVALHO, op.cit.). Enquanto no monetarismo as expectativas são adaptativas, a economia novo-clássica considera que os agentes têm expectativas racionais.

### 3.2.1 Expectativas Racionais

A economia novo-clássica, buscando construir uma forte fundamentação microeconômica para a teoria macroeconômica, considera que os agentes são maximizadores de satisfação, portanto, eles otimizam também a utilização das informações que recebem. Dessa maneira, eles não formam expectativas olhando somente para trás (*backward-looking*), mas olham também para o futuro (*forward-looking*). Esse é o tipo de expectativas que ficou conhecida como racionais.

A idéia de expectativas racionais foi introduzida por John Muth, em seu artigo intitulado “*Rational Expectations and the Price Movements*”, publicado em 1961. Para Muth, no contexto de um modelo, as expectativas dos indivíduos podem ser ditas racionais se elas são idênticas às previsões desse modelo (KLAMER, 1988). A noção de expectativas racionais foi introduzida na macroeconomia por Lucas e Prescott, em 1971, através do artigo “*Investment under Uncertainty*”.

O postulado do comportamento racional tornou-se o tronco principal do arcabouço teórico da economia novo-clássica. A partir de tal postulado surge: a crítica aos modelos macroeconômicos keynesianos, que ficou conhecida como a crítica de Lucas; uma nova versão para a curva de Phillips, que ficou conhecida como curva de Phillips de Lucas; e o problema da inconsistência temporal quando é utilizado o controle ótimo na política econômica e, como alternativa, a defesa da utilização do instrumental da teoria dos jogos na teoria da política econômica. Na seqüência analisaremos cada um desses tópicos, mas antes disso torna-se necessário abordar um outro postulado importante da teoria novo-clássica, o qual afirma que os mercados se equilibram via preços.

### **3.2.2 Equilíbrio do mercado**

Os novos-clássicos assumem em seus modelos que os mercados se equilibram via preços e que a economia encontra-se em constante equilíbrio. Essa hipótese não passa da suposição de que as demandas se igualam às ofertas pela concorrência (BARBOSA, 1992a). Em uma entrevista a Klammer (op. cit.), Lucas caracterizou, da seguinte maneira, os modelos utilizados por ele:

O termo que uso é modelos de equilíbrio. Os problemas de decisão enfrentados por agentes individuais no modelo são bastante claros, e o mesmo vale para as regras pelas quais interagem. Cabe-nos especificar preferências individuais e tecnologia, bem como as regras do jogo. Na prática, em Macroeconomia, hoje em dia, isso leva a modelos de equilíbrio em concorrência perfeita (LUCAS, em KLAMER, op. cit., p. 39).

Esse equilíbrio em concorrência perfeita, segundo os modelos utilizados pelos novos-clássicos, ocorre em todos os mercados, inclusive no mercado de trabalho, o que caracteriza um equilíbrio geral walrasiano no sentido estrito (BARBOSA, 1992a). Tal proposição é, possivelmente, o principal alvo das críticas à teoria novo-clássica.

Os keynesianos e neokeynesianos acreditam que tal modelo de equilíbrio é incompatível com uma realidade de ciclos econômicos e de altas e persistentes taxas de desemprego, o que caracterizaria um desequilíbrio. Até mesmo os monetaristas criticam essa hipótese de equilíbrio geral, pois acreditam que a economia tende para uma situação de equilíbrio somente no longo prazo, pois, segundo eles, leva algum tempo para que as expectativas de uma variável se adaptem ao seu valor efetivo e nesse espaço de tempo a economia fica em desequilíbrio (KLAMER, op. cit.).

Os novos-clássicos, contudo, não se abalam com as críticas e afirmam que “outros tipos de equilíbrio podem ser facilmente imaginados, embora não tão facilmente analisados”

(LUCAS; SARGENT, 1978, apud BARBOSA, op. cit., p. 255). Em entrevista a Klammer (op. cit., p.69-70), Sargent deixa claro que uma das vantagens do modelo de equilíbrio geral é a facilidade para sua formalização:

Vemos trabalhadores desempregados, mas isso não nos diz se queremos usar um modelo de equilíbrio ou desequilíbrio. A questão é saber que modelo se ajusta melhor aos dados e nos dá as melhores explicações e previsões a respeito de intervenções. [...] é muito difícil trabalhar com modelos de desequilíbrio. Algumas pessoas que hoje estão interessadas em fazer modelos de comportamento de otimização também estão interessadas em modelos de desequilíbrio. Ocorre que esse trabalho é muito difícil, a razão disso sendo que a possibilidade de desequilíbrio complica os problemas de decisão dos agentes. Uma razão, em favor dos modelos de equilíbrio, é a facilidade de solução de muitos problemas técnicos.

Em relação às variações do produto real, os novos-clássicos responsabilizam as restrições de informações, que muitas vezes levam os indivíduos a fazer adivinhações a respeito do valor de uma variável e acabam errando, mesmo sob expectativas racionais (KLAMER, op. cit.). Os novos-clássicos não acreditam na existência de rigidez salarial no mercado de trabalho (BARBOSA, op. cit.).

### **3.2.3 A Crítica de Lucas**

Partindo do pressuposto que os agentes têm expectativas racionais, Lucas afirmou que tanto os modelos keynesianos quanto os modelos monetaristas eram inconsistentes, portanto incapazes de fornecer qualquer tipo de orientação para a formulação da política macroeconômica.

Em tais modelos, todas as variáveis eram tidas como funções dos valores correntes e passados de outras variáveis, inclusive as expectativas e as variáveis de políticas. Dessa forma, os modelos captavam apenas o conjunto de relações entre variáveis econômicas como elas tinham sido no passado, sob políticas passadas. Na visão de Lucas, qualquer alteração na política econômica levaria os agentes, que estão dotados de expectativas racionais, a reformular suas expectativas, o que tornaria as relações estimadas – e, por implicação, as simulações geradas com o uso dos modelos macroeconômicos existentes – fracos guias para o que aconteceria sob essas novas políticas (BLANCHARD, op. cit.). Segundo as palavras do próprio Lucas, essa inconsistência dos modelos macroeconômicos é mostrada através de um silogismo simples:

*Given that the structure of an econometric model consists of optimal decision rules of economic agents, and that optimal decision rules vary systematically with changes in the structure of series relevant to the decision maker, it follows that any change in policy will systematically alter the structure of econometric models (LUCAS, 1976, p. 41).*

Essa crítica aos modelos macroeconômicos ficou conhecida como a crítica de Lucas.

### **3.2.4 A curva de Phillips de Lucas**

A versão original da curva de Phillips mostra uma relação negativa entre o nível de desemprego e o nível de inflação <sup>1</sup>. Como já foi explicado anteriormente, quando Friedman introduziu as expectativas adaptativas à curva de Phillips ele afirmou que o governo poderia manter a taxa de desemprego abaixo do nível natural através de uma política

---

<sup>1</sup> Phillips, na realidade, observou a relação entre a variação dos salários nominais e o desemprego.

monetária expansionista somente no curto prazo, enquanto durasse a ilusão monetária. No longo prazo, só seria possível manter a taxa de desemprego abaixo do nível natural através de uma aceleração da taxa de inflação. Dessa forma, Friedman obteve a chamada curva aceleracionista de Phillips, a qual mostra uma relação negativa entre o nível de desemprego e a variação da taxa de inflação.

Na visão de Lucas, como os agentes são dotados de expectativas racionais, não existe ilusão monetária. O agente racional sabe que uma expansão monetária irá produzir, em última instância, somente inflação, portanto há um reajuste automático de preços e salários e nem mesmo uma aceleração da taxa de inflação seria capaz de manter a taxa de desemprego abaixo de seu nível natural. Dessa forma, a curva de Phillips de Lucas tem uma inclinação vertical, ou seja, a taxa de desemprego não responde a uma variação na taxa de inflação.

De acordo com Lucas, somente uma expansão monetária realizada de surpresa poderia estabelecer algum *trade-off* entre a taxa de inflação e o desemprego, o qual seria temporário, pois logo os agentes perceberiam que ocorrera tal expansão monetária e fariam os devidos ajustes em preços e salários.

### **3.2.5 Inconsistência temporal e Jogos em Política Econômica**

Até a década de 1970, os métodos de controle ótimo, desenvolvidos inicialmente pela engenharia para controlar e guiar foguetes, estavam cada vez mais sendo utilizados na elaboração das políticas macroeconômicas (BLANCHARD, op. cit.). Acreditava-se que a política ótima poderia ser calculada através da maximização da função objetivo do



*policymaker* em um determinado momento e, dessa forma, seria possível traçar o caminho da política econômica para o presente e para o futuro (MISHKIN, 1995). Entretanto, a partir da introdução das expectativas racionais na análise macroeconômica, diversos autores afirmaram que existe uma inconsistência temporal quando a política econômica é elaborada a partir da teoria do controle ótimo.

Segundo tais autores, a teoria do controle ótimo poderia ser um bom instrumento para elaborar a política econômica se os agentes econômicos, tal qual máquinas e foguetes, fossem totalmente passivos, não tivessem expectativas a respeito da política futura e não reagissem a ela. Contudo, partindo-se do pressuposto que os agentes econômicos são racionais, deve-se esperar que eles tentem antecipar o que os formuladores de políticas econômicas irão fazer, que reajam não apenas à política vigente, mas que também tenham expectativas sobre as políticas futuras (BLANCHARD, op. cit.). Dessa forma, a política econômica poderia ser entendida como uma interação estratégica entre jogadores e, ao invés da teoria do controle ótimo, o instrumental da teoria dos jogos seria mais adequado para elaborar a teoria da política econômica.

Após uma reflexão sobre toda a literatura revisada neste trabalho, o autor entende que a base específica para o regime de metas de inflação encontra-se nessa discussão de inconsistência temporal, jogos em política e a noção de credibilidade da política que deriva daí. Já que o principal objetivo deste trabalho é conhecer as bases do regime de metas de inflação, estes temas precisam ser mais explorados, o que irá ocorrer na próxima seção deste capítulo, que é dedicada às bases específicas do regime de metas de inflação.

### 3.3 BASES ESPECÍFICAS DO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO

O problema da inconsistência temporal na teoria do controle ótimo, dado que os agentes são racionais, foi demonstrado originalmente por Finn Kydland e Edward Prescott no

famoso artigo intitulado “*Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans*”, publicado em 1977. Esse artigo é considerado um clássico para a pesquisa teórica sobre credibilidade da política econômica.

Na visão de Kydland e Prescott (1977), uma política discricionária na qual o *policymaker* escolhe a melhor forma de agir, dada a situação corrente, não resultará na maximização da função-objetivo social. Isso porque, em situações na qual a estrutura é bem entendida, os agentes tentarão antecipar a forma como a política será conduzida no futuro, o que torna a teoria do controle ótimo inconsistente. Os autores esclarecem que para que ocorra esse tipo de antecipação não é necessário que os agentes façam previsões perfeitas sobre a política futura, mas basta que eles tenham alguma noção de como as decisões dos *policymakers* serão afetadas por mudanças nas condições econômicas. Na visão dos autores, neste tipo de jogo dinâmico, a política consistente não é ótima, mas sub-ótima. No artigo citado, os autores dão dois exemplos referentes a políticas públicas para que se entenda como isso ocorre.

No primeiro exemplo, supõe-se que não seja socialmente desejável construir casas num determinado local sujeito a inundações. Se casas forem construídas neste local, o governo precisará arcar com os custos de medidas que evitem a inundação, como a construção de barragens. Se a política do governo fosse de não construir qualquer tipo de barragem, mesmo se casas fossem construídas no local, os agentes racionais sabendo disso não iriam construir nessa área. No entanto, agentes racionais supõe que se (muitas) casas forem construídas no local, o governo tomará as medidas necessárias para evitar a inundação. Logo, na ausência de uma lei proibindo que casas sejam construídas nessa região, as pessoas irão construir e o governo terá de tomar as medidas de proteção necessárias.

O segundo exemplo é sobre a política de patentes. Considerando que alguns recursos são alocados para atividades inovadoras das quais resultam novos produtos ou processos, a política eficiente é não permitir a proteção por patentes. A fim de incentivar a inovação, o governo pode anunciar que concederá um monopólio aos inventores de novos produtos.

Mas quando o produto for inventado, o governo pode desejar a revogação da patente para tornar o produto acessível a mais consumidores. No entanto, na visão de Kydland e Prescott (op. cit.), poucas pessoas considerariam razoável essa solução que seria dada pela teoria do controle ótimo. Ao invés disso, a questão seria colocada em termos da duração ótima da patente, a qual leva em consideração tanto os incentivos que a patente fornece à atividade de inovação quanto a perda de oferta para os consumidores que ocorre enquanto durar o monopólio concedido pela patente.

Um problema análogo aos explicados anteriormente pode ocorrer em relação à condução da política monetária. De acordo com o que já foi exposto no segundo capítulo deste trabalho, baixos índices de inflação e de desemprego podem ser considerados como os principais objetivos da política econômica. Portanto, é natural que o responsável pela política econômica tente manter a inflação baixa e, ao mesmo tempo, reduzir a taxa de desemprego. De acordo com a relação exposta na curva de Phillips, a inflação corrente é determinada pela expectativa de inflação e pelo desvio do desemprego da sua taxa natural. Um Banco Central que aja de forma discricionária tentará convencer os agentes de que seu principal objetivo será o controle da inflação, para influenciar na formulação das expectativas da inflação. A partir do momento que os agentes estiverem convencidos de que a inflação será baixa, a tendência é que os salários sejam reajustados de acordo com essas expectativas. Uma vez que os salários já tenham sido reajustados, o Banco Central será tentado a fazer uma expansão monetária maior do que a que havia sido anunciada inicialmente, para que dessa forma possa reduzir a taxa de desemprego e manter a inflação baixa. Essa seria a situação ótima, também chamada de equilíbrio de *first best*. Todavia, em um contexto de agentes racionais, tal equilíbrio ótimo torna-se inconsistente.

O agente racional é capaz de antecipar que o Banco Central buscará um equilíbrio ótimo e, para isso, tentará reduzir o desemprego através de uma expansão monetária maior do que a anunciada. Logo, os agentes esperam que a inflação seja mais alta do que a que havia sido anunciada pelo Banco Central no início. Dessa forma, esses agentes (principalmente os

sindicatos) buscarão um reajuste de salário maior, condizente com uma inflação mais alta, para que não haja uma redução nos salários reais.

Dado que os agentes fizeram um reajuste salarial maior do que o pretendido pelo Banco Central, este irá manter a expansão monetária maior do que a anunciada inicialmente, pois de outra forma haveria um aumento do desemprego. De acordo com o que foi apresentado no tópico sobre a curva de Phillips versão Lucas, como os agentes anteciparam a expansão monetária, esta não causará nenhum impacto real sobre a economia, somente um impacto nominal. Ou seja, haverá um aumento da inflação e a taxa de desemprego ficará inalterada. Este seria o equilíbrio final de um jogo não cooperativo jogado entre os agentes econômicos racionais e um Banco Central que utiliza uma política discricionária (BARRO; GORDON, 1983). Este equilíbrio é um equilíbrio de *third best* (MENDONÇA, 2002b).

Caso o Banco Central não tivesse o incentivo para realizar uma política monetária expansionista e os agentes soubessem disso, a inflação seria mantida baixa e o desemprego ficaria inalterado (no mesmo patamar do equilíbrio de *third best*). Esse seria um equilíbrio de *second best*. De acordo com a interpretação de Kydland e Prescott (op. cit.) e de Barro e Gordon (op. cit.) tal equilíbrio pode ser alcançado através da implantação de regras para a condução da política monetária.

A defesa de regras para a condução da política monetária, nesse caso, não é justificada com base na ignorância do *policymaker* em relação ao tempo e à magnitude da política, como ocorre em Friedman (KYDLAND; PRESCOTT, op. cit.). O objetivo das regras nesta literatura é o de criar um compromisso para o *policymaker*, para que os agentes tenham credibilidade na política anunciada (MENDONÇA, 2002b).

É importante observar que o tipo de regra defendida por tais autores não é necessariamente uma regra de política passiva, como a regra de taxa de crescimento fixa da oferta

monetária. A regra utilizada pode ser uma regra de política ativista, a qual envolve um *feedback* da conjuntura econômica para os instrumentos de política, sendo que o *feedback* é parte da regra (HALL; TAYLOR, 1989). Os dois tipos de regras envolvem compromisso e satisfazem a teoria analisada.

Kydland e Prescott (op. cit.) enfatizam que é importante que a regra seja simples e facilmente entendida, para que fique evidente se o *policymaker* tentar se desviar da política previamente anunciada. Dessa forma, pode-se afirmar que a discussão apresentada neste tópico constitui-se na base específica do regime de metas de inflação. O próximo capítulo irá apresentar mais especificamente essa estratégia de política monetária.

## **4 REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO**

Este capítulo apresenta o regime de metas de inflação propriamente dito. Inicialmente, será apresentada a definição do regime na visão dos principais estudiosos do tema. Posteriormente, serão mostradas algumas vantagens do regime, o que permite entender por que tantos teóricos têm defendido essa estratégia de política monetária. Na seqüência, serão apresentadas algumas desvantagens apontadas pelos defensores do regime e também pelos seus principais críticos. Por fim, será discutida a execução do regime de metas de inflação.

### **4.1 DEFINIÇÃO DO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO**

O regime de metas de inflação é uma estratégia de política monetária que está baseada na credibilidade que os agentes têm em relação à efetiva realização da política anunciada pela autoridade monetária. Além de uma meta numérica para a inflação, há outros elementos importantes que formam o regime de metas de inflação.

Segundo Mishkin (2001), os seguintes elementos caracterizam um regime de metas de inflação:

- 1) o anúncio público de uma meta numérica de inflação para o médio prazo;
- 2) um compromisso institucional da estabilidade de preços como o objetivo principal da política monetária;

- 3) informações sobre muitas variáveis, não somente dos agregados monetários ou da taxa de câmbio, são usadas para decidir a fixação dos instrumentos de política;
- 4) aumento da transparência da estratégia da política monetária através da comunicação com o público e os mercados sobre os planos, objetivos e decisões das autoridades monetárias;
- 5) aumento da responsabilidade do banco central para atingir o seu objetivo em relação à inflação.

Mishkin (op. cit.) destaca a necessidade de estarem presentes os cinco elementos para que seja caracterizada a existência do regime de metas de inflação. Há países emergentes que simplesmente anunciam metas numéricas de inflação para o ano seguinte, mas não possuem os outros quatro elementos, portanto sua estratégia de política monetária não pode ser caracterizada como regime de metas de inflação.

Já na visão de Svensson (1996), as principais características de um regime de metas de inflação são:

- 1) uma meta quantitativa para a inflação, sendo esta a característica principal;
- 2) um intervalo de tolerância ao redor da meta de inflação (essa característica não está presente em todos os casos);

3) não deve existir meta intermediária, seja para o crescimento da moeda ou para a taxa de câmbio.

Svensson (op. cit.) esclarece que esta última característica não é crucial, entretanto, caso existam metas intermediárias, as metas de inflação devem ser prioritárias a essas em caso de um conflito.

No regime de metas de inflação, o foco deixa de ser os instrumentos de política monetária e cambial, passando a ser o próprio objetivo da política monetária, que é o controle dos preços (CANUTO, op. cit.).

#### 4.2 VANTAGENS DO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO

Na visão de Mishkin (2000), o regime de metas de inflação tem muitas vantagens como estratégia de política monetária. Em contraste com o regime de controle cambial, o regime de metas de inflação possibilita que a política monetária foque considerações domésticas e responda a choques na economia doméstica. Em contraste com o regime de metas monetárias, o regime de metas de inflação tem a vantagem de que uma relação estável entre moeda e inflação não é crucial para o seu sucesso. Outra vantagem do regime de metas de inflação é que ele é facilmente entendido pelo público e portanto é bastante transparente.

Rigolon e Giambiagi (1999) ainda acrescentam que 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. Esses autores também acreditam



que uma outra vantagem das metas inflacionárias é que elas têm fundamentos apoiados na literatura de regras e discricção em política monetária.

Em relação a esta última vantagem citada, convém esclarecer que o regime de metas de inflação é uma regra de política monetária que permite um certo grau de discricionaridade. Na visão de Svensson (1997), o regime de metas de inflação pode ser interpretado como um compromisso com uma regra-alvo, onde a autoridade monetária possui discricção para selecionar os instrumentos os quais julga apropriados para alcançar a regra-alvo. A partir da classificação de Hall e Taylor (op. cit.), pode-se afirmar que o regime de metas de inflação é uma regra de política ativista, em contraposição a uma regra de política passiva ou regra rígida.

Portanto, o regime de metas de inflação, enquanto uma regra, compromete os *policymakers*, o que dá credibilidade à política e a torna consistente ao longo do tempo, no sentido defendido por Kydland e Prescott (op. cit.). Dessa forma, fica evidente que o regime de metas de inflação está apoiado na literatura de regras da política monetária.

No entanto, como já foi explicado no capítulo anterior, uma regra ativista envolve um *feedback* da conjuntura econômica para os instrumentos de política, sendo que o *feedback* é parte da regra, ou seja, a partir da análise da conjuntura econômica é que os *policymakers* irão decidir como será conduzida a política monetária para que a meta estabelecida seja alcançada, o que caracteriza a discricção (embora limitada) na condução da política apontada por Rigolon e Giambiagi (op. cit.).

#### 4.3 DESVANTAGENS DO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO

Mishkin, que é um dos principais defensores do regime de metas de inflação, afirma que os críticos do regime têm notado sete desvantagens principais nesta estratégia de política

monetária. Na sua opinião, quatro destas desvantagens – que o regime é muito rígido, que ele permite muita discricção, que ele aumenta a instabilidade do produto e que ele diminui o crescimento econômico – não são sérias objeções para a política de metas de inflação. A quinta desvantagem, segundo a qual o regime de metas de inflação produz somente pouca responsabilidade do banco central porque a inflação é muito difícil de ser controlada e porque existe um grande espaço de tempo entre a utilização dos instrumentos da política monetária e o seu respectivo impacto na inflação, é, ainda segundo Mishkin, especialmente séria nos países emergentes. As outras duas desvantagens, que o regime de metas de inflação não pode prevenir dominância fiscal e que a flutuação cambial requerida pelo regime de metas de inflação pode causar instabilidade financeira, em sua visão, também são relevantes no contexto dos mercados emergentes.

Contudo, tanto em Sicsú (2002) quanto em Oreiro e Sobreira (1999), há críticas mais contundentes ao regime de metas de inflação. Esses autores, a partir de uma abordagem pós-keynesiana, são contrários a qualquer tipo de regras para a política monetária. Segundo Sicsú (op. cit.), “uma política monetária voltada somente para manter a inflação sob controle está, na verdade, sendo sub-utilizada”. Oreiro e Sobreira (op. cit.) defendem que “de modo a garantir o pleno emprego dos recursos, os *policy makers* devem conformar a política econômica com vistas ao estímulo à demanda de acordo com circunstâncias históricas”, havendo, dessa forma, “pouco espaço para regras sistemáticas de política”.

Já a crítica de Mendonça (2002b) em relação ao regime de metas de inflação refere-se à sustentabilidade da sua base específica, que, como já foi apresentado no capítulo anterior, é a teoria da credibilidade da política monetária. Segundo Mendonça (op. cit., p. 61):

É importante observar que apesar da teoria que analisa o problema de credibilidade da política monetária apresentar uma consistência interna apreciável, deve-se chamar atenção para o fato de que a base que sustenta a teoria não é sólida. Para que o exemplo criado por Kydland &

Prescott (1977) e posteriormente desenvolvido por Barro & Gordon (1983) faça sentido, é assumido que a existência do viés inflacionário derive do fato de o BC pactuar com o governo na busca de uma taxa de desemprego abaixo da natural, e que para alcançar este objetivo faz uso do imposto inflacionário. Ou seja, há muitas hipóteses ad hoc para a validade da teoria, o que indica ser mais adequado entender grande parte da literatura sobre credibilidade da política monetária como um caso particular, e por conseguinte deve-se ponderar de forma criteriosa a sua aplicabilidade ao mundo real.

Essa desconfiança em relação à base que sustenta a teoria da credibilidade também está presente em Gustavo Franco. Isso não significa que o autor despreze a importância da credibilidade para o sucesso da política econômica, ao contrário, pois segundo ele “a credibilidade é a alma da política econômica” (FRANCO, 2003, p. 1). O que Franco rejeita é a idéia de que, necessariamente, exista um viés inflacionário por parte dos dirigentes dos Bancos Centrais na ausência de uma regra. O autor defende que o Banco Central anuncie suas intenções de buscar uma inflação baixa, mas sem fixar uma meta numérica, pois o BC não tem total controle sobre o nível de preços e, uma vez que a meta não seja alcançada, haverá uma grande perda de credibilidade (FRANCO, 2003).

As críticas de Franco em relação ao regime de metas de inflação não se restringem à possível perda de credibilidade que o descumprimento da meta pode gerar. De maneira irônica, Franco (2002) afirma que a maior virtude do regime de metas de inflação é transformar os Bancos Centrais em instituições governadas por modelos econométricos, em uma clara crítica à limitação dos poderes dos BCs que é imposta pelo regime de metas. Franco (2002) deixa essa crítica evidente ao afirmar que, no caso particular do Brasil, um ingrediente importantíssimo, mas nem sempre contabilizado, para a adoção do regime de metas de inflação foi o FMI. Segundo o autor,

Tudo que o FMI não quer ver nos países onde tem acordos é o BC local exercendo suas funções com autonomia; a fim de tornar o acordo mais previsível e menos sujeito a riscos, o FMI obviamente prefere que os BCs se tornem maquinetas operadas por modelos econométricos. E o BC local pode preferir este estado de coisas, que é meio vexaminoso mas é melhor que entregar os pontos diante de riscos de interferência política séria em suas ações.

#### 4.4 EXECUÇÃO DO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO

Existem alguns pré-requisitos para a implementação do regime de metas de inflação. Blejer e Leone (op. cit., p. 3) destacam três condições necessárias para que haja sucesso na adoção do regime de metas de inflação:

- 1) O Banco Central deve ter total independência em relação aos instrumentos da política monetária. Essa condição significa que o BC deve ter liberdade para ajustar seus instrumentos de política monetária de acordo com o que julgue ser o melhor para alcançar seus objetivos de inflação baixa, o que implica, necessariamente, que não deve existir dominância fiscal.
- 2) O Banco Central deve ter um instrumento de política monetário efetivo, o qual mantenha uma relação relativamente estável com a inflação. A maioria dos países que têm adotado o regime de metas de inflação usa instrumentos indiretos de controle monetário, como as taxas de juros de curto prazo, ao invés de instrumentos diretos, como o controle de crédito.
- 3) Deve haver um aumento, por parte do Banco Central, da responsabilidade, da transparência e da comunicação com o público. Essa condição destaca a importância

de manter o público bem informado sobre como o Banco Central opera e, em particular, sobre como novas informações levam o BC a mudar suas perspectivas em relação ao futuro e a modificar a postura de suas políticas. Dessa forma, o público pode entender o funcionamento do regime de metas de inflação e utilizá-lo como âncora para formular as expectativas de inflação.

Sobre essa última condição, Blejer e Leone (op. cit) destacam que em muitos países onde o regime de metas de inflação tem sido adotado, os Bancos Centrais publicam periodicamente um relatório de inflação, o qual fornece muitas informações e análises que permitem ao Banco Central explicar as suas ações de política e os eventuais fatos que poderiam prejudicar a sua credibilidade. Existem outras formas de comunicação do Banco Central com o público que também são freqüentemente utilizadas:

- a) a carta aberta que o Banco Central deve, obrigatoriamente, divulgar quando as metas estabelecidas para um determinado período não são atingidas, a qual deve explicar as razões do não cumprimento da meta, as medidas que serão adotadas para garantir que a inflação retorne a níveis toleráveis e quanto tempo será necessário para que tais medidas surtam efeito;
- b) a ida de diretores do Banco Central ao Parlamento para prestar esclarecimentos;
- c) a publicação da ata da reunião do Comitê de Política Monetária do BC que decide sobre a taxa de juros.

Explicitados os principais pré-requisitos para a adoção do regime de metas de inflação, deve-se abordar algumas questões técnicas que envolvem a sua execução. Uma dessas questões é a escolha de qual índice de preços será utilizado como referência para a fixação da meta de inflação. Além do índice, também deve ser definido se a meta irá focar a inflação cheia ou o núcleo de inflação. Este último apresenta alguns expurgos, os quais têm a finalidade de eliminar, por exemplo, os efeitos de primeira ordem dos choques de oferta (choques no nível de preços), mas não os choques de segunda ordem nos salários e nos preços (choques na inflação).

A respeito da série de preços a ser escolhida, Rigolon e Giambiagi (op. cit.) defendem que “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” (RIGOLON; GIAMBIAGI, 1999, p. 5). Segundo estes autores, a maioria dos países tem escolhido índices que medem o núcleo de inflação. Quando um país, de fato, faz a escolha pelo núcleo de inflação, a autoridade monetária deve definir e explicar ao público os expurgos que serão realizados antes de adotar o índice de preços (BLEJER; LEONE, op. cit., p. 4).

Outra questão técnica que precisa ser definida é se a meta de inflação será pontual (um número específico), se será uma banda ou se será uma média para o médio prazo. Deve-se definir também qual o horizonte de tempo para a meta ser alcançada. Na opinião de Hillbrecht (1998, p.637), “a adoção de uma banda como meta de inflação tem o conveniente de reconhecer a incerteza dos efeitos da política monetária sobre a taxa de inflação.” Já na visão de Blejer e Leone (op. cit.), as alternativas implicam em uma escolha entre ter um pouco mais de flexibilidade para lidar com choques transitórios sobre a inflação (no caso de uma banda larga) ou prover uma âncora mais precisa e com mais credibilidade para as expectativas inflacionárias e para as decisões políticas (no caso de um número específico para a inflação ou uma banda estreita). Estes últimos autores acreditam

que o mais importante é que as autoridades tenham uma meta clara e que divulguem esta meta e o seu horizonte de tempo.

Em relação ao *trade-off* anterior apresentado por Blejer e Leone (1997), deve-se esclarecer que quanto maior for a flexibilidade do modelo, menor tende a ser a sua credibilidade. Uma flexibilidade alta pode minar a confiança do público em relação ao regime, pois pode ser interpretada como “um sinal de tibieza do banco central na busca da estabilidade dos preços” (RIGOLON; GIAMBIAGI, op. cit., p. 6). Por outro lado, uma alta rigidez na meta de inflação pode resultar em uma ampla e desnecessária volatilidade do produto (BLEJER; LEONE, op. cit., p. 5). Na situação de uma meta rígida, há também a possibilidade de não cumprimento da meta, o que reduziria a credibilidade da política (RIGOLON; GIAMBIAGI, op. cit., p. 6).

Uma outra questão técnica que envolve a execução do regime de metas de inflação é que a autoridade monetária deve ter clareza sobre o mecanismo de transmissão da política monetária. Particularmente, deve haver um entendimento claro sobre o papel da taxa de juros de curto prazo, da taxa de câmbio, da moeda e do crédito. Além disso, as autoridades devem estar cientes dos principais choques que tipicamente afetaram a demanda agregada e a inflação em seu país no passado. De acordo com Blejer e Leone (op. cit., p. 5), todos esses elementos podem ser úteis para identificar os canais que são mais adequados para alcançar a meta de inflação ao longo do tempo.

Por fim, as autoridades devem ter a capacidade de produzir uma previsão confiável para a inflação. Essa condição é essencial para o sucesso do regime de metas, já que este se baseia num modelo *forward-looking*, dados os efeitos retardados da ação da política monetária. Contudo, não é essencial, para uma previsão de curto e médio prazo, a construção de um modelo que contenha todas as informações relevantes, visto que, na opinião de Blejer e Leone (op. cit, p. 5), o melhor conselho para a construção de modelos econométricos que

simulem o mecanismo de transmissão monetária é manter tais modelos pequenos e simples, pelo menos no início.

## **5 CONSIDERAÇÕES FINAIS**

A pesquisa desenvolvida ao longo deste trabalho monográfico sugere que o regime de metas de inflação tem a sua fundamentação teórica no monetarismo e na economia novo-clássica. De acordo com a visão aqui adotada, o monetarismo traz as bases iniciais do regime ao afirmar que existe uma taxa natural de desemprego para a qual a economia tende no longo prazo. Portanto, uma política monetária expansionista é incapaz de afetar, no longo prazo, as variáveis reais, como a taxa de desemprego, afetando apenas as variáveis nominais, como o nível de preços. Dessa forma, os monetaristas sugerem que o principal objetivo da política monetária deve ser a busca da estabilidade do nível de preços. Outra colaboração importante dos monetaristas é a sugestão de que essa busca da estabilidade deve ocorrer através da utilização de regras para condução da política monetária.



No entanto, segundo a visão adotada neste trabalho, o regime de metas de inflação encontra seu respaldo teórico mais específico é na economia novo-clássica. O modelo teórico da economia novo-clássica supõe que os agentes formulem suas expectativas de forma racional, olhando não apenas para o passado, mas sendo capazes de analisar o presente e as atuais decisões de política econômica e, mais importante, sendo capazes de prever e antecipar seus impactos no futuro. Dessa forma, uma política monetária expansionista, quando previamente anunciada pelas autoridades, não teria impacto algum nas variáveis reais, nem mesmo no curto prazo, pois os agentes, sendo capazes de prever seus impactos futuros, podem ajustar automaticamente os preços e salários. O anúncio da meta de inflação serve de âncora para os agentes racionais formularem suas expectativas de inflação para o período futuro.

Outra importante colaboração da macroeconomia novo-clássica foi mostrar a existência de uma inconsistência temporal quando a política econômica é elaborada a partir da teoria do controle ótimo, segundo a qual os *policymakers* devem atuar de forma discricionária. Mais uma vez partindo da suposição de que os agentes são racionais, a economia novo-clássica mostra que o equilíbrio de *first-best* sugerido pela teoria do controle ótimo é inconsistente no tempo e o melhor resultado que a política econômica pode alcançar quando executada de forma discricionária é um equilíbrio de *third-best*. Isso ocorre porque os agentes racionais não são passivos em relação à política econômica, mas formulam expectativas em relação a tais políticas e agem de acordo com suas expectativas. Sendo assim, a teoria novo-clássica sugere a utilização de regras na política econômica para que seja alcançado um equilíbrio de *second-best*. Esse trabalho defendeu que é justamente nessa noção de regras que se fundamenta o regime de metas de inflação.

A literatura que aborda o regime de metas de inflação tem apontado muitas vantagens para essa estratégia de política monetária e entre as principais podemos citar que o regime de metas de inflação tem ajudado a aumentar a transparência da autoridade monetária e, com isso, a sua credibilidade perante o público. Além do mais, a definição quantitativa de uma meta possibilita que o público avalie o desempenho da autoridade monetária.

Contudo, deve-se chamar a atenção para o fato de que a teoria que serve de fundamento para o regime de metas de inflação não é consenso entre os economistas. Muitos deles não aceitam a proposição dos monetaristas e novo-clássicos de que, no longo prazo, a política monetária só possa afetar as variáveis nominais.

Para darmos apenas alguns exemplos, Robert Eisner, ex-presidente da American Economics Association e renomado especialista em macroeconomia, nunca aceitou a concepção de Friedman-Lucas. Tampouco ela foi aceita por James Tobin, Paul Samuelson, Robert Solow ou pelo finado William Vickrey – todos eles ganhadores do prêmio Nobel. O mesmo se deu com Ray Fair, de Yale; James Medoff, de Harvard; e William Dickens, da Brookings Institution. (Além disso), Alan Greenspan, Alice Rivlin e os outros dirigentes do Federal Reserve ... (têm) demonstrado quão espúria é a doutrina da taxa natural ao provar que pleno emprego, crescimento equilibrado e uma estabilidade de preços razoável não são mutuamente exclusivos (GALBRAITH, 1999, apud MENDOÇA, 2002b, p. 62).

Foge do escopo deste trabalho investigar e analisar os argumentos dos economistas citados, pois a proposta deste trabalho foi investigar a teoria que dá fundamentos para o regime de metas de inflação e não julgar se esta teoria é a melhor para ser utilizada na condução da política macroeconômica. No entanto, o autor considera tal citação importante para que o leitor não veja a teoria apresentada neste trabalho como uma verdade incontestável e para que não seja desprezada a possibilidade de coordenação das políticas macroeconômicas.

Por fim, para os acadêmicos que desejem conhecer mais sobre o regime de metas de inflação, fica a sugestão da realização de uma pesquisa empírica sobre o desempenho dos países que têm adotado esse regime, para saber o que mudou nas suas principais variáveis macroeconômicas após a adoção do regime de metas de inflação. Outra comparação

possível é entre esses países e países que não adotaram o regime de metas de inflação e que tenham características econômicas semelhantes.

## REFERÊNCIAS

BARBOSA, Eraldo Sérgio. Uma exposição introdutória da macroeconomia novo-clássica. In: SILVA, Maria Luiza Falcão. **Moeda e produção**: teorias comparadas. Brasília: UNB, 1992a.

BARBOSA, Fernando de Holanda. A controvérsia monetarista no hemisfério norte. In: SILVA, Maria Luiza Falcão. **Moeda e produção**: teorias comparadas. Brasília: UNB, 1992b.

BARRO, Robert J.; GORDON, David B. Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy. **Journal of Monetary Economics**, v. 12, 1983.

BLANCHARD, Olivier. **Macroeconomia**: Teoria e Política Econômica. Rio de Janeiro: Campus, 1999.

BLEJER, Mario I.; LEONE, Alfredo M. Inflation Targeting in Practice. **International Monetary Fund**, mar. 1997 (Working Paper, 35). Disponível em: [www.imf.org](http://www.imf.org) . Acesso em: 15/02/03.

CANUTO, Otaviano. **Regimes de política monetária em economias abertas**. São Paulo: Instituto de Economia/Unicamp, dez. 1999. (Texto para discussão, 92). Disponível em: [www.eco.unicamp.br/publicacoes/texto\\_disc.html](http://www.eco.unicamp.br/publicacoes/texto_disc.html) . Acesso em: 20/02/03.

CARVALHO, Fernando Cardim de. **Economia Monetária e Financeira: Teoria e Prática**. Rio de Janeiro: Campus, 2001. Cap. 7-12.

CHICK, Victoria. **The Theory of Monetary Policy**. Londres: Parkgate Books, 1977.

CUKIERMAN, Alex. A economia do banco central. **Revista Brasileira de Economia**, v. 50, n. 4, p. 389-426, 1996.

FRANCO, Gustavo. **Metas de Inflação e cartas de intenção**. Disponível em: [www.econ.puc-rio.br/gfranco/Veja87.htm](http://www.econ.puc-rio.br/gfranco/Veja87.htm) . Acesso em 20/07/03.

FRANCO, Gustavo. **Metas para a Inflação**. Disponível em: [www.econ.puc-rio.br/gfranco/A142.htm](http://www.econ.puc-rio.br/gfranco/A142.htm) . Acesso em: 20/07/03.

FRIEDMAN, Milton. A teoria quantitativa da moeda: uma reafirmação. In: CARNEIRO, Ricardo. **Os Clássicos da Economia 2**. São Paulo: Ática, 1997a.

FRIEDMAN, Milton. O papel da política monetária. In: CARNEIRO, Ricardo. **Os Clássicos da Economia 2**. São Paulo: Ática, 1997b.

FROYEN, Richard T. **Macroeconomia**. 5ª ed. São Paulo: Saraiva, 2001.

GIAMBIAGI, Fábio; CARVALHO, José Carlos. As Metas de Inflação: Sugestões para um Regime Permanente. **Revista de Economia Política**, v. 22, n. 3 (87), p. 25-45, jul./set. 2002.

HALL, Robert E.; TAYLOR, John B. **Macroeconomia: Teoria, Desempenho e Política**. 3ª ed. Rio de Janeiro: Campus, 1989.

HILLBRECHT, Ronald. Metas de Inflação e Política Fiscal. **Revista Brasileira de Economia**, v. 55, n. 3, p. 407-425, jul./set. 2001.

HILLBRECHT, Ronald. Meta de Inflação e contratos para bancos centrais. **Economia Aplicada**, v. 2, n. 4, p. 627-645, out./dez. 1998.

KLAMER, Arjo. **Conversas com economistas: os novos economistas clássicos e seus opositores falam sobre a atual controvérsia em macroeconomia**. São Paulo: Pioneira, 1988.

KYDLAND, Finn E.; PRESCOTT, Edward C. Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans. **Journal of Political Economy**, vol. 85, n. 3, p. 473-491, 1977.

LOPES, João do Carmo; ROSSETTI, José P. **Economia Monetária**. 8.ed. São Paulo: Atlas, 2002.

LUCAS Jr, Robert E.. **Econometric Policy Evaluation: A Critique**. Chicago: Chicago Press, 1976.

MADI, Maria Alejandra Caporale. Milton Friedman: Estabilidade com regras monetárias. In: CARNEIRO, Ricardo. **Os Clássicos da Economia 2**. São Paulo: Ática, 1997.

MANKIW, N. Gregory. **Macroeconomia**. 3.ed. Rio de Janeiro: LTC, 1998.

MENDONÇA, Helder Ferreira de. Metas para a Taxa de Câmbio, Agregados Monetários e Inflação. **Revista de Economia Política**, v. 22, n. 1 (85), p. 34-52, jan./mar. 2002a.

MENDONÇA, Helder Ferreira de. A Teoria da Credibilidade da Política Monetária. **Revista de Economia Política**, v. 22, n. 3 (87), p. 46-64, jul./set. 2002b.

MISHKIN, Frederic S. **Inflation Targeting**. Nova York: Columbia University, 2001. Disponível em: [www-1.gsb.columbia.edu/faculty/fmishkin/research.html](http://www-1.gsb.columbia.edu/faculty/fmishkin/research.html) . Acesso em: 22/02/03.

MISHKIN, Frederic S. **Inflation Targeting in Emerging Market Countries**. National Bureau of Economic Research: 2000 (Working Paper 7618). Disponível em: [www.nber.org](http://www.nber.org) . Acesso em: 20/03/03.

MISHKIN, Frederic S. **International Experiences with Different Monetary Policy Regimes**. National Bureau of Economic Research: 1999. (Working Paper 7044). Disponível em: [www.nber.org](http://www.nber.org) . Acesso em: 20/03/03.

MISHKIN, Frederic S. **The Rational Expectations Revolution: A Review Article of Preston J. Miller, ed.: The Rational Expectations Revolution, Readings from the Front Line**. National Bureau of Economic Research: 1995. (Working Paper 5043). Disponível em: [www.nber.org](http://www.nber.org) . Acesso em: 20/03/03.

OREIRO, José Luis; SOBREIRA, Rogério. **Metas Inflacionárias, Fragilidade Financeira e Ciclo de Negócios: Uma Abordagem Pós-Keynesiana**. Rio de Janeiro: Instituto de Economia/UFRJ, 1999.

RIGOLON, Francisco; GIAMBIAGI, Fábio. A Atuação do Banco Central em uma Economia Estabilizada: É Desejável Adotar Metas Inflacionárias no Brasil? **Revista de Economia Política**, v. 19, n. 3 (75), p. 3-22, jul./set. 1999.

SICSÚ, João. Teoria e Evidências do Regime de metas Inflacionárias. **Revista de Economia Política**, v. 22, n. 1 (85), p. 23-33, jan./mar. 2002.

SVENSSON, Lars E. O. **Inflation Forecast Targeting**: Implementing and Monitoring Inflation Targets. National Bureau of Economic Research: 1996. (Working Paper 5797). Disponível em: [www.nber.org](http://www.nber.org) . Acesso em: 12/07/03.

SVENSSON, Lars E. O. **Inflation Targeting**: Some Extensions. Estocolmo: Institute for International Economic Studies/Stockholm University, 1997.