

FÁBIO VINÍCIUS MEOTTI

METAS DE INFLAÇÃO NO BRASIL

**CURITIBA
2007**

UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ
SETOR DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS
PÓS-GRADUAÇÃO EM DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO

METAS DE INFLAÇÃO NO BRASIL

Monografia apresenta como requisito parcial para obtenção do grau de Especialista em Desenvolvimento Econômico da Pós-Graduação em Economia da UFPR

Orientador: Prof. Dr. Luciano Nakabashi

CURITIBA
2007

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	03
CAPÍTULO 1 INCONSISTÊNCIA DINÂMICA	05
CAPÍTULO 2 REGIMES MONETÁRIOS	13
2.1 Regimes de metas cambiais	14
2.2 Regimes de metas monetárias	19
2.3 Regimes de metas de inflação (<i>inflation targeting</i>)	20
2.4 A adoção do regime de metas de inflação	25
CONCLUSÃO	28
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	30

INTRODUÇÃO

O debate envolvendo a minimização dos custos sociais da adoção de políticas ao longo do tempo contrapôs autores na década de 70. A discussão orbitava em torno da escolha da melhor estratégia de gestão de políticas. Enquanto alguns autores defendiam a idéia de que o *policymaker* deveria comprometer-se em seguir uma regra rígida, que seria do conhecimento dos agentes, outros entendiam que a melhor alternativa seria utilizar a discricionariedade buscando a situação ótima em termos de produto e emprego.

Os defensores das regras sustentam que as defasagens e incertezas da política monetária tornam improdutivas políticas ativas e que a inconsistência dinâmica gera um viés inflacionário. Já os partidários do campo alternativo argumentam, na sua oposição a uma política baseada em regras, que uma política discricionária seria superior por não estar vinculada ao engessamento que a regulamentação produz.

Os autores buscam apresentar mecanismos de compromissos que contornem o problema da inconsistência temporal, fornecendo maior credibilidade aos gestores de políticas. As interações repetidas entre a autoridade monetária e os agentes econômicos podem criar forças de *reputação* que suportem as políticas anunciadas *ex-ante*.

Nosso objetivo será abordar a questão da inconsistência dinâmica, além de analisar a problemática da credibilidade do gestor da política monetária neste contexto.

A segunda parte desta revisão aborda os regimes monetários. É consenso entre os economistas ligados ao *mainstream* a idéia de que o Banco

Central deve adotar uma postura de condução da política monetária focada na estabilidade dos preços. Neste caso, a estratégia predominante é a utilização de uma âncora nominal, visando a redução das expectativas inflacionárias dos agentes. Isto acontece porque os agentes são guiados pelo anúncio prévio da autoridade monetária, estabelecendo uma meta a ser perseguida e que balizará as ações de política monetária.

Nesta seção apresentaremos as principais âncoras nominais adotadas nos últimos anos: metas para a taxa de câmbio, metas monetárias e metas para a inflação. A maior ênfase, no entanto, será dada ao regime de metas para inflação, que é o objeto do presente estudo.

A partir da compreensão da problemática da inconsistência dinâmica e da revisão dos regimes monetários, pretendemos avançar o estudo definindo os fatores críticos de sucesso na adoção do regime de metas de inflação em países em desenvolvimento, buscando fundamentos na experiência internacional, com o objetivo de fazer uma avaliação da implantação do regime no Brasil.

CAPÍTULO 1

INCONSISTÊNCIA DINÂMICA

Os economistas trabalham com três grandes medidas para julgar o desempenho macroeconômico: a taxa de inflação, a taxa de crescimento do produto e a taxa de desemprego.

Os períodos de inflação refletem a elevação dos preços dos bens que as pessoas estão comprando. Por esta razão, a inflação é impopular, mesmo com o aumento da renda dos trabalhadores.

Altas taxas de crescimento do produto sinalizam que a produção de bens e serviços está aumentando, refletindo em uma melhora no padrão de vida dos indivíduos. Normalmente são acompanhadas por uma maior disponibilidade de empregos.

O principal problema das economias, no entanto, são as altas taxas de desemprego. Sua repercussão sobre a vida das pessoas é significativa, afetando o padrão de vida, lazer pessoal e acesso a produtos e serviços básicos.

A escolha da uma estratégia de política mais adequada, vai depender em sua essência, das preferências dos formuladores de políticas econômicas (ou *policymakers*), e pode focar na estabilidade nos preços, no aumento do produto ou na redução do desemprego. A opção por uma ou outra impacta o padrão de vida das pessoas.

Essa escolha, no entanto, pode ser ótima em um primeiro momento, mas mecanismos de pressão social podem ser acionados, fazendo com que haja uma

correção de trajetória, de maneira que a preferência dos *policymakers* seja direcionada para uma regra que reduza os custos sociais da política.

A problemática da inconsistência dinâmica, como veremos ao longo do capítulo, intensifica-se em economias emergentes, onde os custos sociais de implantação de uma política monetária ao longo do tempo tendem a direcionar a atuação dos *policymakers* para uma regra que maximize o bem-estar social.

Nos anos de 1970, surgia a discussão de como minimizar os custos sociais advindos da condução de políticas ao longo do tempo. O embate de idéias resumia-se em identificar qual a melhor estratégia na gestão de políticas. Os formuladores de políticas deveriam atuar de acordo com uma regra de política ao longo do tempo, que seria de conhecimento de todos os agentes e contava com o comprometimento do gestor de política em segui-la, ou o *policymaker* deveria buscar a situação ótima em cada momento do tempo.

De acordo com Romer (2001) *apud* Ferreira (2004), observando os modelos inspirados na inconsistência intertemporal, percebe-se que se a inflação esperada for baixa, de forma que o custo marginal de inflação adicional seja baixo, o gestor da política monetária implementará uma política expansionista para aumentar a produção acima de seu nível natural e, com isso, reduzir o desemprego abaixo da taxa natural. Entretanto, o conhecimento por parte do público desse incentivo para a autoridade monetária faz com que eles não esperem baixa inflação, levando assim, a um equilíbrio em que se percebe uma taxa de inflação superior, sem qualquer aumento na produção.

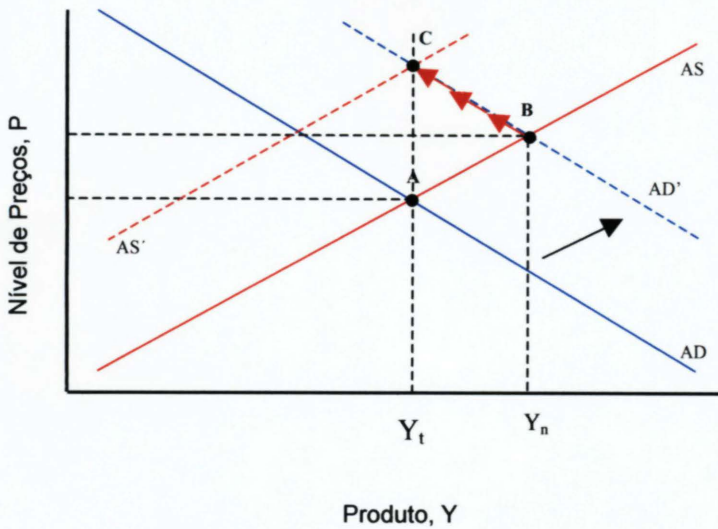
Ainda na esteira dos economistas que defendiam a adoção de regras de atuação em detrimento do comportamento discricionário, Kydland e Prescott (1977) e Barro e Gordon (1983), em seus estudos, constataram que a política discricionária,

que busca maximizar a função de bem-estar social a cada momento de tempo, considerando as expectativas dos agentes econômicos como exógenas, conduz a um resultado ineficiente. Isto ocorre em razão de que, apesar das surpresas inflacionárias terem alguns benefícios, elas não podem acontecer sistematicamente em equilíbrio quando as pessoas entendem os estímulos dos *policymakers* e formam suas expectativas de acordo com eles. Assim, esses autores iniciaram a análise do problema da confiabilidade da política, ressaltando, com isso, a questão da inconsistência dinâmica (ou inconsistência temporal).

A análise parte da suposição que a inflação e desemprego estão associados por meio de uma curva de Philips com expectativas¹, e os aumentos não esperados no nível de preços reduzem o desemprego abaixo de sua taxa natural no curto prazo, visto que os preços e salários são fixados *ex-ante*. Assim, a política monetária só afetaria os níveis de preço no longo prazo.

Na mesma linha, encontramos as análises de Blackburn e Christensen (1989), onde na presença de distorções no mercado de trabalho – por exemplo, salário mínimo, atuação de sindicatos, seguro-desemprego e imposto de renda – os *policymakers* percebem um produto potencial inferior ao socialmente ótimo e têm incentivo em promover estímulos de demanda não antecipados, para expandir o nível de atividade. Mas os agentes econômicos conhecem este incentivo e incorporam expectativas inflacionárias nos seus contratos suficientes para, em equilíbrio, conter a queda do salário real e o aumento do produto. O resultado no longo prazo é produto na taxa natural e viés inflacionário.

¹ Dornbusch e Ficher (2006) descrevem a Curva de Phillips ampliada ou ajustada para considerar a inflação esperada, como $\pi = \pi_e + \lambda (Y - Y^*)$



Quando o nível de emprego desejado pelo banco central é maior do que o nível natural, a política monetária produz viés inflacionário e emprego no nível natural. Este é um dos mais bem conhecidos exemplos de inconsistência dinâmica. A inconsistência dinâmica ocorre porque a melhor escolha para a expansão monetária é diferente antes e depois da determinação das expectativas. *Ex-ante*, a melhor escolha para a inflação do período é zero. Mas, dadas as expectativas, a melhor escolha em equilíbrio é uma taxa de inflação positiva.

Para melhor compreender como se manifesta o problema da inconsistência dinâmica, pode se considerar a seguinte estrutura (Galván & Schwartz, 2002 *apud* Ferreira, 2004): o *policymaker* pretende definir uma política ótima no período (t) para o período ($t+s$), por meio da maximização de uma função objetivo de bem-estar social, sujeito às restrições que se manifestam em (t).

Todavia, é preciso considerar os efeitos da política a ser adotada em ($t+s$) sobre as expectativas do público no período de tempo compreendido entre (t) e ($t+s$). Dessa forma, a credibilidade que o *policymaker* possui junto à população é muito importante.

Ainda de acordo com Ferreira (2004), do ponto de vista da autoridade monetária, questiona-se: o plano ótimo *ex-ante* continua sendo ótimo *ex-post*? Geralmente, a resposta é negativa devido as novas restrições que se manifestarão em $(t+s)$. Assim, a maximização da função de bem-estar social sujeita as essas novas restrições produzirá uma política diferente daquela determinada no período (t) , dizendo então, que a política original é inconsistente do ponto de vista dinâmico.

Segundo Barro e Gordon (1983) *apud* Ferreira (2004), as interações repetidas entre a autoridade monetária e os agentes econômicos podem criar forças de reputação que suportem as políticas anunciadas *ex-ante*. Assim, o comprometimento da autoridade monetária com a regra anunciada se dá em consequência dos custos que serão incorridos se esta perder a credibilidade junto ao público, fazendo com que, no equilíbrio, ela se comprometa a adotar políticas de combate à inflação.

Dessa forma, o modelo de reputação considera que os agentes econômicos penalizam a autoridade monetária, caso ela não se comprometa com a conduta estabelecida anteriormente. Uma política previamente anunciada somente será crível se os custos futuros incorridos pelo desvio dessa política superarem os benefícios de curto prazo alcançados por essa mudança de conduta.

Portanto, o equilíbrio que resulta desse modelo produz uma taxa de inflação correspondente à média ponderada da inflação que seria obtida sobre a regra ideal, considerando a reação da autoridade monetária que busca seguir a regra da política definida *ex-ante*, e sobre a discricção, considerando a reação da autoridade monetária que busca reduzir os custos sociais da medida.

Barro (1986) *apud* Ferreira (2004) afirma que existem dois tipos de *policymakers*, um que se preocupa em combater o processo inflacionário e outro que

privilegia a obtenção de ganhos acerca dos níveis de produto e emprego. O gestor de política avesso à inflação atuará de forma a garantir que esta seja igual a zero. Ainda de acordo com o autor, o gestor de política, procura ser identificado como sendo avesso à inflação. Assim, se a autoridade monetária for identificada com tal, conseguirá convencer o público de sua aversão à elevação dos níveis de preços, fazendo com que os agentes formem suas expectativas de inflação para baixo e, dessa forma, ajudando a controlar os custos futuros.

O resultado do modelo de reputação é que a incerteza quanto às preferências do *policymaker*, reconhecido como avesso à inflação, reduz a inflação média. O impacto sobre a inflação ao longo do tempo será tanto maior, quanto mais o gestor valorizar mais o futuro e/ou quanto mais períodos forem considerados no modelo.

Desse modo, para suavizar o problema da inconsistência dinâmica é preciso delegar a administração da política monetária a indivíduos que apresentam uma aversão à inflação maior que a própria sociedade em média. Segundo Rogoff (1985) *apud* Ferreira (2004), a inflação de equilíbrio seria menor quando a política monetária fosse conduzida por uma autoridade avessa à inflação, pois os agentes passam a esperar uma baixa taxa de inflação e, com isso, não demandarão reajustes salariais consideráveis, resultando em uma baixa taxa de inflação efetiva.

Romer (2001) *apud* Ferreira (2004) chama atenção para o fato de que há um nível ótimo de conservadorismo para a autoridade monetária, não podendo este ser extremamente avesso à inflação, pois um Banco Central independente não reage otimamente aos choques enfrentados pela economia. Assim, obtém um melhor resultado em termos de desinflação, mas um pior desempenho em termos de respostas aos choques econômicos.

Assim, apenas o conservadorismo do Banco Central não é uma solução para contornar o problema do viés inflacionário. Dessa forma, Walsh (1995) *apud* Ferreira (2004), propõe que o viés é resolvido pela elaboração, por parte do governo de um contrato linear ótimo, que oferece benefícios ao Banco Central, se este atingir seus objetivos. Desta forma, a função utilidade da autoridade monetária passa a incluir, além da preocupação com as flutuações da produção e inflação, presentes na função de perda social, um termo que representa os benefícios advindos do cumprimento de seus objetivos, ou, de outra forma, os custos incorridos se a inflação desviar-se do nível considerado ótimo.

Assim segundo Ferreira (2004), o papel do governo é elaborar um contrato ótimo, no qual permite que a autoridade monetária, ao maximizar sua função utilidade, escolha uma taxa de crescimento monetário que seja coerente com a maximização da função de perda social, possibilitando reduzir o viés inflacionário, além de manter a habilidade de reagir de forma ótima aos choques de oferta agregada. Contudo, a grande dificuldade desse modelo está na sua implementação prática e política.

Svensson (1996) afirma que a principal dificuldade política surge do fato de que o contrato estipula recompensas monetárias mais altas ao Banco Central quando a inflação for baixa, podendo gerar tensões por parte do público, se a menor taxa de inflação estiver relacionada com maior desemprego.

Desta forma, Svensson (1996) desenvolve um modelo dinâmico que considera a persistência do desemprego, no qual essa persistência introduz efeitos defasados sobre a política monetária, fazendo com que esta seja formulada com uma perspectiva de longo prazo. O modelo é proposto de forma que a condução da política monetária é delegada a um Banco Central que tenha características

conservadoras, associado com o perseguimento de uma taxa de inflação previamente anunciada que dependerá do estado da economia em cada período.

Porém, destacam-se, segundo Ferreira (2004), três críticas sobre esses pressupostos. A primeira refere-se à adoção da hipótese de Expectativas Racionais, pois se os agentes formam suas expectativas de forma racional, seria plausível que o Banco Central também atuasse de forma racional.

O segundo questionamento diz respeito à existência de uma taxa natural de desemprego. Segundo Crocco e Jayme Júnior (2003) a taxa natural de desemprego é apenas hipotética, não existindo evidências de sua existência na economia capitalista. Desta forma, a política monetária poderia ser utilizada de forma a alterar o nível da atividade econômica, uma vez que ela é capaz de modificar a rentabilidade relativa entre os diversos ativos. Como resultado pode-se ter um aumento na rentabilidade de ativos financeiros em detrimento de ativos produtivos. Assim, a valorização do capital se processaria num circuito em que não ocorre a ampliação do emprego e renda.

Já o terceiro aspecto de questionamento refere-se aos determinantes da inflação, onde os participantes da corrente não aceitam a matriz teórica de que a inflação é sempre um fenômeno puramente monetário. De acordo com Libânio (2004) *apud* Ferreira (2004), argumenta que a utilização da política monetária como principal, ou única estratégia de estabilização de preços não é adequada, podendo, até mesmo agravar o ambiente macroeconômico, haja vista a ineficácia de sua atuação.

CAPÍTULO 2

REGIMES MONETÁRIOS

Um Regime monetário é sempre amparado em uma âncora nominal. Âncora nominal, conforme descreve Mishkin (1999), é uma forma de restrição no valor da moeda doméstica, caracterizando-se como elemento necessário em regimes bem-sucedidos de política monetária. Ela fornece condições para a determinação de um nível de preço único, necessário para a estabilidade dos preços, contribuindo ainda para o controle das expectativas inflacionárias.

Segundo Mishkin (1999), uma âncora nominal pode ser pensada mais amplamente como uma restrição à política discricionária, que auxilia a enfraquecer os problemas da inconsistência dinâmica, de modo que em longo prazo, a estabilidade de preços seja mais provável de ser alcançada.

As principais âncoras nominais adotadas nos últimos anos foram: metas para a taxa de câmbio, metas monetárias e metas para a inflação.

Segundo Canuto (1999), a atuação das autoridades monetárias torna-se mais transparente e objeto de prestação de contas (*accountability*). Regras e metas permitem a mensuração do desempenho dos responsáveis pelas políticas, além de tornarem visíveis e cercearem movimentos discricionários de política. No caso das economias não-avançadas, a implementação de regimes de política monetária e cambial é também vista como forma de obtenção gradual de credibilidade.

Nas últimas décadas, economias com alta inflação e problemas de credibilidade em sua política antiinflacionária adotaram regimes de metas cambiais

mirando a moeda de alguma outra economia, em geral de grande tamanho e com baixa inflação. Alguns exemplos foram a França, Reino Unido, Espanha, Suécia e Itália, que aderiram ao ERM – exchange rate mechanism, e vincularam suas moedas ao marco alemão, na década de 80, além de vários países emergentes, entre eles Brasil e Argentina, que vincularam suas moedas ao dólar americano, durante a década de 90.

2.1 Regimes de metas cambiais

No século XX, os regimes de padrão-ouro continham taxas fixas de câmbio entre a moeda local e a correspondente mercadoria. O volume de meios de pagamento em circulação deveria guardar uma paridade em valor com o valor de estoques de mercadorias mantidos como lastro (BAUMANN, 2004).

Os regimes de câmbio fixos entre a moeda local e alguma moeda externa de referência possuem o mesmo princípio, apenas eliminando a vinculação a alguma mercadoria física.

De acordo com Baumann (2004), a âncora cambial oferece a gravitação da taxa de inflação no exterior. No caso de âncoras com credibilidade, as expectativas de inflação e a inércia da mesma oferecem menor resistência para a queda desta.

Segundo Mishkin (1999), a adoção de um regime de metas cambiais tem diversas vantagens. Primeiramente, a âncora cambial fixa a taxa de inflação para mercadorias negociadas internacionalmente e, assim, contribui diretamente para a manutenção da inflação sob controle. Segundo, se a taxa de câmbio alvo é crível, ela ancora a expectativa de inflação à taxa de inflação do país na qual a moeda é

ancorada. Terceiro, uma taxa de câmbio alvo fornece uma regra automática de conduta de política monetária que evita o problema da inconsistência dinâmica. Força um aperto da política monetária quando há uma tendência da moeda doméstica depreciar, ou um afrouxamento da política quando há uma tendência para que a moeda doméstica aprecie. Finalmente, uma taxa de câmbio alvo tem a vantagem da simplicidade e clareza, que faz dela facilmente compreendida pelo público.

Ainda, Mishkin (1999), cita como exemplos de sucesso de países industrializados que utilizaram o regime de metas cambiais, a França (1987) e Reino Unido (1990), que atrelaram o valor de suas moedas ao Marco Alemão e conseguiram controlar a inflação.

A forma mais restrita de ancoragem cambial é o *currency board*, no qual a credibilidade do compromisso de conversibilidade a taxas fixas é buscada com a manutenção de reservas externas, geralmente, acima do valor correspondente de moeda local em circulação. No caso de ser implantado obedecendo estritamente as regras, o *currency board* restringe fortemente, em nível doméstico, as funções clássicas do Banco Central.

Assim, de acordo com Baumann (2004), o volume de dinheiro local passa a depender da disponibilidade de reservas externas oficiais que sirvam de lastro para a caixa de conversão. E, quando há variações naquela disponibilidade, faz-se necessário adequar o montante de moeda local em circulação e/ou mudar no sentido as taxas domésticas de juros para poder reverter a variação de reservas.

O papel de prestador cumprido junto ao sistema bancário e financeiro local torna-se limitado, pois o Banco Central fica proibido de variar automaticamente os montantes de passivos contra si em moeda local. É uma delegação das funções

monetárias ao exterior, uma vez que a política monetária passa a depender do montante líquido de créditos externos privados ou públicos para o país e/ou de superávits acumulados na conta corrente do balanço de pagamentos.

No *currency board*, a limitação aos empréstimos não é absoluta, permanecendo uma margem para o manejo das reservas disponíveis, todavia, este manejo sofre circunscrição estrita.

No Banco Central, por motivos patrimoniais, torna-se também limitado o financiamento público pela via monetária. O financiamento de gastos públicos da arrecadação tributária e de outras fontes de receitas torna-se dependente da absorção de títulos pelo público local ou no exterior. Adicionalmente, os empréstimos aos bancos locais, em níveis além do permitido pela redistribuição da base monetária, dependem de aportes adicionais de recursos externos que possam viabilizar a expansão dos meios de pagamento em moeda local

De acordo com Baumann (2004), a adoção do *currency board* pretende oferecer a previsibilidade do comportamento regido por regras rígidas e a garantia de conversibilidade plena à taxa cambial fixada. O regime elimina ou reduz a possibilidade de choques monetários e ciclos de créditos e de inflação com origem doméstica, porém amplia a vulnerabilidade do país em relação a choque ou ciclos reais, domésticos ou provenientes de suas relações com o exterior, pois a taxa de câmbio e liquidez doméstica deixam de estar disponíveis enquanto variável de ajuste.

Caso a inflação interna seja maior que a externa, o resultado será uma supervalorização da moeda local. Esse fato aliado à rigidez do compromisso de conversibilidade a uma paridade fixa torna dramática a situação econômica. Além do que, a permanência de diferenciais de juros entre empréstimos na moeda local e na

moeda-âncora tende a possibilitar deslocamento do endividamento doméstico para a moeda estrangeira. Adicionalmente, ao longo do tempo, crescem os custos e os riscos de uma saída do currency board para outro regime monetário cambial.

O *currency board* é uma aposta de maior estabilidade nas relações externas da economia do que em sua dinâmica doméstica. Outros regimes de metas cambiais rígidas ou administradas não apresentam tantas restrições em relação à política monetária, uma vez que não há o compromisso de paridade entre o volume de moeda local em circulação e as reservas em divisas da caixa de conversão. No entanto, essa flexibilidade junto com o descompromisso quanto à garantia de conversibilidade total, abre oportunidade para ataques especulativos contra a moeda, isto é, para apostas na insustentabilidade da âncora cambial (BAUMANN, 2004).

Mishkin (1999), por sua vez, ressalta que há sérias críticas ao regime de metas cambiais. Primeiramente, é que ele resulta em uma perda de independência na política monetária. Com o mercado de capitais aberto, um regime de metas de taxa de câmbio faz com que a taxa de juros doméstica seja vinculada àquela do país âncora. Isto faz com que o país perca a autonomia para usar a política monetária em resposta a choques domésticos que são independentes daqueles que afetam o país âncora. Além disso, os choques no país âncora são transmitidos diretamente ao país que adotou o regime, porque mudanças na taxa de juros no país âncora levam a uma correspondente mudança na taxa de juros do país sede. Um segundo problema do regime de metas cambiais foi abordado em Obstfeld e Rogoff (1995): metas cambiais deixam países abertos a ataques especulativos em suas moedas.

Mishkin (1999) alerta para os problemas acontecidos na Europa, com a reunificação da Alemanha em 1990 e a crise cambial de 1992, que levaram à duas

importantes constatações: 1) um regime de metas cambiais não garante o compromisso com a taxa de câmbio base, se a regra da política monetária não for suficientemente forte para manter o alvo, e 2) o custo do crescimento econômico de um regime de metas cambiais, devido à perda de independência na política monetária, pode ser elevado.

Ainda, Mishkin (1999) sugere que países emergentes têm menos a perder com a adoção do regime de metas cambiais. Isto ocorre porque muitos países emergentes não têm suas instituições bem desenvolvidas ou políticas monetárias que resultem em habilidade para utilizar a política monetária discricionária de forma eficiente. Certamente, esta é uma das razões para muitos países emergentes terem adotado o regime de metas cambiais. O autor, no entanto, aponta grandes desvantagens na adoção do regime de metas cambiais por países emergentes, como a vulnerabilidade do país à crises financeiras e ataques especulativos, fragilidade na supervisão dos Bancos, e falta de credibilidade dos *policymakers*.

Resumindo, ao observarmos a experiência internacional, a utilização da estratégia de âncora cambial tem funcionado bem na redução abrupta da inflação, porém as conseqüências sobre o balanço de pagamentos são perversas. Da mesma forma, a existência de uma taxa de câmbio fixa proporciona condições para ataques especulativos, mesmo com os fundamentos da economia ajustados. Em vários momentos os governantes sucumbem aos ataques especulativos e abandonam o regime cambial. A título de exemplo, podemos citar o que ocorreu na Europa, em Outubro de 1992, e no Brasil, em Janeiro de 1999.

2.2 Regimes de metas monetárias

Mishkin e Savastano (2000) afirmam que um regime de metas monetárias focado em controlar a inflação compreende três elementos chave: 1) dependência de informações originadas do agregado monetário para condução da política monetária, 2) anúncio de metas baseadas no agregado monetário para guiar as expectativas de inflação, e 3) algum mecanismo de prestação de contas que impossibilita grandes e sistemáticas formas de desvios das metas monetárias.

Segundo Baumann (2004), são duas as vantagens econômicas em situação de choques ou outras questões domésticas e também é uma medida de desempenho mais transparente, assim, desequilíbrios macroeconômicos podem nem ser sentido devido à aparente estabilidade da taxa de câmbio.

Entretanto, Mishkin (1999) ressalta que essas vantagens dependem de que haja relações estáveis e confiáveis entre a inflação ou renda nominal e os instrumentos monetários sobre os quais se estabelecem metas e também que os agregados monetários objeto das metas sejam controláveis pelas autoridades monetárias.

Dessa forma, os experimentos com metas monetárias restritas em economias avançadas entre os anos de 70 e 80 foram uns fracassos, pois a instabilidade nas relações entre os agregados monetários e variáveis (taxas de juros, inflação e renda nominal) era muito grande. Também os Bancos Centrais podem, de certa forma, controlar os agregados monetários mais restritos. Todavia, é muito menor a capacidade de comandar os agregados mais amplos.

Assim, a maleabilidade e as inovações nos instrumentos financeiros, a volatilidade nas posições financeiras dos agentes mostram grande capacidade de

subverter as duas condições para o sucesso das metas monetárias. Desse modo as metas monetárias restritas perderam credibilidade.

De acordo com Baumann (2004), depois de um breve entusiasmo com as metas monetárias rígidas, a gestão monetária voltou a focar as taxas nominais de juros básicas, ao alcance dos Bancos Centrais e do Tesouro por meio dos títulos de dívida deste, assim como dos instrumentos de redesconto e de mercado aberto.

2.3 Regimes de metas de inflação (*inflation targeting*)

Os problemas de relacionamento entre agregados monetários e outras variáveis econômicas levaram muitos países a adotar metas de inflação como seu regime de política monetária. O primeiro país a formalmente adotar as metas de inflação foi a Nova Zelândia (1990), seguida pelo Canadá (1991), Reino Unido (1992), Suécia (1993), Finlândia (1993), Austrália (1994) e Espanha (1994). Israel, Chile e, mais recentemente, o Brasil, em 1999, também adotaram o regime de metas de inflação.

Um regime de metas de inflação é aquele no qual as ações da política monetária, sobretudo a fixação da taxa de juros básica, são guiadas com o objetivo explícito de obtenção de uma taxa de inflação (ou de nível de preços) previamente determinado. (SVENSSON, 1998; BERNANKE et al, 1999; BOGDANSKY, TOMBINE, VERLANG, 2000; MENDONÇA, 2001).

Svensson (2000) descreve as características do regime de metas de inflação como: 1) uma explícita quantitativa meta de inflação, e um intervalo ou um ponto alvo, onde o centro do intervalo ou do ponto alvo varia, atualmente, de 1,5 a 2,0% a.a.; 2) um procedimento operacional que pode ser descrito como “inflação-

prevista-alvo”, a saber o uso de uma condicional interna de previsão de inflação como uma variável intermediária do alvo. O procedimento operacional “inflação-prevista-alvo” pode ser interpretado como uma forma de assegurar-se que condições de primeira ordem para um mínimo sejam satisfeitas; e 3) um alto grau de transparência e *accountability*.

Segundo Mishkin (1999), a escolha do regime de metas de inflação envolve vários elementos: 1) anúncio público de um alvo numérico para a inflação à médio prazo; 2) um compromisso institucional para a estabilidade de preços como preliminar, metas de longo prazo para a política monetária e realização das metas de inflação; 3) uma estratégia inclusiva da informação, com um papel reduzido para alvos intermediários, tais como crescimento da renda; 4) grande transparência da estratégia de política monetária por meio da comunicação com o público e mercados sobre os planos e objetivos das autoridades monetárias; e 5) *accountability* do Banco Central em alcançar seus objetivos de inflação.

O regime de metas de inflação desloca o seu foco dos instrumentos de política monetária e cambial em direção aos próprios objetivos destas (BAUMANN, 2004).

Sendo assim, com responsabilidades definidas em relação a taxa de inflação, o manejo dos instrumentos se torna prerrogativa de arbítrio dos executores das políticas. A transparência e a prestação de contas podem ser alcançadas mediante anúncios públicos de metas numéricas de médio prazo para a inflação e o comprometimento oficial das autoridades monetárias com estas.

Segundo Baumann (2004), o regime de metas de inflação embute maior grau de liberdade em relação às instabilidades enfrentadas pelas metas monetárias rígidas, havendo maior adaptação dos meios no tocante aos fins. Também, o regime

de metas de inflação pode incorporar considerações domésticas quanto à adaptação a choques e outras mudanças de cenários, não ficando sujeito aos problemas e choques na velocidade de circulação monetária e financeira.

Na mesma linha, Mishkin (1999) destaca que o regime de metas de inflação tem diversas vantagens importantes. Em contraste com o regime de metas cambiais, mas como o regime de metas monetárias, o regime de metas de inflação permite a política monetária focalizar as considerações domésticas e responder a choques econômicos. Metas de inflação também têm a vantagem que a velocidade dos choques são, na maior parte, irrelevantes, pois a estratégia de política monetária já não confia em um relacionamento estável moeda-inflação. Certamente, um regime de metas de inflação permite às autoridades monetárias utilizar toda a informação disponível, e não somente uma variável econômica, para determinar o melhor ajuste para a política monetária.

Mishkin (1999) também considera como vantagens do regime de metas de inflação, a facilidade de compreensão pelo público, sendo assim altamente transparente. Ainda, por ser um alvo numérico explícito da inflação, aumenta a accountability do Banco Central, reduzindo as pressões políticas para a adoção de políticas monetárias inflacionárias, além de reduzir a probabilidade de o órgão cair na armadilha da inconsistência dinâmica, na medida em que ele tenta expandir o produto e o emprego perseguindo uma política monetária expansionista.

Ferreira (2004) afirma que o regime de metas para inflação pode ser considerado um estratégia de política monetária mais ampla, possuindo como principais elementos:

- O anúncio público de metas quantitativas para a inflação;

- O comprometimento da autoridade monetária em colocar, como objetivo principal o alcance da estabilidade dos preços;
- Uma estratégia na qual todas as variáveis e relevantes são utilizadas como instrumentos de política monetária;
- Aumento da transparência da estratégia de política por meio da acentuação da comunicação do Banco Central com os agentes econômicos;
- Maior responsabilidade do Banco Central em buscar alcançar seus objetivos acerca da inflação.

Segundo Mishkin (1999) existe a preocupação comum sobre o regime de metas de inflação, no sentido de que ele conduz a um baixo e instável crescimento do produto e do emprego. Embora a redução da inflação seja associada a um produto abaixo do normal durante a fase de desinflação em regimes de metas de inflação, uma vez que baixos índices de inflação são alcançados, produto e emprego retornam os níveis anteriores, tão altos quanto eles eram previamente.

Ainda, Mishkin (1999) relata que alguns economistas, como Friedman e Kuttner (1996) criticam a escolha do regime de metas de inflação porque acreditam que ele impõe uma regra rígida sobre os *policymakers*, não permitindo a eles discricção suficiente para responder à circunstâncias imprevistas. Entretanto, a interpretação do regime de metas de inflação como uma regra é incorreta e originada de uma confusão que tem sido criada pelo debate da regra-versus-discricção.

Mishkin (1999) enfatiza o fato de que o regime de metas de inflação praticado na realidade está longe de ser uma regra rígida. Primeiramente porque as metas inflacionárias não fornecem simples e mecânicas instruções sobre como o

Banco Central deve conduzir a política monetária. Mais especificamente, o regime de metas de inflação requer que o Banco Central use todas as informações disponíveis para determinar quais são as ações políticas apropriadas para alcançar as metas. Em segundo lugar, o regime de metas de inflação como praticado, contém um substancial grau de discricão política, na medida em que as metas são alteradas de acordo com circunstâncias econômicas. Além disso, os Bancos Centrais sob o regime de metas de inflação têm deixado margens de manobra para responder ao crescimento e flutuações do produto.

A publicação de relatórios de inflação tem se tornado o principal veículo de comunicação entre a autoridade monetária e os agentes econômicos. Esses relatórios apresentam: os objetivos e as limitações da política monetária; as metas quantitativas para a inflação, bem como elas foram determinadas; como essas metas serão alcançadas e razões que levaram ou pode levar a desvios das metas (MISHKIN, 1999).

Entretanto, para a implementação bem sucedida dessa estratégia política, faz-se necessário algumas condições. Primeiro, o Banco Central deve possuir um grau de independência para escolher os instrumentos adequados para alcançar os objetivos estabelecidos. Segundo, o Banco Central deve possuir capacidade de compreender a dinâmica da econômica, isto é, os determinantes da inflação, os mecanismos de transmissão da política monetária, as defasagens temporais envolvidas, os choques que a economia está sujeita. Em terceiro, não deve existir dominância fiscal², assim, o governo deve ser capaz de alavancar os recursos

² Para ilustrar esta afirmativa, recorre-se ao exemplo clássico da literatura, o qual ressalta que a existência de uma dívida pública excessiva e persistente pode aumentar as expectativas inflacionárias, uma vez que, diante desta situação, os agentes podem esperar que, no futuro, a dívida seja monetizada ou que maior inflação poderia ser permitida para que o montante real da dívida fosse

necessários à sua gestão sem fazer uso da *seigniorage*³, pois caso contrário, o aumento crescente dos *déficits* públicos e, conseqüentemente do financiamento por mecanismos inflacionários pode levar ao recrudescimento do processo inflacionário. E, por último, destaca-se a ausência de outra forma nominal (FERREIRA, 2004).

Canuto e Holland (2000) desenvolveram um modelo-síntese para compreensão de flutuações cambiais sob um regime de metas de inflação, a partir de um modelo Mundell-Flemming expandido, chegando à conclusão que a estratégia de metas inflacionárias está fortemente associada à escolha de regimes de câmbio mais flexíveis, e que deve se constituir em sucesso na estabilização dos preços em níveis baixos, implicando no crescimento do produto, ausência de choque de oferta, mas não necessariamente de baixas taxas de juros e câmbio pouco volátil.

2.4 A adoção do regime de metas de inflação

A definição dos aspectos relevantes a adoção desse regime, depende das particularidades de cada país. Primeiramente, é preciso definir o índice de preços que vai ser adotado como referência para a meta. Este índice deve ser preciso, bem definido e de rápida divulgação. Geralmente, os índices adotados buscam mensurar o núcleo da inflação (*core inflation*) (FERREIRA, 2004).

Um índice que mede o núcleo da inflação pode ser capaz de excluir o impacto das perturbações transitórias que afetam a economia sobre os preços,

corroído. Ademais, uma relação alta dívida/PIB acaba por ocasionar expectativas de taxas de juros altas, que podem elevar os custos financeiros.

³ Dizem Dornbusch et al (1991, p. 763-764) que “esta fonte de receita é às vezes conhecida como *seigniorage*, que é a habilidade do governo para aumentar a receita através do seu direito de criar moeda. [...] Quando o governo financia seu déficit pela emissão de moeda [...] dizemos que o governo está se financiando através do imposto inflacionário”.

porém, pode fazer com que a política incorra em perda de credibilidade, pelo fato da medida de *core* ser de difícil entendimento por parte da população.

De acordo com Bernanke e Mishkin (1997) *apud* Ferreira (2004), a escolha de uma taxa positiva como meta se deve ao fato da existência de viés na mensuração da maioria dos índices de preços ao consumidor e, também, pelo recolhimento de alguma receita de *seigniorage*. Adicionalmente, há risco de manifestação de uma deflação sob metas muito baixas e possibilidade de produzir taxas de juros reais negativas, importantes para a recuperação da atividade econômica.

Mishkin (1999) alerta para a preocupação que os policymakers devem ter com baixos índices de inflação, que podem ter substanciais efeitos negativos na atividade econômica real, podendo causar uma deflação, além da possibilidade de instabilidade financeira e severa contração econômica. O autor cita como exemplo a depressão de 1930 e a crise financeira do Japão.

Metas de taxas de inflação acima de zero tornam períodos de deflação menos prováveis. A evidência em exames de expectativas inflacionárias e níveis de taxas de juros. Almeida e Goodhart (1998), Launbach e Posen (1997) e Bernanke, Launbach, Posen e Mishkin (1999) sugerem que mantendo um alvo de inflação acima de zero (mas não demasiado distante acima) por um período prolongado não conduz à instabilidade nas expectativas inflacionárias ou a um declínio na credibilidade do Banco Central.

Segundo Ferreira (2004), a maioria dos países adota como meta para a inflação uma taxa em torno de 2% ao ano.

O que se observa na prática, é que a política mais adotada é o anúncio de confiança para a inflação. A utilização de bandas é motivada, pois esta permite certa flexibilidade à política monetária diante da ocorrência de choques inesperados.

Silva e Portugal (2002) apud Ferreira (2004), afirmam que a escolha da largura da banda reflete um *trade off* entre flexibilidade e credibilidade da política monetária.

Outra alternativa seria anunciar a meta para a inflação na presença de cláusulas de escape, que também fornecem flexibilidade à política em face de choques de oferta imprevistos. Com isso, diante de situações não previstas, o não cumprimento da meta não implica em perda da credibilidade.

Segundo Ferreira (2004), para adotar o regime de metas para a inflação, é preciso determinar o tempo a ser utilizado para avaliar o desempenho da política empregada. A utilização de um horizonte de avaliação mais amplo e flexível pode sinalizar um menor compromisso com o objetivo de estabilidade de preços, por outro lado, pode ser utilizado como uma ferramenta para enfrentar os efeitos sobre a credibilidade do regime, advindos de choques inesperados.

CONCLUSÃO

Macroeconomistas na década de 70 debatiam a questão da minimização dos custos sociais advindos da condução de políticas no tempo. A discussão versava sobre qual a melhor estratégia de gestão de política, ou seja, se os formuladores deveriam atuar de acordo com uma regra de conhecimento de todos os agentes e com seu comprometimento em segui-la, ou o *policymaker* utilizaria a discricção para buscar a situação ótima em cada momento do tempo.

Defensores das regras rígidas enfatizam o fato de que o uso da discricionariiedade leva a uma política dinamicamente inconsistente. Isto ocorre devido à incorporação das expectativas de elevação nos preços às decisões dos agentes, o que resulta em viés inflacionário.

A problemática da inconsistência dinâmica intensifica-se em economias emergentes, onde os custos sociais de implantação de uma política monetária ao longo do tempo tendem a direcionar a atuação dos *policymakers* para uma regra que maximize o bem-estar social.

A adoção de regimes monetários, amparados em âncoras nominais auxilia a enfraquecer os problemas da inconsistência dinâmica, de modo que em longo prazo, a estabilidade de preços seja mais facilmente alcançada.

Os principais regimes monetários utilizados são o regime de metas cambiais, regime de metas monetárias e regime de metas de inflação.

O regime de metas cambiais vincula a flutuação da moeda doméstica à outra moeda pertencente a país cuja economia é relativamente maior e mais estável. Este regime não exige instituições bem desenvolvidas, habilidade do *policymaker* para utilização de políticas monetárias de forma eficiente, é considerado de fácil

interpretação pelos agentes e produz efeito mais rápido no controle da inflação. Por outro lado, limita ações de política monetária e torna o país vulnerável a ataques especulativos.

O regime de metas monetárias recebe diversas críticas quanto à sua eficiência devido à instabilidade nas relações entre os agregados monetários e outras variáveis econômicas, tais como, taxas de juros, inflação e renda nominal.

Um regime de metas de inflação é aquele no qual as ações da política monetária, sobretudo a fixação da taxa de juros básica, são guiadas com o objetivo explícito de obtenção de uma taxa de inflação (ou de nível de preços) previamente determinado.

O regime de metas de inflação oferece maior flexibilidade no manejo da política monetária. Também embute maior grau de liberdade em relação às instabilidades enfrentadas pelas metas monetárias rígidas. É de fácil compreensão pelo público, aumentando a *accountability* do Banco Central, reduzindo pressões políticas sobre o órgão e a possibilidade de cair na armadilha da inconsistência dinâmica.

Nos últimos anos, o regime de metas de inflação vem sendo adotado por diversos países, entre eles o Brasil, e tem se mostrado eficiente no controle inflacionário.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ALMEIDA, A. and GOODHART, C. **Does the adaption of inflation targets affect Central Bank Behaviour?** Banca nazionale del Lavoro Quartely Review 51(204), Supplement March, 1998, p. 19-107.
- BARRO, R. J. e GORDON, D. B. **Rules discretion and reputation in a model of monetary policy.** February 1983. (NBER Working Paper, 1079). Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w1079>>. Acesso em: 20 ago. 2007.
- BAUMANN, R. **Economia internacional: teoria e experiência brasileira.** Rio de Janeiro: Elsevier, 2004.
- BERNANKE, B.; LAUBACH, F.; POSEN, A. and MISHKIN, F. **Inflation targeting: lessons from the international experience.** Princeton, NJ: Princeton University Press, 1999.
- BOGDANSKI, J.; TOMBINI, A. E WERLANG, S. R. C. **Implementig inflation targeting in Brazil.** July 2000. (Working Paper Series, n.10). Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/ingles/publicwps/wps24.pdf>>. Acesso em: 15 jul. 2007.
- CANUTO, O. **Regimes de política monetária em economias abertas.** Campinas: IE/UNICAMP, 1999. (Texto para discussão n.92).
- CROCO, M. A. e JAYME JÚNIOR, F. G. Independência e autonomia do Banco Central: mais sobre o debate. In: PAULA, J. A. (org). **A economia política da mudança: os desafios e os equívocos do início do governo Lula.** Belo Horizonte: Autêntica, 2003.
- DEBELLE, G. **Inflation targeting in practice.** Washington: International Monetary Fund, 1997. (IMF Working Paper, 97/35).
- FERREIRA, A. B. **Metas para a inflação e vulnerabilidade externas: um estudo do Brasil.** [Dissertação]. Belo Horizonte: Universidade Federal de Minas Gerais, 2004.
- KYDLAND, F. E. e PRESCOTT, E. C. Rules rather than discretion: the inconsistency of optimal plans. **The Journal of Political Economy.** Chicago, v85, n.3, p.473-491, June, 1977.
- MENDONÇA, H. F. **Metas de inflação: uma análise preliminar para o caso brasileiro.** **Economia Aplicada.** São Paulo, v5, n.1, p. 129-158, jan-mar. 2001.
- MISHKIN, F. S. **International experiences with diferent monetary policy regimes.** February 1999. (NBER Working Paper 6965). Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w6965>>. Acesso em: 24 jul. 2007.

MISHIKIN, F. S. e SAVASTANO, M. A. **Monetary policy strategies for Latin America**. March 2000. (NBER Working Paper, 7617). Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w7617>>. Acesso em: 18 jul. 2007.

LAUBACH, T. and POSEN, A. S. Some comparative evidence on the effectiveness of inflation target. Federal Reserve Bank of New York. (Working Paper 9714), 1997.

SVENSSON, L. E. O. Open-economy inflation targeting. **Journal of International Economics**, Amsterdam, v50, n. 1, p. 155-183, Feb. 2000.